



Penningpolitisk rapport

Februari 2013

Penningpolitisk rapport

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

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

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

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 12 februari 2013. Rapporten finns tillgänglig på Riksbankens webbplats www.riksbank.se. Där går det att utan kostnad beställa en tryckt version av rapporten eller ladda ned den i pdf-format.

För att prenumerera på den penningpolitiska rapporten kontakta Riksbanken.

E-post: kontorsservicecenter@riksbank.se

Adress: Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm

Telefon: 08-787 00 00

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

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

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISK STRATEGI²

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som ett mål för inflationen som innebär att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bland annat en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Denna så kallade räntebana är en prognos, inte ett löfte.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av 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.

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

Innehåll

- Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning **5**
- KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna **7**
 - Sammanfattning: Låg tillväxt i svensk ekonomi men vissa ljusglimtar **7**
 - Återhämtning under osäkerhet i omvärlden **9**
 - Gradvis ljusare konjunkturutsikter i Sverige **12**
 - Penningpolitiska överväganden **16**
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker **19**
 - Alternativscenario: Svagare arbetsmarknad **20**
 - Alternativscenario: Osäker återhämtning i omvärlden **24**
 - Alternativa banor för reporäntan **25**
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin **29**
 - Finansiella marknader **29**
 - Omvärld **32**
 - Svensk ekonomi **34**
- FÖRDJUPNINGAR
 - USA undviker stora finanspolitiska åtstramningar **39**
 - Hushållens balansräkning och den makroekonomiska bedömningen **42**
 - Perspektiv på penningpolitiska förväntningar och terminsräntor **48**
- Appendix **53**
 - Tabeller **54**
 - Fördjupningar 2010-2012 **58**
 - Räntebeslut 2008-2012 **59**
 - Ordlista **60**

■ Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning

■ Reporäntan oförändrad på 1,0 procent

Tillväxten i svensk ekonomi är fortsatt svag och inflationstrycket är lågt. Men det finns vissa ljusglimtar som talar för en stabilisering och konjunkturen väntas stärkas under året. Utvecklingen är i linje med den bedömning som Riksbanken gjorde i december. För att ge stöd åt ekonomin så att inflationen stiger mot målet på 2 procent behöver reporäntan vara fortsatt låg. Riksbankens direktion har därför beslutat att behålla reporäntan på 1,0 procent. Reporäntan väntas vara kvar på denna låga nivå under det närmaste året.

■ Låg tillväxt men vissa ljusglimtar

Den svenska ekonomin fortsätter att präglas av den ekonomiska krisen i euroområdet. Problemen i skuldskripländerna är fortfarande en källa till osäkerhet och svag efterfrågan. Detta bidrar till att den svenska BNP-tillväxten blir svag även under det första halvåret i år. Men det finns samtidigt en del ljusglimtar. Öron på finansmarknaderna har minskat och hushåll och företag, både i Sverige och i omvärlden, har blivit något mer optimistiska om framtiden. Samtidigt är utvecklingen stark i tillväxtekonomierna och återhämtningen fortsätter i exempelvis USA. Tillsammans talar detta för att den svenska BNP-tillväxten successivt ökar under året, även om det finns risk för bakslag.

Arbetsmarknaden påverkas av utvecklingen i BNP, men med viss eftersläpning. Ökningen i sysselsättningen stannar nu av och arbetslösheten väntas stiga något under året. Sammantaget bedöms resursutnyttjandet i ekonomin för närvarande vara lägre än normalt. Efter hand som BNP-tillväxten tar fart stiger dock sysselsättningen och arbetslösheten faller tillbaka.

■ Låg ränta för att nå inflationsmålet och stödja ekonomin

Den svaga ekonomiska utvecklingen i Sverige har tillsammans med fallande priser på importerade varor bidragit till att inflationstrycket är lågt. För att inflationen ska stiga mot målet behöver reporäntan vara fortsatt låg. Riksbankens direktion har därför beslutat att behålla reporäntan på 1,0 procent. Den låga räntan ger stöd åt konjunkturen så att inflationen stiger mot målet på 2 procent. Reporäntan väntas vara kvar på denna nivå i ungefär ett år. En sådan reporäntebana bidrar till att KPIF-inflationen ligger nära 2 procent från mitten av 2014 och till att resursutnyttjandet normaliseras under prognosperioden. Hushållens skulder som andel av deras inkomster är kvar på en hög nivå och riskerna med detta för ekonomin på längre sikt kvarstår.

■ Reporäntebanan är en prognos, inte ett löfte

Utvecklingen i omvärlden, framför allt i USA och de snabbväxande ekonomierna i Asien, kan bli starkare än väntat, vilket kan leda till en högre efterfrågan i svensk ekonomi och ett högre inflationstryck. Det skulle i så fall motivera en högre räntebana. Det finns samtidigt andra faktorer som skulle kunna innebära att reporäntan kan behöva bli lägre. I dagsläget är inflationstrycket lågt och arbetslösheten stiger. Skulle arbetslösheten öka mer och inflationen bli lägre än väntat, kan reporäntebanan behöva bli lägre.

■ KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Den svenska ekonomiska utvecklingen fortsätter att präglas av den ekonomiska krisen i euroområdet. Oron bland marknadsaktörer har minskat och osäkerheten bland hushåll och företag har avtagit något. Men stora utmaningar kvarstår och det finns risk för bakslag. Utvecklingen den senaste tiden både i Sverige och i omvärlden är i linje med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i december och prognoserna är i stort sett oförändrade.

Prognoserna bygger liksom tidigare på att problemen i euroområdet hanteras så att förtroendet hos hushåll och företag, både i omvärlden och i Sverige, successivt återvänder under året. Därmed stärks efterfrågan såväl i Sverige som på våra viktigaste exportmarknader. Tillväxten i svensk ekonomi blir dock svagare än normalt den närmaste tiden och arbetslösheten väntas stiga under året för att sedan gradvis börja minska nästa år. Detta bidrar till att inflationen förblir låg i år men sedan ökar i takt med att konjunkturen förstärks och resursutnyttjandet stiger.

För att stödja återhämtningen och för att inflationen ska nå målet på 2 procent behöver reporäntan vara fortsatt låg. Riksbankens direktion har därför beslutat att behålla reporäntan på 1 procent. Reporäntan behöver ligga kvar på denna låga nivå ungefär ett år för att därefter höjas långsamt.

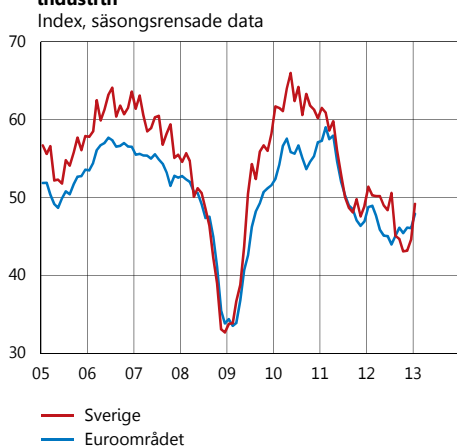
Sammanfattning: Låg tillväxt i svensk ekonomi men vissa ljusglimtar

■ Euroområdets utmaningar fortsatt i fokus

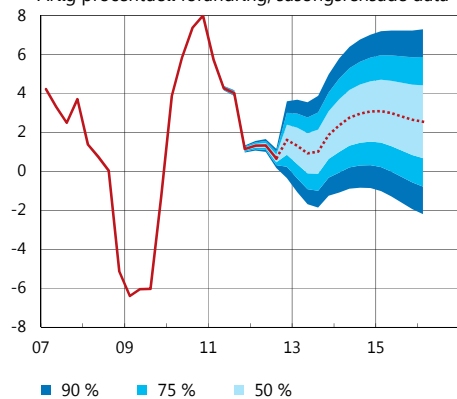
Den ekonomiska utvecklingen i euroområdet fortsätter att präglas av den ekonomiska krisen. De åtgärder som vidtagits av enskilda länder, på EU-nivå och av ECB, har bidragit till att minska osäkerheten hos marknadsaktörerna. Detta återspeglas bland annat i stigande tillgångspriser och något mindre skillnader mellan statsobligationsräntorna i krisländerna och i Tyskland. Finansieringskostnaderna för skuldcrisländerna är dock höga och flera banker är beroende av ECB för sin finansiering. Stora utmaningar kvarstår innan långsiktigt hållbara lösningar är på plats och det finns risk för bakslag. I prognosen antas, liksom tidigare, att eurokrisen hanteras så att förtroendet hos hushåll och företag successivt återvänder i år. Därmed kan tillväxten i euroområdet gradvis öka under prognosperioden.

I USA har det akuta hotet om stora automatiska finanspolitiska åtstramningar avväjts och återhämtningen på bostads- och arbetsmarknaden fortsätter. En fortsatt finanspolitisk konsolidering är nödvändig, men håller tillbaka efterfrågan en tid framöver.

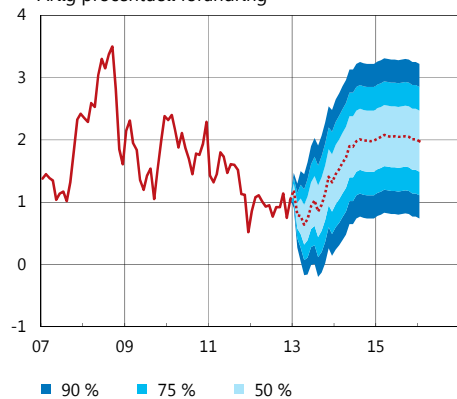
När BNP-tillväxten i omvärlden vägs samman utifrån den betydelse olika länder har för svensk ekonomi är utvecklingen för närvarande svag, men förbättras den närmaste tiden. I konkurrensvägs termer (KIX-vikter) stiger omvärldens BNP-tillväxt från ungefär 1,5 procent i år till nästan 3 procent 2015. Den svenska exportmarknadstillväxten, det vill säga tillväxten i importen hos de länder som Sverige exporterar till, ökar från 1,5 procent i år till närmare 7 procent 2015.

Diagram 1:1. Inköpschefsindex i tillverkningsindustrin

Anm. Värderna över 50 indikerar tillväxt.
Källor: Markit Economics och Swedbank/Sif

Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall

Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. För BNP råder det osäkerhet även om utfallen eftersom nationalräkenskapsrapporterna revideras flera år efter första publicering.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall

Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

■ Gradvis ljusare konjunkturutsikter i Sverige

Den svenska ekonomin påverkas i stor utsträckning av utvecklingen i omvärlden, inte minst i euroområdet. Efterfrågan på svensk export har under en tid varit låg och oron för vilka konsekvenser eurokrisen kan få för den svenska ekonomin bidrog till att förtroendet bland svenska hushåll och företag föll betydligt i slutet av förra året. Men det finns vissa ljusglimtar. Exempelvis har oron bland marknadsaktörer minskat sedan mitten av förra året och osäkerheten bland företag och hushåll har avtagit den senaste tiden, i såväl Sverige som i euroområdet. Detta avspeglas bland annat i förtroendeindikatorerna för företag och hushåll, som har stigit sedan i slutet av förra året (se diagram 1:1).

Förtroendet väntas fortsätta att stiga i takt med att krishantering och strukturreformer i euroområdet fortlöper. Detta bidrar till att efterfrågan på svensk export ökar snabbare under loppet av innevarande år, samtidigt som tillväxten i inhemsk efterfrågan stiger. Konsumtionen växer snabbare när hushållen drar ner på sitt höga sparande, företagen ökar investeringarna i takt med att efterfrågan stiger och bostadsbyggandet börjar öka från en låg nivå. Därmed stiger tillväxten i svensk BNP gradvis under 2013–2014 (se diagram 1:2).

Utvecklingen på arbetsmarknaden brukar följa BNP med en viss eftersläpning. De relativt höga varseltalen under ett par månader i höstas i kombination med företagens planer på att minska sin personal tyder också på att arbetsmarknaden kommer att försvagas ytterligare innan läget förbättras. Sammantaget väntas sysselsättningen vara oförändrad och arbetskraften fortsätta att öka. Därmed stiger arbetslösheten. Efterhand som efterfrågan stiger ökar dock sysselsättningen på nytt. Därmed faller arbetslösheten gradvis till 6,4 procent i början av 2016.

Inflationen är för närvarande låg och kommer att vara fortsatt låg den närmaste tiden. Under prognosperioden ökar inflationstrycket gradvis när konjunkturen förstärks och resursutnyttjandet stiger. KPIF-inflationen stiger och är nära 2 procent från mitten av 2014 och framåt (se diagram 1:3). KPI-inflationen stiger också i takt med att inflationstrycket gradvis ökar. Till detta kommer att boräntorna stiger när reporäntan så småningom höjs, vilket gör att KPI-inflationen stiger till drygt 2,5 procent under senare delen av prognosperioden (se diagram 1:4).

■ Fortsatt låg reporänta stimulerar ekonomin

Den ekonomiska utvecklingen både i omvärlden och i Sverige har i stort sett varit i linje med Riksbankens bedömning i december och prognosen är i princip oförändrad. Bland investeringarna har osäkerheten om utvecklingen på de finansiella marknaderna i Europa minskat sedan mitten av förra året. Den allra senaste tiden har det syns tecken på att förtroendet bland företag och hushåll har ökat något. Men de strukturella problemen är långt ifrån lösta och stora utmaningar återstår. Stämmningsläget bland hushåll och företag är därför

ändå fortsatt lågt, i såväl Sverige som i Europa, och tillväxten i svensk ekonomi blir svagare än normalt under första halvåret i år. Det finns lediga resurser i ekonomin, vilket bidrar till att inflationen är fortsatt låg den närmaste tiden. För att ge stöd åt svensk ekonomi så att inflationen stiger mot målet på 2 procent behöver reporäntan vara kvar på dagens låga nivå ungefär ett år för att därefter höjas långsamt (se diagram 1:5).

Återhämtning under osäkerhet i omvärlden

■ Tecken på stabilisering i euroområdet

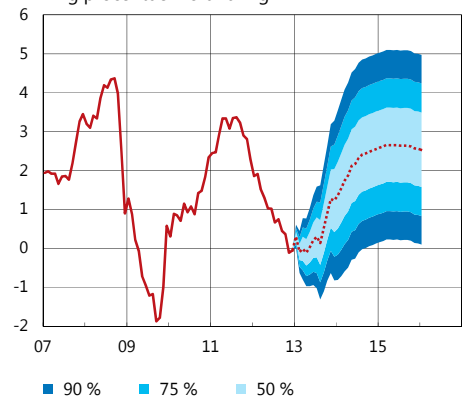
Utvecklingen i euroområdet fortsätter att präglas av den ekonomiska krisen. De åtgärder som vidtagits i enskilda euroländer, på EU-nivå och av ECB, har dock bidragit till att minska osäkerheten på de finansiella marknaderna. Detta avspeglas bland annat i att skillnader i obligationsräntor i krisländer som Spanien och Italien har minskat jämfört med Tyskland sedan mitten av förra året (se diagram 1:6). Förtroendeindikatorerna för företag och hushåll har den senaste tiden också stigit något från låga nivåer. Men det finns risk för bakslag, vilket till exempel avspeglas i att statsobligationsräntorna i krisländerna steg i början av februari. I prognosen antas, liksom tidigare, att eurokrisen hanteras så att förtroendet hos hushåll och företag successivt återvänder i år. Men detta kräver att reformprocessen fortskrider och att trovärdiga åtgärder genomförs. Därmed kan tillväxten i euroområdet gradvis börja stiga under 2013 (se diagram 1:7).

Skuldsaneringen inom både den offentliga sektorn och banksektorn i flera euroländer kommer att ta många år, vilket håller tillbaka BNP-tillväxten under hela prognosperioden. Denna process är dock nödvändig för tillväxten i ett längre perspektiv. Flera länder inom euroområdet behöver dessutom stärka konkurrenskraften för att skapa förutsättningar för uthållig tillväxt, vilket tar tid. En sådan anpassning har påbörjats i några länder och i exempelvis Irland, Spanien och Portugal har konkurrenskraften stärkts sedan 2009, vilket däremot inte är fallet för Italien och Frankrike (se diagram 1:8).

Inflationen dämpades i euroområdet under 2012 och den förväntas bli ännu något lägre under 2013 (se diagram 1:9). Lägre ökning av livsmedels- och energipriser tillsammans med ett lägre kostnadstryck bidrar till detta. Inflationen faller dock inte så långt under ECB:s mål på strax under 2 procent, vilket bland annat beror på höjda administrativa priser och momsatsar.

Eftersom konjunkturläget är fortsatt svagt väntas styrräntan vara låg under hela prognosperioden. Den låga styrräntan får dock inte samma genomslag i hela euroområdet. Många länder brottas med problem i banksektorn, vilket spiller över på hushåll och företag och gör att dessa möter relativt höga räntor och strama kreditvillkor.

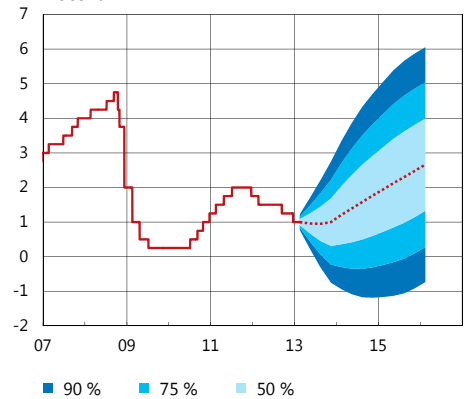
Diagram 1:4. KPI med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

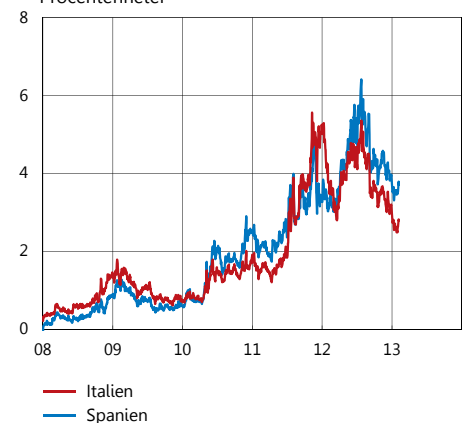
Diagram 1:5. Reporänta med osäkerhetsintervall
Procent



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

Källa: Riksbanken

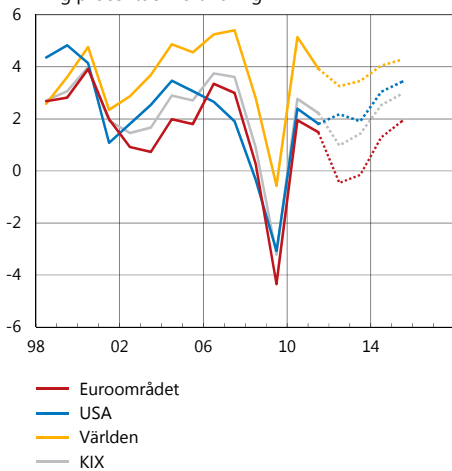
Diagram 1:6. Skillnad i statsobligationsränta mot Tyskland
Procentenheter



Anm. Statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.

Källa: Reuters EcoWin

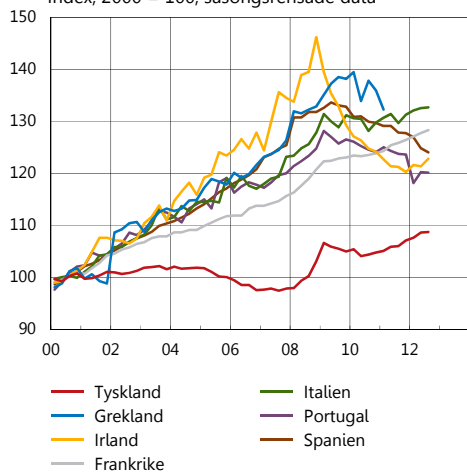
Diagram 1:7. BNP i olika regioner
Årlig procentuell förändring



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

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

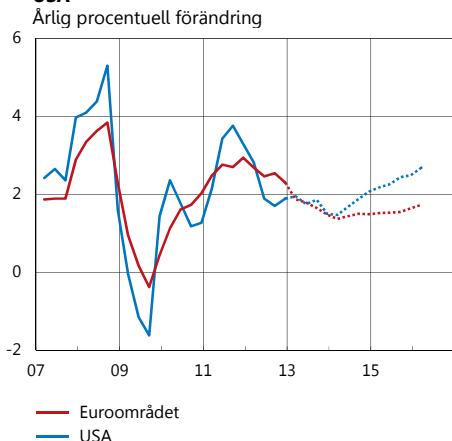
Diagram 1:8. Arbetskostnad per producerad enhet
Index, 2000 = 100, säsongrensade data



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

Källa: Eurostat

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



Anm. För euroområdet avses HIKP och för USA KPI.

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och Riksbanken

■ Återhämtning i USA

Osäkerheten om USA:s finanspolitiska inriktning för de kommande åren har minskat något efter den överenskommelse som nåddes i kongressen den 1 januari i år (se fördjupningen "USA undviker stora finanspolitiska åtstramningar"). De beslut som fattades medför att den finanspolitiska åtstramningen för 2013 blir ungefär i linje med vad Riksbanken tidigare antagit. Samtidigt kvarstår stora utmaningar för att få de amerikanska offentliga finanserna att bli långsiktigt hållbara. Riksbanken antar att den finanspolitiska konsolideringen fortsätter under hela prognosperioden. Åtstramningen blir dock gradvis mindre, vilket bidrar till att tillväxten kan stiga snabbare 2014 och 2015 (se diagram 1:7).

Situationen på bostadsmarknaden fortsätter att förbättras. Förtroendet inom byggsektorn har stigit snabbt, bostadsförsäljningen ökar och huspriserna stiger. Bostadsbyggandet väntas därmed ge positiva bidrag till tillväxten framöver. Stigande huspriser ökar också hushållens förmögenhet. Hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna har dessutom minskat sedan toppnivån 2007. Behovet av ytterligare skuldsanering har därmed minskat och den tillbakahållande effekten på konsumtionen avtar framöver. Även läget i banksektorn har fortsatt att förbättras. Andelen hushåll med betalningsproblem sjunker och kreditvillkoren har gradvis lättats de senaste åren. Sammantaget bedöms BNP-tillväxten bli omkring 3 procent per år 2014-2015.

I takt med att tillväxten ökar fortsätter sysselsättningen att stiga, och arbetslösheten sjunker de närmaste åren. De lediga resurserna i ekonomin bedöms vara relativt stora, men minskar när arbetslösheten sjunker i snabb takt till omkring 6 procent i slutet av prognosperioden. Detta bidrar till att inflationen gradvis stiger från 1,8 procent 2013 till 2,3 procent 2015 (se diagram 1:9 och tabell 4).

I linje med den amerikanska centralbankens senaste prognos antas penningpolitiken vara mycket expansiv under hela prognosperioden och det är först andra halvåret 2015 som styrräntan börjar höjas.

■ Ökande tillväxt i Storbritannien, Danmark och Norge

I Storbritannien väntas tillväxten bli svag i år för att därefter stiga gradvis. Penningpolitiken är expansiv och bidrar till återhämtningen. Åtgärder för att få igång kredit tillväxten ("Funding for Lending") väntas också få vissa positiva effekter på BNP-tillväxten. Framöver blir finanspolitiken mindre åtstramande. Detta väntas bidra till en högre tillväxt i inhemsk efterfrågan. Inflationen bedöms ligga över inflationsmålet på 2 procent under hela 2013 för att därefter stabiliseras nära 2 procent.

BNP i Danmark började växa mot slutet av 2012 och tillväxten bedöms öka till omkring 2 procent per år mot slutet av prognosperioden. Samtidigt väntas inflationen falla ned mot 2 procent. Norsk BNP bedöms växa med nästan 3 procent per år under prognos-

perioden. Stora inkomster från oljesektorn, låg arbetslöshet och en expansiv penningpolitik understödjer en fortsatt hög tillväxt i den inhemska efterfrågan i Norge. Inflationen är låg men väntas stiga mot drygt 2 procent.

■ Positiv utveckling i Asien

Den nya japanska regeringen har föreslagit ett finanspolitiskt stimulanspaket. Stimulanserna ska fördelas över 2013–2015 och innehåller bland annat satsningar på infrastruktur, regionalstöd och ökade försvarsutgifter. Den japanska centralbanken har höjt sitt inflationsmål till 2 procent och annonserat ett nytt program för obligationsköp. Mot den bakgrunden har valutan försvagats kraftigt under de senaste månaderna. Sammantaget bidrar detta till högre BNP-tillväxt och stigande inflation.

I Kina var BNP-tillväxten 7,8 procent under fjolåret. Utvecklingen av industriproduktion, detaljhandel och export indikerar att tillväxten har tilltagit den senaste tiden och BNP väntas växa med drygt 8 procent per år 2013–2015. Inflationen väntas öka till strax över 3 procent i takt med att resursutnyttjandet stiger.

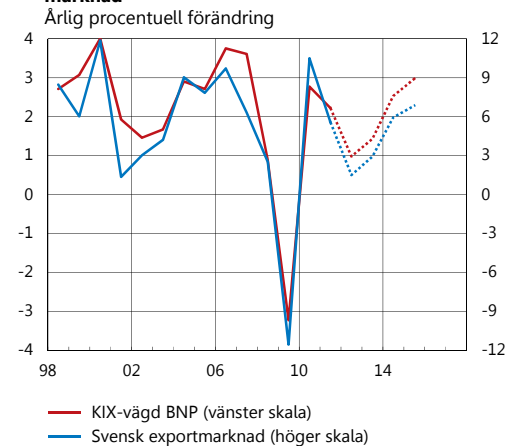
■ Utvecklingen i euroområdet präglar svensk omvärld

BNP för världsekonomin väntas växa med cirka 3,5 procent i år för att sedan växa med drygt 4 procent per år i slutet av prognosperioden. När BNP-tillväxten i omvärlden vägs samman med konkurrensvikter (KIX-vikter) stiger den från ungefär 1,5 procent i år till nästan 3 procent 2015 (se diagram 1:10). Sveriges exportmarknad, det vill säga importen hos de länder som Sverige i huvudsak exporterar till, växer med 1,5 procent i år för att därefter förstärkas under prognosperioden i takt med att utvecklingen i framför allt euroområdet förbättras. Mot slutet av prognosperioden växer exportmarknaden med närmare 7 procent (se tabell 4).

■ Små förändringar i kronkursen

Sedan den penningpolitiska uppföljningen i december har kronan stärkts något, främst mot dollarn och pundet. Den reala växelkursen, det vill säga den nominella växelkursen justerat för den relativa prisnivån i Sverige jämfört med omvärlden, bedöms ligga nära sin långsiktiga nivå och väntas ligga kvar på ungefär denna nivå under de närmaste åren (se diagram 1:11). Även den nominella växelkursen ligger kvar ungefär på nuvarande nivå under prognosperioden (se diagram 1:12).

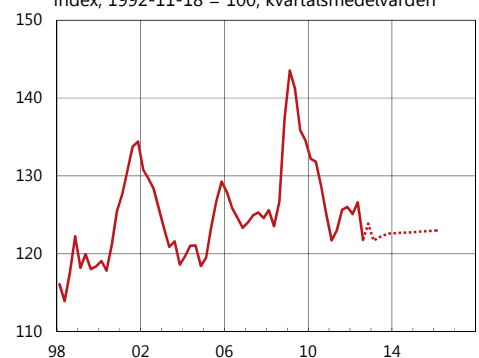
Diagram 1:10. BNP i omvärlden och svensk exportmarknad



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

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

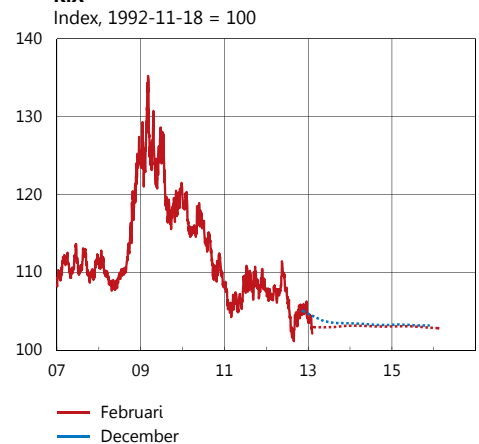
Diagram 1:11. Konkurrensvägd real växelkurs, KIX Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden



Anm. Real växelkurs är deflaterad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. KPIF är KPI med fast bostadsränta. KIX är en sammanvägning av växelkurser som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

Diagram 1:12. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX Index, 1992-11-18 = 100

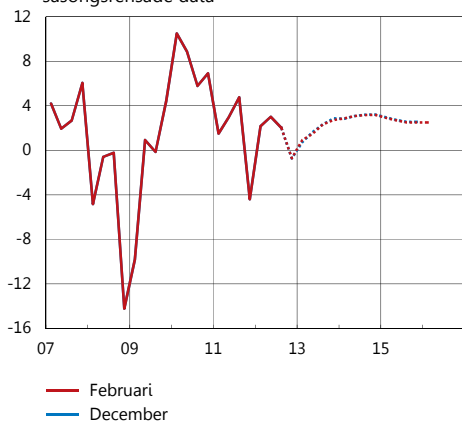


Anm. Utfallen är dagskurser och prognoserna avser kvartalsmedelvärden. KIX är en sammanvägning av växelkurser som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:13. BNP i Sverige

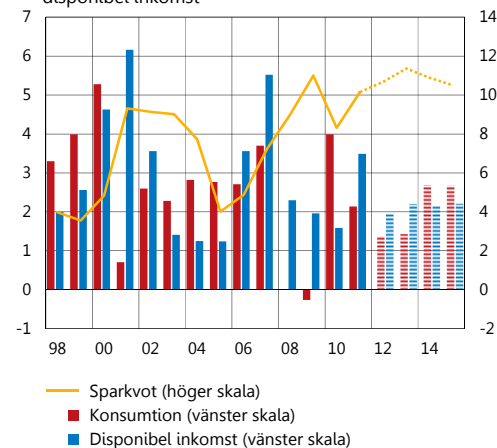
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

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

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst

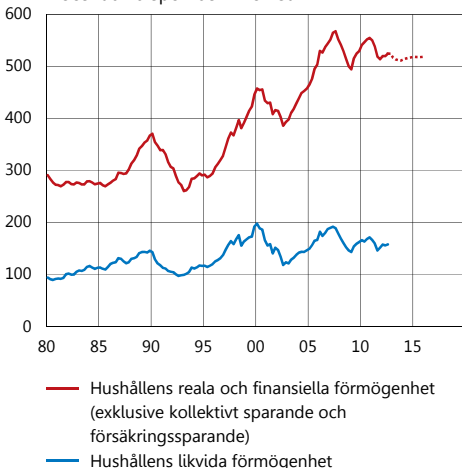


Anm. Sparkvoten är inklusive kollektivt försäringssparande.

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.

Källor: SCB och Riksbanken

Gradvis ljusare konjunkturutsikter i Sverige

■ Stigande förtroende leder till högre svensk tillväxt

Tillväxten både i den inhemska efterfrågan och i exporten bromsade in under slutet av 2012. Detta beror på att problemen i euroområdet nått Sverige via svag efterfrågan på svensk export och en ökad oro bland svenska företag och hushåll. Förtroendeindikatorer tyder på att utvecklingen blir svag även den närmaste tiden.

Prognosen förutsätter att skuldskrisen i Europa hanteras så att den osäkerhet som präglar företag, hushåll och marknadsaktörer successivt avtar. I kombination med stark tillväxt i länder som USA och Kina bidrar detta till gradvis stigande tillväxt i efterfrågan på svensk export. När förtroendet bland svenska hushåll återvänder minskar de sitt sparande och ökar sin konsumtion. Företagen ökar sina investeringar för att möta högre tillväxt i efterfrågan och bostadsbyggandet tar fart från en låg nivå.

Den svenska BNP-tillväxten väntas uppgå till 1,2 procent i år (se diagram 1:13). Under 2014 och 2015, när omvärldskonjunkturen tar fart och den inhemska efterfrågan stiger, växer BNP med 2,7 respektive 3,1 procent (se tabell 5). Prognosen för BNP-tillväxten är i princip oförändrad jämfört med i december.

■ Ökad konsumtion i takt med att oron avtar

Hushållens konfidensindikator, som speglar deras syn på den egna och den svenska ekonomin, steg i januari men är fortfarande lägre än normalt. Den låga nivån hänger samman med oron för utvecklingen i euroområdet och en svag utveckling på den svenska arbetsmarknaden. När hushållens förtroende är lågt brukar det innebära att de drar ner på sin konsumtion och ökar sitt sparande. I och med att utvecklingen på arbetsmarknaden blir svagare kommer även hushållens disponibla inkomster att växa långsammare. Detta medför att konsumtionen ökar långsammare än normalt den närmaste tiden.

När förtroendet återvänder och arbetsmarknaden förbättras ökar tillväxten i hushållens inkomster och sparandet minskar. Därmed stiger tillväxten i hushållens konsumtion från 1,5 procent i år till i genomsnitt knappt 3 procent per år 2014 och 2015 (se diagram 1:14). Sparandet som andel av disponibel inkomst stiger under innevarande år för att sedan falla något under kommande år.

Hushållens konsumtion och sparande påverkas också av förhållandet mellan deras förmögenheter och skulder (se fördjupningen "Hushållens balansräkning och den makroekonomiska bedömningen"). Hushållens förmögenhet väntas öka svagt 2014-2015, vilket hänger samman med att konjunkturen förbättras och priset på bostäder och finansiella tillgångar stiger (se diagram 1:15). Detta bedöms bidra till att hushållen sparar mindre och konsumerar mer av sina disponibla inkomster under prognosperioden. Tillväxten i utlåningen till hushållen, som till stor del består av bostadslån, har dämpats under de senaste åren. De kommande åren väntas skulderna öka

i ungefär samma takt som hushållens inkomster. Detta innebär att hushållens skuldsättningsgrad, mätt som skuldernas andel av de disponibla inkomsterna, ligger kvar på dagens höga nivå under hela prognosperioden (se diagram 1:16).

■ Återhämtningen i Europa är viktig för svensk export

Den svaga utvecklingen i stora delar av Europa bidrar till att dämpa efterfrågan på svensk export (se diagram 1:17). Drygt 70 procent av svensk varuexport går till Europa och bortsett från i Norge, som står för ungefär 10 procent, är tillväxtutsikterna i Europa svaga den närmaste tiden. I motsats till under tidigare perioder med svag tillväxt på exportmarknaden gynnas exportföretagen inte av en svagare växelkurs. Tillväxten i Europa väntas dock successivt stiga under 2013-2014, vilket bidrar till att efterfrågan på svensk export växer snabbare.

Sammantaget väntas exporten växa med drygt 1 procent i år, drygt 5 procent nästa år och 7 procent 2015. Jämfört med prognosen i december har exporten reviderats ner för 2015. Detta hänger samman med en ny bedömning av världshandelns långsiktiga utveckling i förhållande till global BNP-tillväxt. Därmed bedöms även svensk exportmarknadstillväxt, det vill säga tillväxten i importen hos de länder som Sverige exporterar till, bli lägre.

Den svenska importen har utvecklats svagt den senaste tiden. Svag efterfrågan, inte minst inom industrin, och avtagande lageruppbyggnad bedöms dämpa importen även den närmaste tiden. Tillväxten i importen stiger under prognosperioden i takt med att exporten och den inhemska efterfrågan också gör det. Jämfört med prognosen i december har importen reviderats ner för 2015. Detta sammanhänger bland annat med nedrevideringen av exporten som har ett stort importinnehåll.

■ Investeringarna tar fart 2014

Investeringarna påverkas av den svaga tillväxten i exporten och konsumtionen. Företagen drar ner på produktionen och därmed minskar behovet av kapacitetshöjande investeringar. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin har minskat enligt konjunkturbarometern, och var betydligt lägre än normalt under andra halvåret i fjol. Därutöver bidrar osäkerheten om konjunkturen till att planerade investeringar skjuts på framtiden och bostadsbyggandet minskar. Sammantaget bedöms investeringarna vara i stort sett oförändrade 2013, vilket är i linje med investeringsenkäten från oktober 2012.

I takt med att omvärldskonjunkturen förbättras och företagets förtroende återvänder, ökar behovet av att investera samtidigt som uppskjutna investeringar realiserar. Dessutom bedöms bostadsbyggandet idag vara betydligt lägre än det långsiktiga behovet och därmed väntas även bostadsbyggandet åter ta fart när konjunkturutsikterna förbättras. Därmed bedöms investeringarna öka med i genomsnitt cirka 5 procent per år 2014 och 2015 (se diagram 1:18).

Diagram 1:16. Hushållens skulder
Procent av disponibel inkomst

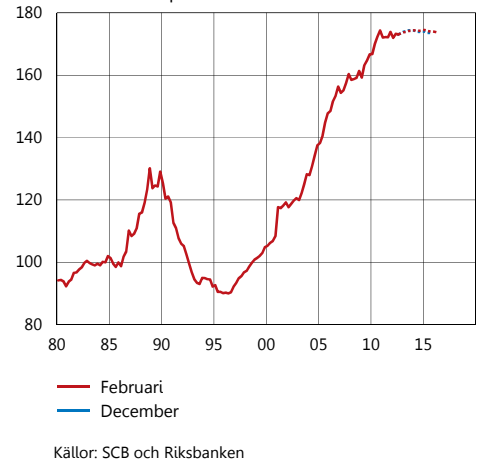


Diagram 1:17. Export och svensk exportmarknad
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

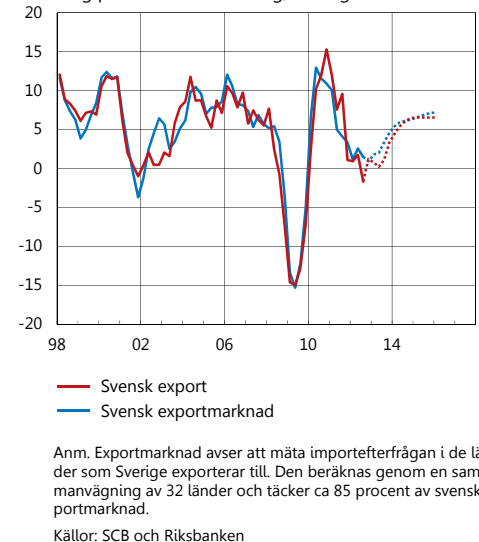
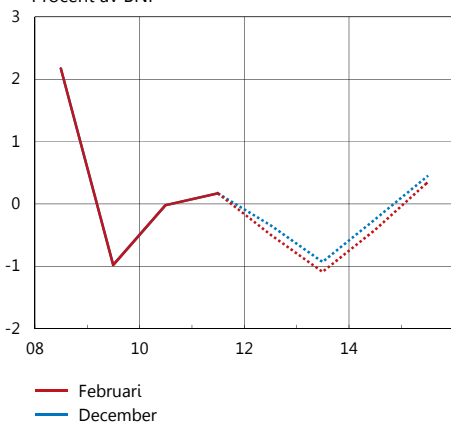


Diagram 1:18. Fasta bruttoinvesteringar och kapacitetsutnyttjandet i tillverkningsindustrin
Årlig procentuell förändring respektive procent, säsongrensade data

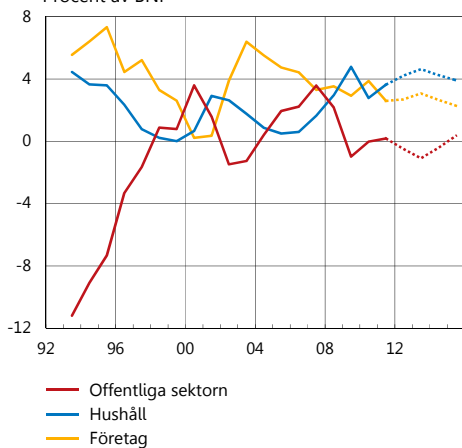


Diagram 1:19. Offentligt finansiellt sparande
Procent av BNP



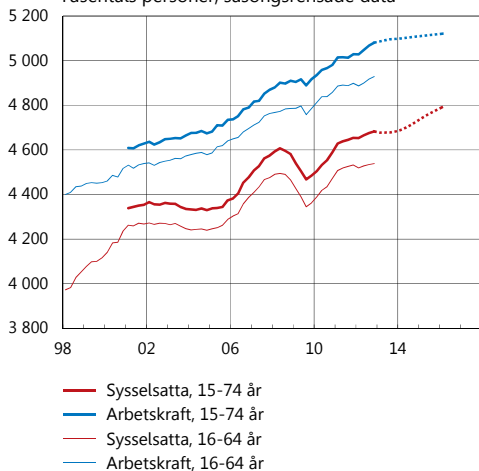
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:20. Finansiellt sparande i olika sektorer
Procent av BNP



Källor: SCB och Riksbanken

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



Källor: SCB och Riksbanken

■ Tillfälligt lägre offentligt sparande

Riksbankens prognoser för finanspolitiken utgår ifrån redan aviserade åtgärder. Därutöver görs en bedömning baserat på den historiska utvecklingen av finanspolitiken i förhållande till konjunkturläget och överskottsmålet. Med Riksbankens konjunkturbedömning innebär detta reformer motsvarande 16 miljarder kronor sammanlagt för åren 2014 och 2015. Som en följd av den svaga konjunkturen försämrades det offentliga finansiella sparandet 2012 och det försvagas ytterligare 2013. I takt med att konjunkturläget förbättras stiger sedan skatteinkomsterna samtidigt som transfereringsutgifterna minskar, vilket leder till ett högre finansiellt sparande. Sammantaget bedöms det finansiella sparandet ha uppgått till -0,5 procent av BNP förra året och ligga på -1,1 procent av BNP i år, för att sedan gradvis öka till 0,3 procent av BNP 2015 (se diagram 1:19).

■ Fortsatt högt sparande i ekonomin som helhet

Överskottet i bytesbalansen har legat på en förhållandevis hög nivå sedan mitten av 1990-talet. Detta betyder att sparandet i ekonomin som helhet, det vill säga det totala finansiella sparandet hos företag, hushåll och offentlig sektor, har varit relativt högt (se diagram 1:20). De närmaste åren bedöms det totala sparandet och bytesbalansen vara kvar på en hög nivå (se tabell 5). Detta hänger främst samman med att det privata sparandet väntas bli fortsatt högt.

■ Återhämtningen på arbetsmarknaden dröjer

Arbetsmarknaden utvecklades förhållandevis stabilt under 2012. Antalet sysselsatta ökade något, men arbetskraften ökade mer och arbetslösheten steg därmed något. Arbetsmarknaden följer normalt utvecklingen av BNP med en viss eftersläpning. Inbromsningen i tillväxten, tillsammans med uppgången i antalet varsel, under slutet av föregående år talar för en försämring på arbetsmarknaden den närmaste tiden. I Riksbankens företagsintervjuer säger framför allt företagen inom industrin att personalstyrkan i allmänhet är för stor, vilket tyder på att de till att börja med kan hantera stigande efterfrågan med den personal de redan har. Därmed bedöms sysselsättningen vara oförändrad hela året och ta fart igen först i mitten av 2014 (se diagram 1:21). Samtidigt väntas arbetskraften växa svagt under prognosperioden. Detta innebär att arbetslösheten stiger till 8,2 procent under andra halvåret 2013 och därefter gradvis faller till 6,4 procent i takt med att tillväxten ökar (se diagram 1:22).

■ Resursutnyttjandet är lägre än normalt

Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet för närvarande är lägre än normalt. Denna bild stöds av Riksbankens indikator på resursutnyttjandet, som sammanfattar information från enkäter och från arbetsmarknaden (se diagram 1:23). Sysselsättningsgraden, det vill säga antalet sysselsatta som andel av befolkningen, sjunker under 2013 för att sedan börja öka under 2014. Andra mått på resursutnyttjandet, såsom BNP, arbetslöshet och arbetade timmar i förhållande till sina respektive bedömda långsiktigt hållbara nivåer, tyder också på att det finns lediga resurser i ekonomin. I takt med att efterfrågan återvänder, tillväxten i produktionen stiger och sysselsättningen tar fart stiger även resursutnyttjandet och normaliseras under senare delen av prognosperioden (se diagram 1:24).

■ Förhållandevis stabilt inhemskt kostnadstryck

Under 2013 väntas drygt 500 löneavtal för ungefär 2,5 miljoner arbetstagar slutas. De nuvarande löneavtalen inom industrin löper ut i mars och både arbetstagar- och arbetsgivarorganisationerna har framfört sina krav för de nya löneavtalen. Industriavtalet antas, precis som tidigare, bli normerande för övriga avtalsområden. I prognosen bedöms lönerna i hela ekonomin enligt konjunkturlönestatistiken öka med 2,8 procent 2013, vilket är något mindre än föregående år. Bedömningen för 2013 bygger bland annat på historiska samband mellan avtalskrav och slutgiltiga löneutfall. Vidare väntas det svagare arbetsmarknadsläget bidra till att dämpa löneökningarna i år jämfört med föregående år. Under 2014 och 2015 bedöms konjunkturen gradvis förbättras, vilket medför att löneökningstakten stiger.

Produktivitetstillväxten bedöms stiga från 0,8 procent 2012 till 1,3 procent i år och cirka 2 procent per år 2014–2015 (se tabell 7). Därmed dämpas tillväxttakten i arbetskostnaderna per producerad enhet från 2,2 procent 2012 till 1,5 procent 2014 för att sedan åter stiga till 1,8 procent 2015 (se diagram 1:25).

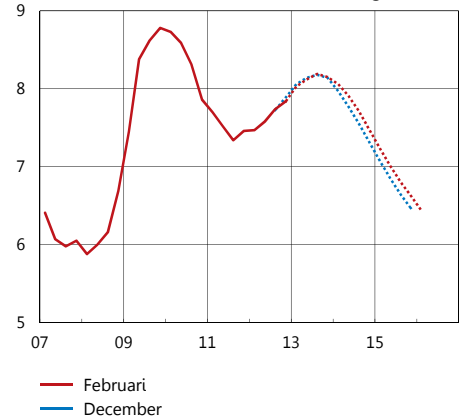
■ Låg men gradvis stigande inflation

Inflationen är för närvarande låg (se diagram 1:26). Detta beror på tidigare förstärkning av kronan, låg ökningstakt i priset på importerade varor och ett lågt resursutnyttjande i svensk ekonomi. Dessa faktorer fortsätter att hålla tillbaka inflationen den närmaste tiden, men i allt mindre utsträckning från och med det andra halvåret i år vilket bidrar till att inflationen successivt stiger. Växelkursen bedöms inte stärkas ytterligare utan vara i princip oförändrad under prognosperioden. I takt med att den svenska konjunkturen förstärks stiger även resursutnyttjandet och löneökningarna.

Sammantaget bedöms KPIF-inflationen ligga runt 1 procent det kommande året för att sedan stiga och vara nära 2 procent från mitten av 2014 och framåt. KPI-inflationen kommer att vara svagt negativ de närmaste månaderna, vilket hänger samman med det senaste årets räntesänkningar och fallande boräntor. KPI-inflationen

Diagram 1:22. Arbetslöshet

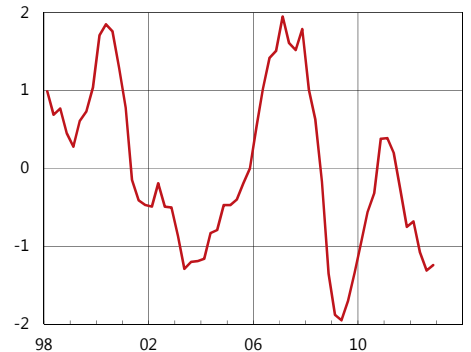
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:23. RU-indikatorn

Standardavvikelse

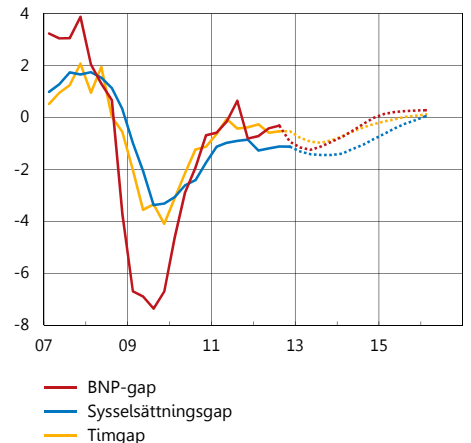


Anm. RU-indikatorn är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:24. BNP-gap, sysselsättningsgap och timgap

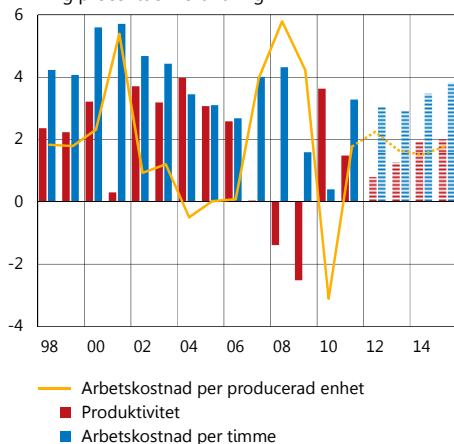
Procent



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

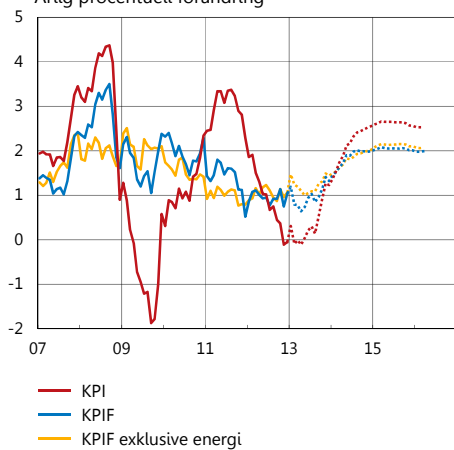
Källor: SCB och Riksbanken

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



Källor: SCB och Riksbanken

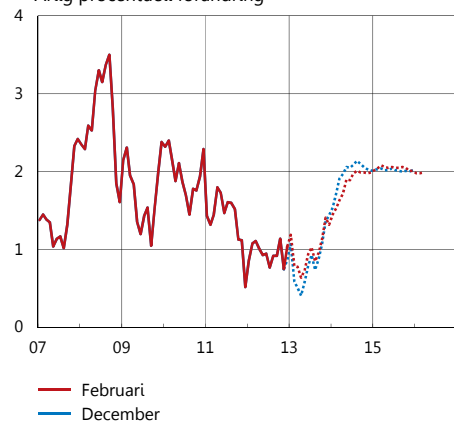
Diagram 1:26. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



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

stiger sedan mer än KPIF-inflationen från 2014 och framåt eftersom hushållens räntekostnader ökar snabbare när Riksbanken börjar höja reporäntan. Ökningstakten i KPI väntas uppgå till drygt 2,5 procent i slutet av prognosperioden.

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

Jämfört med prognosen i december är KPIF-inflationen något uppreviderad på kort sikt till följd av att utfallet blivit högre än förväntat. Under 2014 är KPIF-inflationen något nedreviderad till följd av att energipriserna bedöms öka något långsammare (se diagram 1:27).

Penningpolitiska överväganden

■ Fortsatt låg ränta stimulerar ekonomin

Den ekonomiska utvecklingen både i Sverige och i omvärlden har varit i linje med bedömningen i december och prognoserna är i stort sett oförändrade. Den svenska ekonomin påverkas i stor utsträckning av utvecklingen i omvärlden, inte minst i euroområdet där problemen i skuldcrisländerna alltjämt är en källa till osäkerhet och svag efterfrågan. Detta bidrar till att den svenska tillväxten blir svagare än normalt även under det första halvåret i år. Men det finns också en del ljusglimtar. Den akuta krisen på de finansiella marknaderna har klingat av och flera indikatorer tyder på att förtroendet har stigit bland hushåll och företag, både i Sverige och i omvärlden. Detta stödjer bedömningen att tillväxten kommer att öka successivt.

Arbetsmarknaden påverkas av den svaga tillväxten med en viss eftersläpning och arbetslösheten väntas därför stiga något det närmaste året. För att understödja återhämtningen i Sverige behöver reporäntan fortsatt vara på en låg nivå. Detta minskar också risken för att konjunkturförsvagningen får mer långvariga effekter på arbetslösheten. Inflationen är för närvarande låg och kommer att vara fortsatt låg den närmaste tiden. Under prognosperioden stiger inflationen gradvis när konjunkturen förstärks och resursutnyttjandet stiger.

Sedan december 2011 har Riksbanken halverat reporäntans nivå från 2 till 1 procent. Penningpolitiken påverkar ekonomin med en viss fördröjning, vilket betyder att effekten av dessa sänkningar ännu inte fått fullt genomslag på konjunkturen och inflationen. Att i nuläget sänka reporäntan ytterligare skulle troligtvis få små effekter på den låga inflationen och konjunkturen på kort sikt men, eftersom penningpolitiken redan är expansiv, riskera att KPIF-inflationen hamnar över 2 procent mot slutet av prognosperioden (se scenariot "Lägre ränta" i kapitel 2). När det gäller effekterna på arbetsmarknaden förklaras den relativt höga arbetslösheten delvis av strukturella faktorer. Detta innebär att det även med en ännu mer expansiv penningpolitik är svårt att uppnå en väsentligt lägre arbetslöshet under de närmaste åren. En sådan penningpolitik skulle också riskera att bidra till en

ännu högre skuldsättning och göra hushållen mer känsliga för störningar. Det senare innebär i sin tur större risker för stora framtida svängningar i resursutnyttjande och inflation (se fördjupningen "Hushållens balansräkning och den makroekonomiska bedömningen").

Riksbankens direktion har beslutat att lämna reporäntan oförändrad på 1 procent. Reporäntan behöver ligga kvar på denna låga nivå i ungefär ett år. Skulle reporäntan ändras det närmaste halvåret bedöms det som mer sannolikt att den sänks än att den höjs, i första hand mot bakgrund av att problemen i euroområdet fortfarande är en källa till osäkerhet. Fram till inledningen av 2016 väntas reporäntan ha höjts till 2,7 procent (se diagram 1:28). Jämfört med bedömningen i december är reporäntebanan marginellt nedjusterad.

Att penningpolitiken är expansiv illustreras av att den reala reporäntan är negativ under i stort sett hela prognosperioden (se diagram 1:29). Detta bedöms bidra till att stödja konjunkturen och till att KPIF-inflationen är nära 2 procent från mitten av 2014 och framåt.

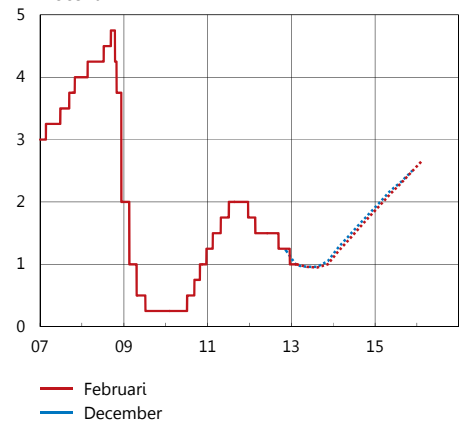
Hushållens skulder som andel av deras inkomster är alltså kvar på en hög nivå, drygt 170 procent. Under prognosperioden väntas skuldkvoten vara ungefär oförändrad och de risker som är förknippade med hushållens höga skuldsättning är därmed oförändrade.

■ Den ekonomiska utvecklingen är osäker

Oron bland marknadsaktörer har minskat sedan mitten av förra året. Men samtidigt är statsobligationsräntorna för skuldskrisländer som Italien och Spanien fortsatt höga och känsligheten för störningar avspeglades i att de steg i början februari. Problemen i euroområdet förblir därmed en källa till osäkerhet i prognosen. Huvudscenariot bygger liksom tidigare på att krisen i euroområdet hanteras så att osäkerheten gradvis avtar under året. Om den finansiella oron skulle tillta ändras givetvis utgångspunkten för prognoserna. Men utvecklingen i omvärlden, framförallt USA och de snabbväxande ekonomierna i Asien, kan också bli bättre än vad som nu antas i huvudscenariot. Konsekvenserna av både en sämre och bättre utveckling i omvärlden illustreras i scenariot "Osäker återhämtning i omvärlden" i kapitel 2.

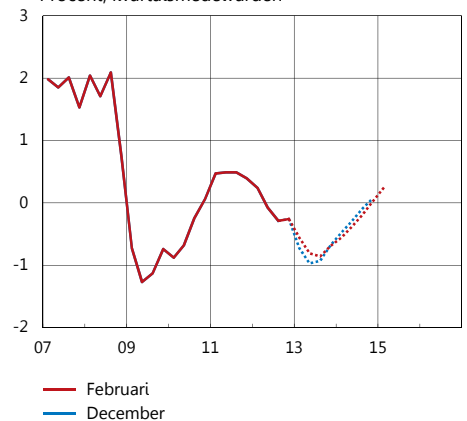
I kapitel 2 diskuteras också ett scenario kallat "Svagare arbetsmarknad", som åskådliggör hur arbetsmarknadens funktions sätt kan påverka prognoserna för arbetslösheten, inflationen och därmed inriktningen för penningpolitiken.

Diagram 1:28. Reporänta
Procent



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

Diagram 1:29. Real reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



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

■ KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker

Variationer i utvecklingen på arbetsmarknaden kan bero såväl på förändringar i konjunkturen som på mer strukturella förändringar som inte styrs av konjunkturen. Det är svårt att bestämma orsakerna till variationerna på arbetsmarknaden och vilken långsiktigt hållbar nivå som arbetslösheten kan tänkas uppnå. För att illustrera hur penningpolitiken kan reagera om arbetsmarknadsutvecklingen är svag beskriver vi i detta kapitel ett scenario där arbetslösheten stiger av antingen konjunkturella eller strukturella orsaker. Om ökningen i arbetslösheten beror på konjunkturen kan reporäntan behöva sänkas mer än då uppgången i huvudsak är strukturellt betingad.

Osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen i omvärlden är fortsatt stor. Det finns tecken på att förtroendet nu stärks runt om i världen och den globala tillväxten är på väg upp. Samtidigt återstår stora utmaningar i både euroområdet och USA. Om tillväxten och förtroendet i omvärlden utvecklas starkare eller svagare än i Riksbankens prognos kan reporäntebanan behöva höjas respektive sänkas mer än i huvudscenariot.

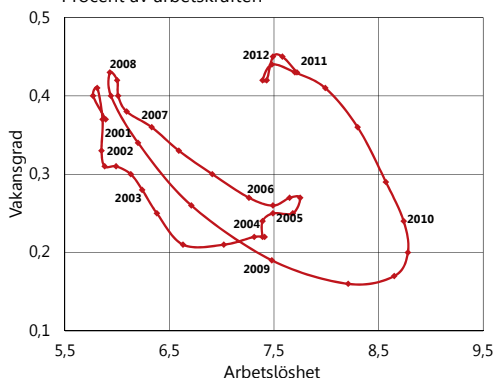
En rad omständigheter kan leda till en annan ekonomisk utveckling än den som redovisas i huvudscenariot. Detta speglas på ett övergripande sätt i osäkerhetsintervallen runt prognoserna i diagram 1:2–1:5. I detta kapitel redovisas två alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen som skiljer sig från huvudscenariot. Syftet med scenarierna är att belysa den osäkerhet som råder om den framtida utvecklingen och de risker som bedöms vara särskilt viktiga för tillfället.³

Scenariot "Svagare arbetsmarknad" fokuserar på hur arbetsmarknaden fungerar och hur det kan påverka utvecklingen av arbetslöshet, inflation och reporänta de närmaste åren. Kortsiktiga upp- och nedgångar i arbetslösheten är ofta en följd av variationer i konjunkturen. Men kring vilken nivå på arbetslösheten dessa variationer sker beror på hur väl arbetsmarknaden fungerar. Hur stor del av förändringen i arbetslösheten som förklaras av förändringar i arbetsmarknadens funktionssätt kan också variera över tiden. I fördjupningen "Den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad" i Penningpolitisk rapport, juli 2012 diskuteras faktorer som påverkar hur arbetsmarknaden fungerar och i fördjupningen "Har arbetsmarknadens funktionssätt förändrats?" i Penningpolitisk rapport, oktober 2012 diskuterades bland annat att matchningseffektiviteten verkar ha försämrats under de senaste åren.

I syfte att tydliggöra hur penningpolitiken kan reagera på en oväntad ökning i arbetslösheten redovisas scenariot i två versioner. I den första versionen påverkas arbetslösheten av en konjunkturell variation i efterfrågan och i den andra versionen ökar arbetslösheten främst till följd av en försämring i arbetsmarknadens funktionssätt, som hänger samman med en sämre matchningseffektivitet, högre rekryteringskostnader och därmed en högre långsiktigt hållbar arbetslöshet. I båda fallen sänks reporäntebanan när arbetslösheten stiger. Hur mycket den sänks beror dock på om den högre arbetslösheten främst har konjunkturella eller strukturella orsaker.

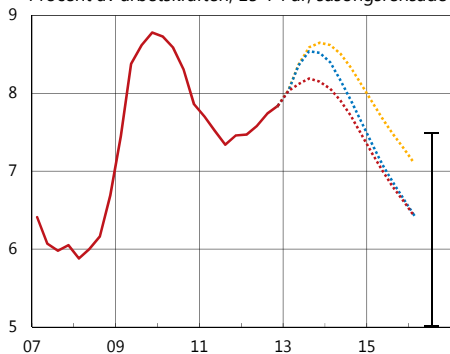
³ Scenarierna i detta kapitel är baserade på Riksbankens makroekonomiska modell Ramses. För en beskrivning av modellen, se L. Christiano, M. Trabandt och K. Walentin, "Introducing financial frictions and unemployment into a small open economy model", *Working Paper* nr 214, Sveriges riksbank, 2007.

Diagram 2.1. Beveridgekurva
Procent av arbetskraften



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

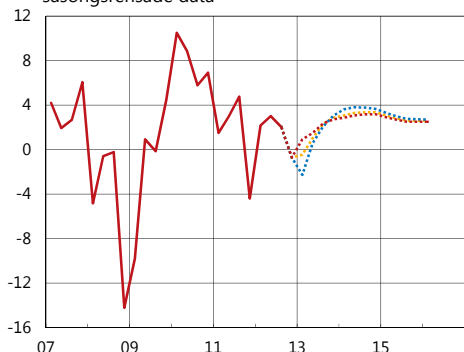
Diagram 2.2. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data



— Huvudscenariot
— Svagare arbetsmarknad, konjunkturellt
— Svagare arbetsmarknad, strukturellt

Anm. Vertikal linje anger intervallet för Riksbankens bedömning av långsiktigt hållbar arbetslöshet.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2.3. BNP
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



— Huvudscenariot
— Svagare arbetsmarknad, konjunkturellt
— Svagare arbetsmarknad, strukturellt

Källor: SCB och Riksbanken

En ständigt närvarande källa till osäkerhet är euroområdet och omvärldens fortsatta utveckling. De mest akuta och närstående statsfinansiella problemen har visserligen hanterats under relativt ordnade former. Men samtidigt kommer det att ta lång tid innan långsiktigt hållbara lösningar implementeras. Osäkerheten är alltså fortsatt stor och det kan gå både bättre och sämre än vad som antas i huvudscenariot. Detta illustreras i scenariot "Osäker återhämtning i omvärlden". Om utvecklingen blir sämre kan förtroendet och tillväxten i omvärlden bli lägre än i huvudscenariot. Då skulle reporäntan behöva sänkas så att de negativa effekterna på inflationen och resursutnyttjandet begränsas.

Problemen i omvärlden kan också bli mindre omfattande och förtroendet återkomma snabbare än väntat. Till exempel finns det nu ett flertal tecken på att tillväxten i den amerikanska ekonomin och i Kina kommer att tillta gradvis under kommande år. I ett mer gynnsamt scenario kan förtroendet återvända snabbt och återhämtningen bli snabbare. Resursutnyttjandet och inflationen blir då högre än i huvudscenariot och behovet av en mer expansiv penningpolitik är inte lika stort. Banan för reporäntan blir då högre än i huvudscenariot.

Avslutningsvis diskuteras två alternativa penningpolitiska handlingsalternativ. I det första höjs reporäntan mer än i huvudscenariot, medan det omvända gäller i det andra alternativet.

Alternativscenario: Svagare arbetsmarknad

Sysselsättningen har utvecklats relativt stabilt under 2012 samtidigt som arbetslösheten stigit eftersom antalet personer i arbetskraften har ökat. Olika indikatorer på arbetsmarknadsläget tyder på en försämring på arbetsmarknaden under 2013. Enligt barometerundersökningar är företagen pessimistiska om framtiden och det framkommer att de planerar att minska antalet anställda. Antalet varsel om uppsägningar ökade relativt snabbt under hösten 2012 och även om det är osäkert hur många av dessa varsel som verkligen leder till arbetslöshet, är ökningen en tydlig indikation på att arbetsmarknaden kommer att försvagas. Hur stor försvagningen blir beror på hur arbetsmarknaden fungerar och på vilka orsaker som ligger bakom variationerna i arbetslösheten.

■ Nivån på den långsiktigt hållbara arbetslösheten är svårbedömd

Det är mycket svårt att avgöra vilken nivå på arbetslösheten som är långsiktigt hållbar. Den förefaller variera över tid och påverkas av både ekonomisk-politiska reformer och av förändringar i sammansättningen av den arbetsföra befolkningen. Riksbankens bedömning är att reformerna under det senaste decenniet på sikt leder till lägre arbetslöshet. Samtidigt har reformerna och den demografiska utvecklingen också inneburit att grupper med ett genomsnittligt lägre arbetskraftsdeltagande och lägre sysselsättningsgrad ökat som andel

av den arbetsföra befolkningen. Detta innebär att det kan ta tid att nå en lägre arbetslöshet. Riksbankens bedömning är att nivån för den långsiktigt hållbara arbetslösheten är mellan 5 och 7,5 procent.⁴ Detta intervall illustrerar osäkerheten kring denna typ av bedömningar och vikten av att kontinuerligt studera arbetsmarknadens funktionssätt.

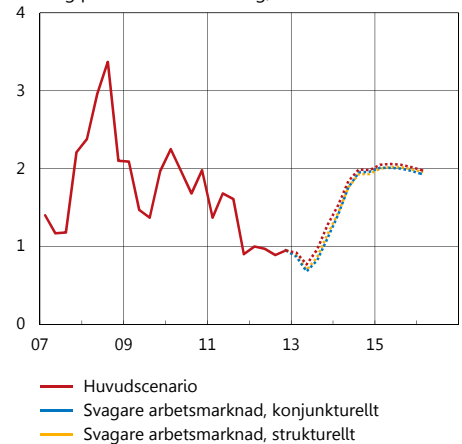
I bedömningen av vilken utveckling på arbetsmarknaden som är långsiktigt hållbar spelar matchningseffektiviteten en central roll. För att belysa matchningseffektivitet kan man använda flera olika indikatorer. I diagram 2:1 visas sambandet mellan arbetslösa och vakanser från 2001 till 2012. Detta negativa samband brukar benämnas Beveridgekurvan. Genom att studera sambandet kan man få en indikation på huruvida förändringar på arbetsmarknaden är konjunkturella eller strukturella. En rörelse längs med Beveridge-kurvan tolkas ofta som en konjunkturell förändring. Ett skift utåt av kurvan indikerar att matchningen fungerar sämre och vice versa. En dåligt fungerande matchning innebär att det tar lång tid att para ihop vakanser och arbetslösa och därmed att arbetslösheten är högre, vid ett givet antal lediga jobb. Sedan 2009 förefaller den svenska Beveridge-kurvan ha skiftat utåt, vilket kan tolkas som ett tecken på försämrad matchning.⁵

■ Svagare efterfrågan innebär högre arbetslöshet på kort sikt

Huvudscenariot bygger på antagandet att arbetslösheten stiger till cirka 8,2 procent 2013 och i slutet av prognosperioden uppgår till cirka 6,4 procent. I scenariot med konjunkturellt orsakad högre arbetslöshet (nedan kallat efterfrågescenariot) blir arbetslösheten under 2013 cirka 8,5 procent (se diagram 2:2). Hushållens förväntningar om den framtida utvecklingen försämras i scenariot, vilket leder till en lägre inhemsk efterfrågan. Osäkerheten tilltar och sämre tillväxtutsikter gör att hushållen blir mer pessimistiska. Konsumtionen och investeringarna växer därför långsammare än i huvudscenariot och sparkvoten blir högre. För att möta den lägre efterfrågan minskar företagen sin produktion och tillväxten blir lägre (se diagram 2:3).

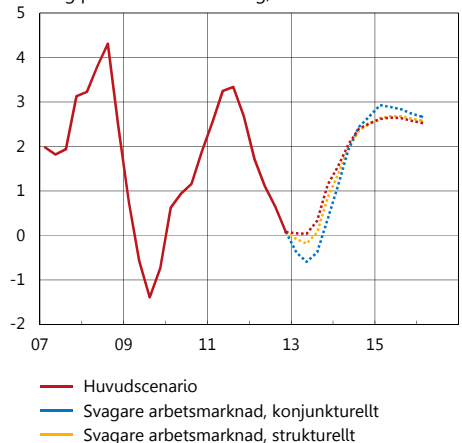
När företagen ska minska sin produktion måste de minska på insatsen av arbete och kapital. Övertidsarbete blir mindre vanligt och en del företag drar ner på sin personalstyrka. Resursutnyttjandet på arbetsmarknaden faller snabbare än i huvudscenariot och är lägre än normalt under större delen av prognosperioden. Arbetslösheten stiger således snabbare än i huvudscenariot och vi får en konjunkturell rörelse utefter en given Beveridgekurva på det sätt som beskrivs ovan. När efterfrågan på arbetskraft minskar och arbetslösheten ökar blir löneutvecklingen svagare och inköpspriserna ökar långsammare, vilket i förlängningen leder till att inflationstakten blir lägre. Reporäntan sänks för att stabilisera KPIF-inflationen runt 2 procent och ge

Diagram 2.4. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



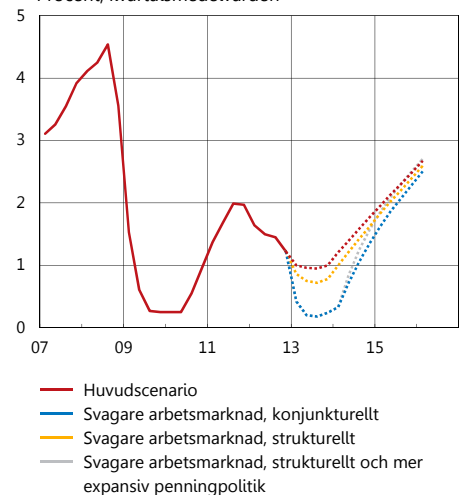
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2.5. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2.6. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



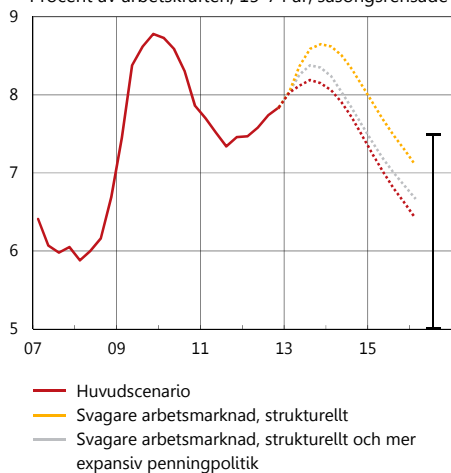
Källa: Riksbanken

⁴ Denna bedömning beskrivs närmare i fördjupningen "Den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad" i *Penningpolitisk rapport*, juli 2012.

⁵ Riksbankens bedömning att matchningseffektiviteten mellan arbetssökande och lediga jobb har försämrats de senaste åren diskuteras i fördjupningen "Har arbetsmarknadens funktionssätt förändrats?" i *Penningpolitisk rapport*, oktober 2012.

Diagram 2:7. Arbetslöshet

Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data

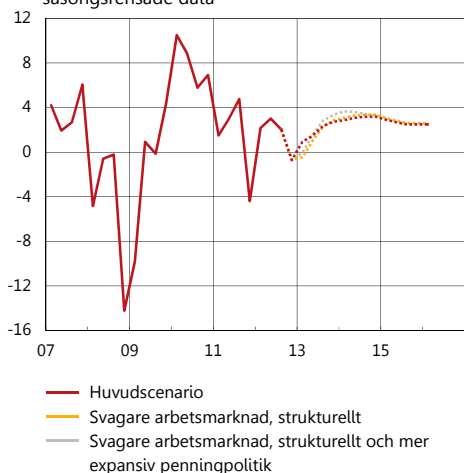


Anm. Vertikal linje anger intervallet för Riksbankens bedömning av långsiktigt hållbar arbetslöshet.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:8. BNP

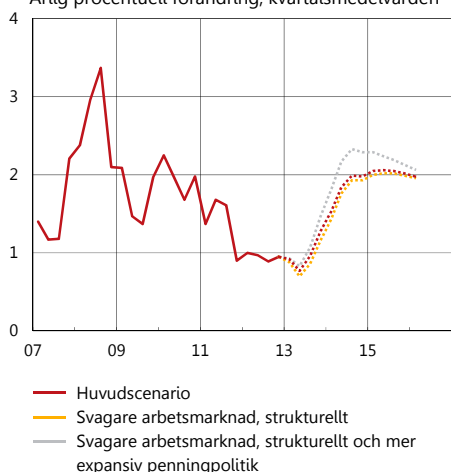
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:9. KPIF

Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

stöd åt svensk ekonomi (se diagram 2:4). KPI-inflationen påverkas direkt av variationen i reporäntan vilket betyder att denna varierar mer än KPIF-inflationen i scenariot (se diagram 2:5).

■ En sämre fungerande arbetsmarknad innebär högre arbetslöshet både på kort och lång sikt

Vid sidan om variationer i efterfrågan är förändringar i arbetsmarknadens funktionssätt en viktig faktor som påverkar arbetslösheten. För att det ska bli lättare att göra jämförelser antas att arbetslösheten stiger just så mycket att den under inledningen av 2013 blir densamma som i scenariot med lägre efterfrågan (se diagram 2:2).

Till skillnad från efterfrågescenariot beror den högre arbetslösheten i detta scenario även på strukturella faktorer som innebär en sämre matchningseffektivitet och högre rekryteringskostnader. Den långsiktigt hållbara arbetslösheten hamnar då i den övre delen av intervallet mellan 5 och 7,5 procent. Företagen har i detta scenario svårare att hitta personal med rätt kompetens. Det tar därför längre tid att anställa en given mängd personer vilket i sin tur innebär att anställningskostnaderna stiger. Arbetslösheten är nu högre för en given nivå på vakanserna vilket innebär ett skift i relationen mellan vakanser och arbetslöshet, det vill säga att Beveridgekurvan skiftar utåt. Till skillnad från i efterfrågescenariot, där löneutvecklingen blir svagare, måste företagen höja lönerna en aning för att kunna rekrytera rätt personal. Man kan med andra ord säga att det råder hårdare konkurrens om den personal som företagen efterfrågar. Men trots stigande löner blir hushållens inkomster och totala konsumtion lägre i ekonomin som helhet. Effekterna på prisökningstakten blir sammanlagt mindre än i scenariot där arbetslösheten stiger av endast konjunkturella skäl (se diagram 2:4 och diagram 2:5). Reporäntan behöver därför inte sänkas lika mycket som i efterfrågescenariot för att stabilisera KPIF-inflationen runt 2 procent.

■ Penningpolitiken reagerar olika

I de två scenarierna för arbetsmarknaden som redovisats här påverkas inflationen och resursutnyttjandet på lite olika sätt. I scenariot med lägre efterfrågan leder sjunkande reala kostnader till lägre inflation och högre arbetslöshet. Penningpolitiken bromsar dock inflationsnedgången och arbetslöshetsökningen (se diagram 2:2 och diagram 2:4) genom att reporäntan sänks relativt mycket (se diagram 2:6). Penningpolitiken är i scenariot utformad så att KPIF-inflationen stabiliseras runt inflationsmålet samt att arbetslösheten i slutet av prognosperioden åter är tillbaka nära en långsiktigt hållbar nivå. KPIF-inflationen kan stabiliseras nära inflationsmålet eftersom växelkursen försvagas, vilket betyder högre importpriser. Det tar däremot längre tid för penningpolitiken att påverka de inhemska priserna och resursutnyttjandet. I scenariot med högre strukturellt betingad arbetslöshet stiger visserligen nivån på arbetslösheten, men resursutnyttjandet faller inte lika mycket eftersom även den långsiktigt håll-

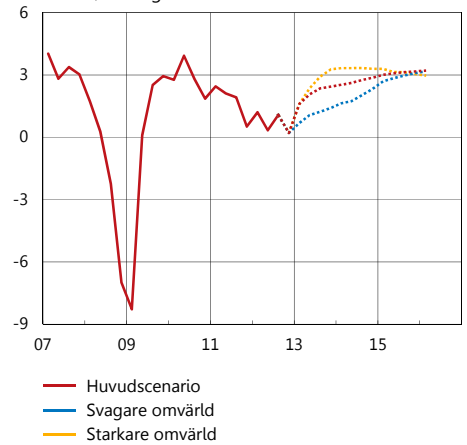
bara nivån för arbetslösheten stiger. Räntan behöver därför inte sänkas i lika stor utsträckning som i efterfrågescenariot för att inflationen ska hamna nära målet på 2 procent (se diagram 2:6).

Som beskrevs tidigare i detta kapitel är det mycket svårt att entydigt bestämma orsakerna till variationer på arbetsmarknaden, och särskilt då vilken långsiktigt hållbar nivå som arbetslösheten kan tänkas uppnå. Ett antal skattade matchningsfunktioner, som visar sambandet mellan jobbchanser och stramheten på svensk arbetsmarknad, pekar på att det kan ha skett en försämring i effektiviteten de senaste åren. Eftersom de kraftiga konjunktursvängningarna troligen har påverkat matchningseffektiviteten är det för tidigt att dra långtgående slutsatser om hur varaktig förändringen är. Arbetsmarknaden kan alltså fungera sämre av både konjunkturella och strukturella skäl. För att åskådliggöra betydelsen av bedömningen av vilken utveckling på arbetsmarknaden som är långsiktigt hållbar och synen på vilken roll penningpolitiken kan spela i sammanhanget visar vi i ett sista alternativ effekterna av att sänka reporäntan i lika stor omfattning i de två scenarierna (se diagram 2:6). Om uppgången i arbetslösheten är strukturellt betingad men reporäntan sänks lika mycket som i efterfrågescenariot blir inflationen högre än inflationsmålet (se diagram 2:9). I detta scenario antas den långsiktigt hållbara arbetslösheten ligga i den övre delen av intervallet på 5-7,5 procent och arbetslösheten blir mot slutet av prognosperioden lägre än denna nivå (se grå linje i diagram 2:7).

Att avgöra hur expansiv penningpolitiken bör vara i dessa olika alternativ är i hög grad en bedömningsfråga. Att sänka räntan relativt mycket ger en högre inflation än inflationsmålet, och en arbetslöshet som är lägre än den långsiktigt hållbara nivån under prognosperioden. En mer expansiv penningpolitik kan dock minska risken för att en försämrade matchning får bestående effekter på arbetslösheten, men då till priset av en inflation som överstiger inflationsmålet. En ytterligare faktor är hur hushållens och företagens skulder i så fall skulle komma att utvecklas och de risker det för med sig. I scenariot ökar hushållens skuldkvot, som redan i utgångsläget är hög, till följd av lägre realränta, lägre BNP och lägre disponibel inkomst. En sådan utveckling kan på sikt göra ekonomin mer känslig för störningar.

Diagram 2:10. BNP i omvärlden

KIX-vägd, kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data

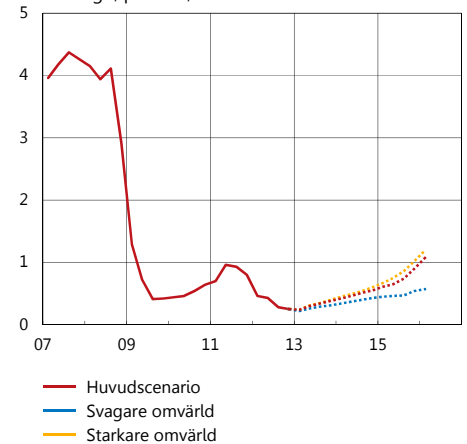


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2:11. Styrränta i omvärlden

KIX-vägd, procent, kvartalsmedelvärden

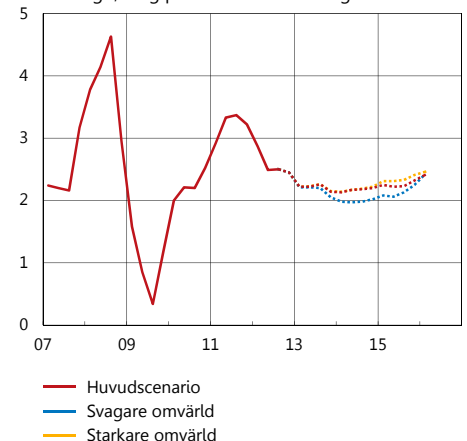


Anm. För sammanvägning av styrräntor i omvärlden används KIX-4, där euroområdet, Norge, Storbritannien och USA ingår.

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

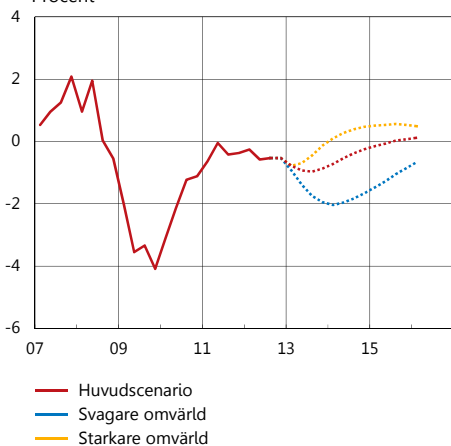
Diagram 2:12. Inflation i omvärlden

KIX-vägd, årlig procentuell förändring

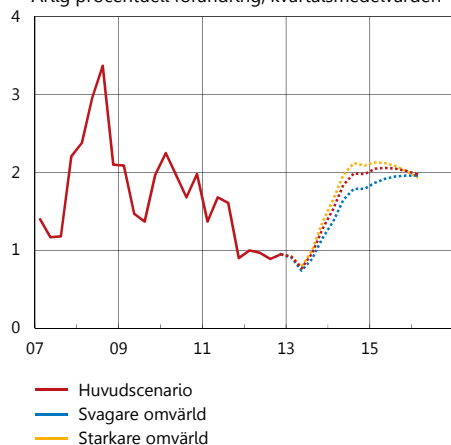


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, OECD och Riksbanken

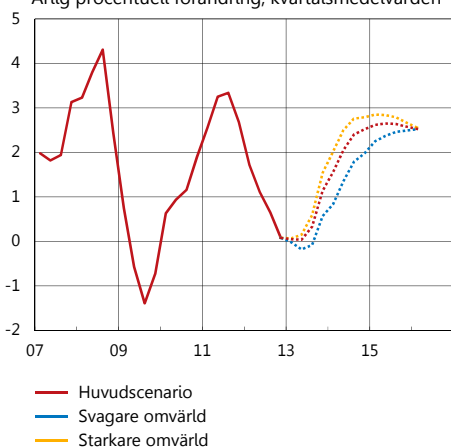
Diagram 2:13. Timgap
Procent

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:14. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:15. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

Källor: SCB och Riksbanken

Alternativscenario: Osäker återhämtning i omvärlden

Utvecklingen i omvärlden är viktig för den svenska ekonomin och en viktig förutsättning för prognosen som presenteras i denna rapport. Utvecklingen är dock mycket osäker. I huvudscenariot förutses en långsam återhämtning i omvärlden på de viktigaste svenska exportmarknaderna. I prognosen antas att ekonomisk-politiska åtgärder vidtas i euroområdet och att dessa stärker förtroendet bland hushåll och företag, vilket leder till en gradvis stigande BNP-tillväxt under prognosperioden. För USA och tillväxtekonomierna förutses en högre BNP-tillväxt än i euroområdet.

Det här avsnittet redovisar två alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen i omvärlden. Det första alternativscenarioet belyser effekterna av en långsam och utdragen återhämtning i Europa medan det andra scenariot illustrerar effekterna av att förtroendet återvänder snabbare i främst USA och Kina.

■ Lägre tillväxt i euroområdet motiverar en lägre reporäntebana

I huvudscenariot antas att tillväxten i euroområdet nådde sin botten under sista kvartalet 2012. Osäkerheten om hur de fortsatta finanspolitiska och strukturella reformerna utvecklas, liksom om hur snabbt anpassningen av lönerna till mer konkurrenskraftiga nivåer kan ske, är stor. Dessa reformer och anpassningsprocesser är viktiga i hanteringen av skuldskrisen och behövs för att säkerställa att förtroendet återvänder. Om det skulle uppstå fördröjningar och avbrott i reformerna skulle den finansiella oron kunna fördjupas på nytt och konjunkturåterhämtningen bromsas upp. I så fall skulle tillväxten, inflationen och räntan i euroområdet bli lägre än i huvudscenariots prognos (se diagram 2:10 till diagram 2:12).

Om BNP-tillväxten i omvärlden blir lägre blir efterfrågan på svenska exportvaror mindre. Den inhemska efterfrågan på konsumtions- och investeringsvaror minskar också när pessimismen växer. Detta gör att även den svenska BNP-tillväxten blir lägre.

När den samlade efterfrågan sjunker försämras läget på den svenska arbetsmarknaden och sysselsättningen faller. Detta leder till att löneutvecklingen blir långsammare än i huvudscenariot. Med långsammare löneutveckling och lägre sysselsättning får hushållen mindre utrymme att ytterligare öka konsumtionen. Försämringen på arbetsmarknaden gör att också resursutnyttjandet faller (se diagram 2:13).

Växelkursen försvagas något i detta scenario, vilket ökar inflationstrycket. Inflationen blir dock sammantaget ändå lägre, bland annat på grund av att lägre lönnöknningar håller tillbaka företagens kostnader (se diagram 2:14 och diagram 2:15).

Det minskade inflationstrycket och det lägre resursutnyttjandet leder till att reporäntan sänks (se diagram 2:16).

■ Högre tillväxt och förtroende i USA och Kina motiverar en högre reporäntebana

Problemen förknippade med skuldkrisen i Europa kan också bli mindre omfattande än vad som har antagits i huvudscenariot. Vidare finns det nu ett flertal tecken på att tillväxten i den amerikanska ekonomin och i Kina kommer att tillta gradvis under kommande år. I ett scenario med mindre omfattande problem med skuldkrisen i euroområdet samt en snabbare återhämtning i både amerikansk och kinesisk ekonomi skulle tillväxten i omvärlden bli högre än i huvudscenariots prognos (se diagram 2:10 till diagram 2:12).

Effekterna på den svenska ekonomin blir i detta scenario de omvända jämfört med det tidigare scenariot. Den högre BNP-tillväxten i omvärlden får till följd att efterfrågan på svenska exportvaror ökar. Den inhemska efterfrågan på konsumtions- och investeringsvaror ökar också tack vare en ökad optimism om framtiden. Detta gör att den svenska BNP-tillväxten blir högre.

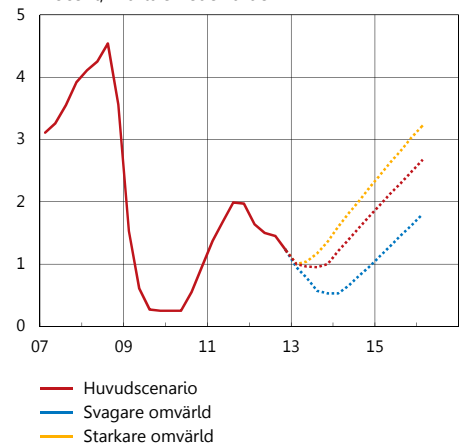
När den samlade efterfrågan ökar förbättras arbetsmarknaden och sysselsättningen ökar. Detta leder till att lönekraven ökar i en snabbare takt än i huvudscenariot. Snabbare löneutveckling och högre sysselsättning ger hushållen utrymme att ytterligare öka konsumtionen. Förbättringen på arbetsmarknaden innebär att också resursutnyttjandet stiger (se diagram 2:13).

Växelkursen förstärks något i detta scenario, vilket håller tillbaka inflationstrycket. Inflationen blir dock ändå högre, bland annat på grund av att högre löner driver upp företagets kostnader. Det ökade inflationstrycket och det högre resursutnyttjandet leder till att reporäntan höjs successivt för att stabilisera inflationen runt inflationsmålet (se diagram 2:14 till diagram 2:16).

Alternativa banor för reporäntan

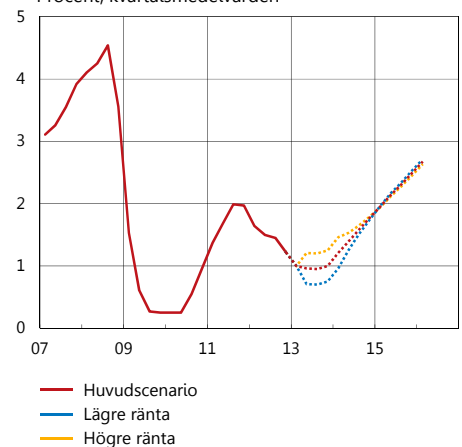
Detta avsnitt redovisar räkneexempel som illustrerar hur inflationen och några olika mått på resursutnyttjandet kan komma att utvecklas om Riksbanken skulle välja en annorlunda penningpolitik än den som antas i huvudscenariot. I det första räkneexemplet sätts reporäntan 0,25 procentenheter lägre än huvudscenariots reporäntebana under fyra kvartal. Det andra räkneexemplet utgår från en reporäntebana som i stället är 0,25 procentenheter högre än den i huvudscenariot under fyra kvartal (se diagram 2:17). Dessa räkneexempel är en del av det penningpolitiska underlaget som i sin helhet syftar till att belysa vad som är en väl avvägd penningpolitik.

Diagram 2:16. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



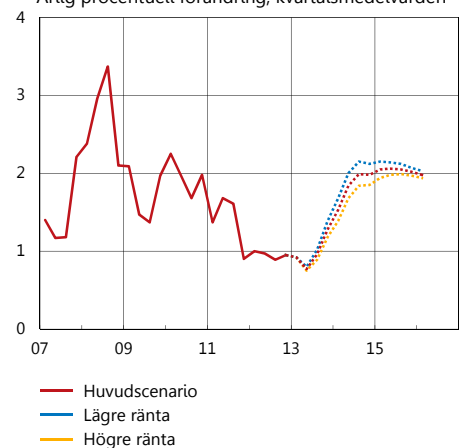
Källa: Riksbanken

Diagram 2:17. Alternativa reporäntebanor
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

Diagram 2:18. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

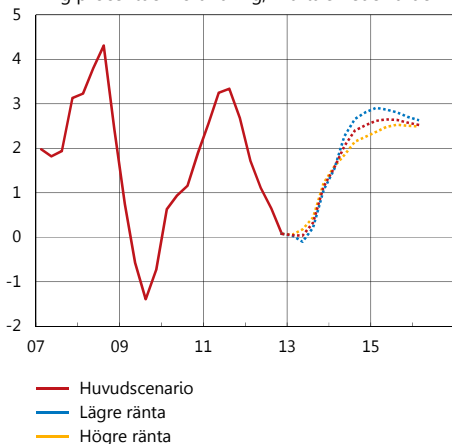


Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:19. KPI

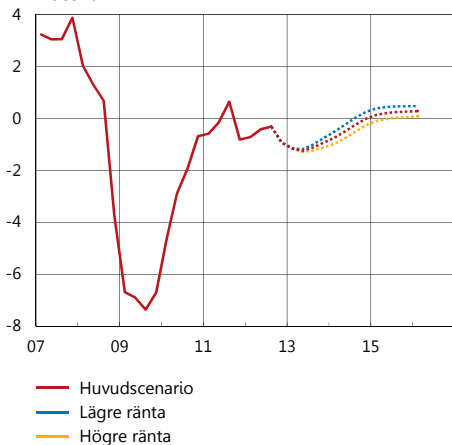
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:20. BNP-gap

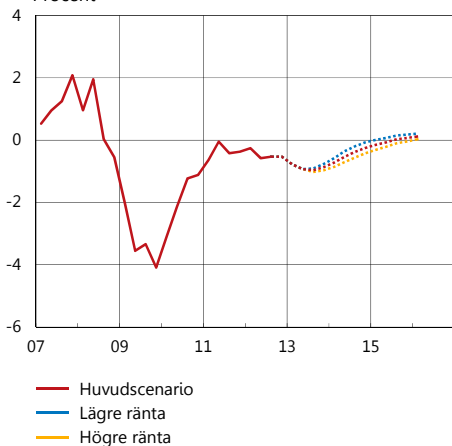
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:21. Timgap

Procent



Källor: SCB och Riksbanken

■ Inflation och resursutnyttjande vid en lägre respektive högre reporäntebana

Riksbanken påverkar ränteläget i ekonomin dels genom att förändringar i den aktuella reporäntan påverkar räntor med kort löptid och dels genom att förändringar i reporäntebanan påverkar förväntningarna om den framtida reporäntan och därmed räntor med längre löptid. En förändring i det allmänna ränteläget påverkar i sin tur ekonomin på en rad olika sätt. En lägre reporänta och förväntningar om en lägre framtida reporänta gör det jämförelsevis billigare att låna pengar, samtidigt som avkastningen på sparande blir lägre. Hushållen konsumerar då mer, samtidigt som företagens kostnader för att investera sjunker. En lägre reporäntebana kan därför väntas leda till att den samlade efterfrågan blir 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 importen. 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 så stiger också lönerna. Även priserna på maskiner, insatsvaror och lokaler blir då högre. 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 än tidigare. En lägre ränta leder alltså sammantaget till högre inflation och 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 att efterfrågan på svensk export minskar. Resursutnyttjandet blir då något lägre och prisökningstakten dämpas (se diagram 2:17 till diagram 2:22).

■ 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 grundläggande och centrala faktorer som påverkar inflationen och resursutnyttjandet. Men inflationen och resursutnyttjandet kan även påverkas av andra faktorer som inte fångas i dessa exempel.

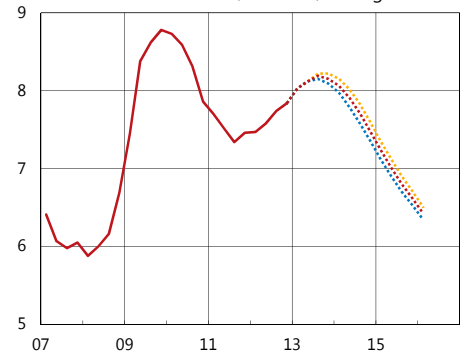
Hushållens skuldsättning är en sådan faktor. En snabb skulduppbyggnad kan, även om den inte anses hota den finansiella stabiliteten, göra ekonomin mer känslig för störningar. Penningpolitiken kan därför vid en hög skuldkvot eller snabb skulduppbyggnad behöva vara något mindre expansiv än annars för att 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 2:17 till diagram 2:22 bygger på empiriskt skattade samband mellan förändringar i reporäntan och 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 den svenska exporten, 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 exemplen.

Diagram 2:22. Arbetslöshet

Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongsrensade data



— Huvudscenariot
— Lägre ränta
— Högre ränta

Källor: SCB och Riksbanken

■ KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin

I detta kapitel redogörs för ny information sedan den penningpolitiska uppföljningen i december och för bedömningen av den ekonomiska utvecklingen på kort sikt.

Tillväxten i euroområdet är fortsatt svag, men förtroendet hos företagen har börjat stiga från mycket låga nivåer. Indikatorer tyder på att oron på de finansiella marknaderna har fortsatt att minska. Men det finns risk för bakslag, vilket till exempel avspeglades i att statsobligationsräntorna i de europeiska krisländerna steg i början av februari. Återhämtningen i USA fortsätter. Såväl bostads- som arbetsmarknaden har förbättrats där. Även konjunkturutsikterna för Asien stärks ungefär i linje med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i december.

Det mesta tyder på att den svenska tillväxten mattades av betydligt under slutet av året och att en försämring på arbetsmarknaden är att vänta den närmaste tiden. Stämningläget verkar dock ha stabiliserats och förtroendet på vissa håll har börjat återhämta sig. Inflationstrycket är fortsatt lågt.

Finansiella marknader

■ Centralbankernas åtgärder börjar få effekt

Statsobligationsräntorna i de europeiska skuldkrisländerna har sedan en tid tillbaka sjunkit, vilket tyder på att centralbankernas och framförallt ECB:s åtgärder har börjat ge viss effekt (se diagram 3:1). Både Italien och Spanien har emitterat nya obligationer för betydande belopp under januari. Fortfarande kvarstår dock ett mödosamt arbete med finanspolitisk konsolidering och den allra senaste tidens politiska osäkerhet i dessa länder illustrerar väl den risk för bakslag som fortfarande finns. Sannolikheten för att något land lämnar eurosamarbetet uppfattas nu dock som mindre än tidigare. Olika typer av finansiella riskmått inom Europa är kvar på låga nivåer eller har sjunkit tillbaka ytterligare sedan den penningpolitiska uppföljningen i december. Exempelvis har CDS-premierna för banker inom euroområdet sjunkit.

■ Ökad efterfrågan på mer riskfyllda tillgångsslag

Medan skuldkrisländernas räntor har sjunkit har statsobligationsräntorna i till exempel Tyskland, USA och Sverige stigit något, eftersom efterfrågan på säkrare statspapper minskar när investerarna efterfrågar mer riskfyllda tillgångar (se diagram 3:2).

Nyårshelgens finanspolitiska uppgörelse i USA innebar att de värsta farhågorna för en mycket tillväxthämmande åtstramning mildrades (se fördjupningen "USA undviker stora finanspolitiska åtstramningar"). Det bidrog till att efterfrågan på mer riskfyllda och konjunkturberoende tillgångsslag som aktier och råvaror ökade. Även att redovisade bokslut har varit bättre än väntat har bidragit till att priset på aktier stigit (se diagram 3:2).

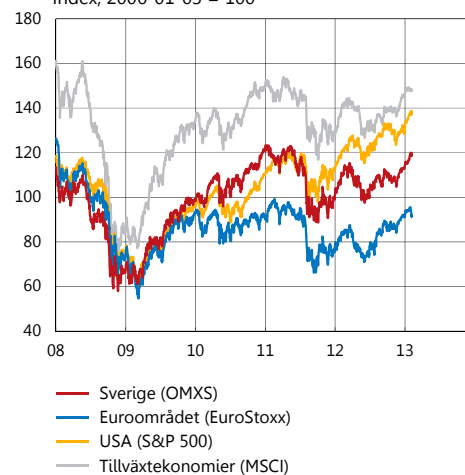
Trots en underliggande oro för den globala tillväxten, har priset på många råvaror stigit något sedan den penningpolitiska uppföljningen i december. Priset på Brentolja från Nordsjön har också stigit sedan dess.

Diagram 3:1. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent



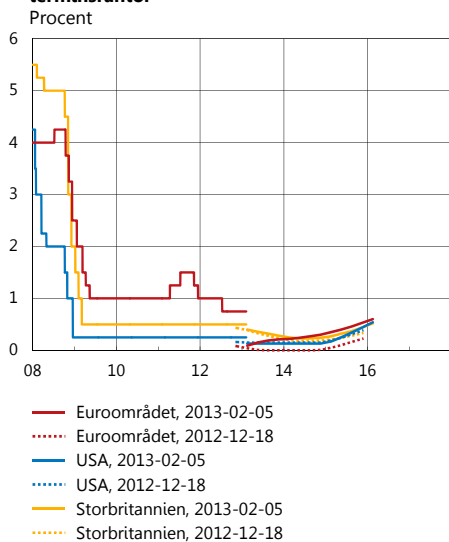
Källa: Reuters EcoWin

Diagram 3:2. Börsutveckling
Index, 2006-01-03 = 100



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

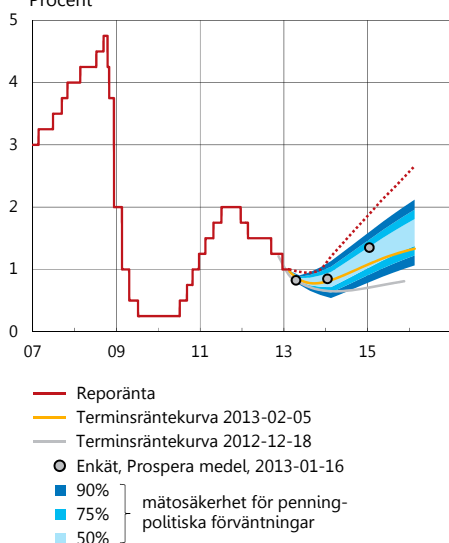
Diagram 3:3. Styrrenteförväntningar mätta med terminsräntor



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

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram 3:4. Reporänteförväntningar i Sverige mätta med terminsräntor och enkät, penningmarknadens aktörer



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

Källor: Reuters EcoWin, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

■ Alltjämt expansiv penningpolitik globalt

Även om de penningpolitiska förväntningarna enligt terminsräntor har stigit något i de flesta valutaområden ligger de fortfarande på mycket låga nivåer (se diagram 3:3).

ECB höll styrräntan oförändrad vid sina möten i januari och februari. Kommunikationen från ECB efter det senaste mötet tolkades som att sannolikheten för en styrräntesänkning den närmaste tiden är lägre än tidigare, enligt prissättningen på penningmarknaden. Enligt prissättningen ser dock marknaden en viss sannolikhet för att ECB sänker sin styrränta från 0,75 till 0,5 procent senare i år.

I USA köper centralbanken Federal Reserve statspapper och bostadsrelaterade värdepapper till ett sammanlagt värde om 85 miljarder dollar per månad, enligt det penningpolitiska beslutet i december. Protokollet visade dock att några ledamöter i den penningpolitiska kommittén ställde sig tveksamma till att fortsätta genomföra de extraordinära åtgärderna. Tidpunkten för en avveckling av den mycket expansiva penningpolitiken förväntas dock ligga en bra bit in i framtiden. I samband med det penningpolitiska beslutet i januari kommunicerade Federal Reserve att de har för avsikt att hålla styrräntan låg en lång tid efter det att tillgångsköpen upphör och efter det att ekonomin återhämtat sig.

I Storbritannien höll Bank of England styrräntan oförändrad i samband med sina penningpolitiska möten i januari och februari. Målnivån för storleken på portföljen för tillgångsköp (375 miljarder pund) lämnades också oförändrad. Styrräntan förväntas inte sänkas ytterligare. Det beror bland annat på att de flesta av medlemmarna i den penningpolitiska kommittén ifrågasatt effektiviteten av ytterligare åtgärder.

Den japanska centralbanken har dock lanserat nya stimulansåtgärder. I december utökades fonden för tillgångsköp med 10 000 miljarder yen till 76 000 miljarder yen fram till nästa årsskifte. Vid mötet den 22 januari beslutades dessutom att den japanska centralbanken ska köpa tillgångar för 13 000 miljarder yen varje månad från och med januari 2014 i syfte att få upp inflationen till det nya målet om 2 procent. Den nytilträdde regeringen har därtill aviserat en mer expansiv finanspolitik.

Sedan Riksbankens penningpolitiska möte i december kvarstår förväntningarna om ytterligare en reporäntesänkning under året (se diagram 3:4 samt fördjupningen "Perspektiv på penningpolitiska förväntningar och terminsräntor").

■ Fortsatt god tillgång på finansiering för svenska banker

Den mer eller mindre obegränsade tillgången på finansiering från ECB har fortsatt att hålla de europeiska marknadsräntorna på mycket låga nivåer. På senare tid har dock räntorna stigit något, då europeiska banker utnyttjat möjligheten att betala tillbaka långfristiga lån i förtid. Det har inneburit att överskottet på likviditet har minskat något inom euroområdet. Den goda tillgången på likviditet och den

mer stabila utvecklingen på de europeiska marknaderna har också fått svenska banker att låna ut pengar till varandra utan säkerhet på längre löptider.

■ Lägre rörliga räntor för hushåll

Riksbankens sänkning av reporäntan i december och bankernas goda möjligheter till finansiering har lett till lägre genomsnittliga boräntor (se diagram 3:5). Den rörliga bolåneräntan har i princip sjunkit lika mycket som reporäntan sedan december, medan räntan på bolån med längre löptider legat still. Enligt Almis låneindikator är det något fler tillfrågade bankchefer som menar att bankernas utlåningsmarginal har ökat under det fjärde kvartalet 2012, jämfört med kvartalet innan. Den genomsnittliga utlåningsräntan till företag fortsatte att sjunka under december för lån med både kort och lång löptid.

■ Svagare konjunktur drar ner upplåningstakten

Hushållens och i synnerhet företagens upplåningstakt sjönk tillbaka ytterligare under december, trots att kostnaden för att låna minskade (se diagram 3:6). Priserna på småhus var i stort sett oförändrade under andra halvåret 2012, medan priserna på bostadsrätter steg något (se diagram 3:7).

Att upplåningen bland icke-finansiella företag har dämpats kan ses som en följd av att bruttoinvesteringarna i näringslivet har fallit. Detta beror dock inte på att företagen har svårt att finansiera sig. Enligt Konjunkturbarometern för januari upplever tre av fyra företag fortfarande sin finansieringssituation som normal.

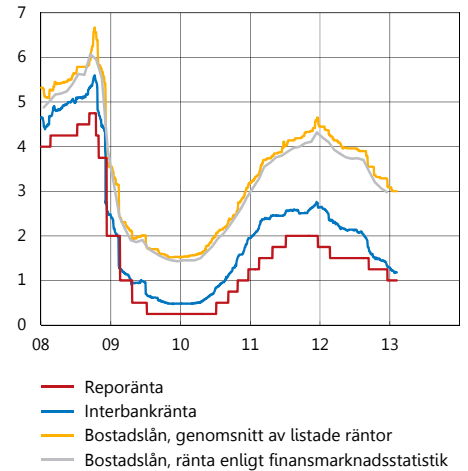
Enligt Riksbankens företagsintervjuer har storföretagen fått något bättre tillgång till finansiering under de senaste månaderna. En del mindre företag bedöms dock att ha fått problem, eftersom bankerna har blivit mer selektiva.

Enligt Almis låneindikator menar en klar majoritet av de tillfrågade bankcheferna att deras kreditvillkor gentemot företag var oförändrade mellan tredje och fjärde kvartalet.

■ Starkare euro och krona

Sedan den penningpolitiska uppföljningen har kronan följt eurons förstärkning mot dollarn, men har även förstärkts mot euron. Eurons förstärkning kan delvis bero på att stämningläget på finansmarknaderna nu är mer positivt. Kronan har även stärks mot yenen och pundet. I KIX-termer har kronan stärks med drygt 3 procent (se diagram 3:8).

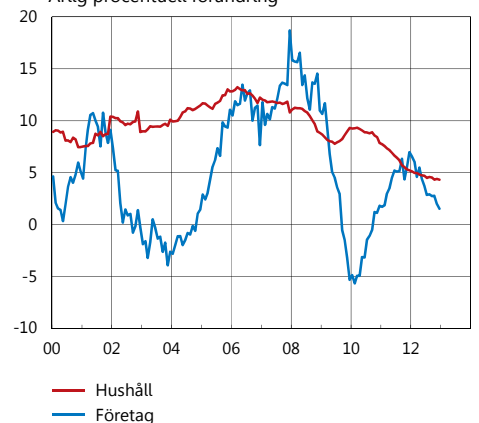
Diagram 3:5. Korta räntor i Sverige
Procent



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.

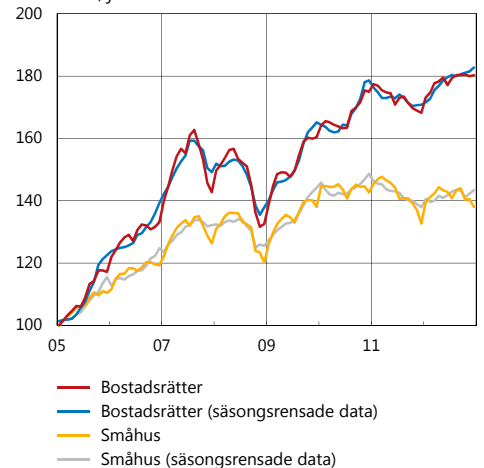
Källor: Reuters EcoWin, SCB och Riksbanken

Diagram 3:6. Utlåning till hushåll och företag
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Diagram 3:7. Priser på småhus och bostadsrätter
Index, januari 2005 = 100

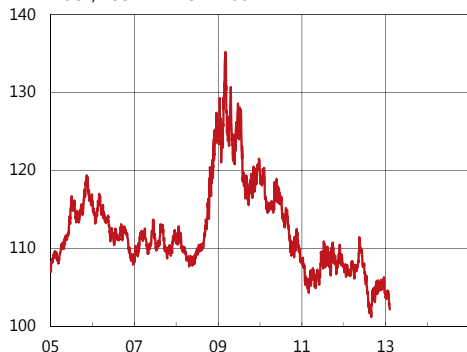


Anm. Alla index är för Sverige. Valueguards index är regressionsbaserade.

Källor: Valueguard och Riksbanken

Diagram 3:8. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100

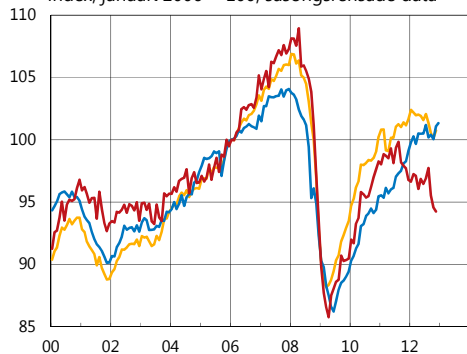


Anm. KIX är en sammanvägning av växelkurser som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källa: Riksbanken

Diagram 3:9. Industriproduktion

Index, januari 2006 = 100, säsongrensade data

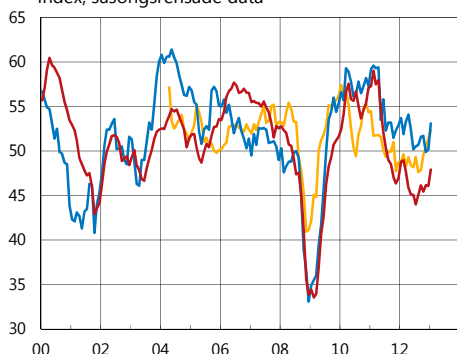


— Euroområdet
— USA
— OECD

Källor: Eurostat, Federal Reserve och OECD

Diagram 3:10. Inköpschefsindex i tillverkningsindustrin

Index, säsongrensade data



— Euroområdet
— USA
— Kina

Anm. Värderna över 50 indikerar tillväxt.

Källor: Institute for Supply Management och Markit Economics

Omvärd

■ Fallande BNP men stigande förtroende i euroområdet

Tillväxten i euroområdet är fortsatt svag. Enligt reviderad statistik för tredje kvartalet sjönk BNP med 0,3 procent i uppräknad årstakt jämfört med kvartalet innan. Statistik tyder på en svag utveckling även under det fjärde kvartalet. Till exempel föll industriproduktionen i november för tredje månaden i rad, även om fallet var något mindre än de föregående månaderna (se diagram 3:9). Detaljhandeln fortsatte falla i november och december.

Framåtblickande indikatorer visar dock på ljusglimtar. Optimismen hos företagen i euroområdet har under den allra senaste tiden börjat stiga från mycket låga nivåer (se diagram 3:10). Det sammanvägda inköpschefsindexet steg i januari till den högsta nivån på tio månader. Samtidigt steg EU-kommissionens barometerindikator för tredje månaden i rad. Hushållens förtroendeindikator för euroområdet steg visserligen i januari men från en mycket låg nivå (se diagram 3:13).

Sammantaget bedöms BNP ha fallit kraftigt under fjärde kvartalet 2012 och väntas minska något även under första kvartalet 2013.

Arbetsmarknaden är fortsatt svag i euroområdet och arbetslösheten uppgick till 11,7 procent i december (se diagram 3:11). Skillnaderna i arbetslöshet är dock stora mellan olika länder. Anställningsplanerna var något mindre pessimistiska i alla sektorer i januari enligt EU-kommissionens barometerindikator.

Inflationstakten i euroområdet sjönk något från 2,2 procent i december till 2,0 procent i januari enligt preliminära siffror (se diagram 3:12).

■ USA undvek stora finanspolitiska åtstramningar

Kongressen lyckades vid årsskiftet komma överens om delar av finanspolitiken. Överenskommelsen innebär att man undvek en automatisk åtstramning av finanspolitiken på 4 procent av BNP. En sådan åtstramning skulle ha fått stora negativa effekter på BNP-tillväxten under hela 2013 (se fördjupningen "USA undviker stora finanspolitiska åtstramningar").

Enligt preliminär statistik sjönk BNP det fjärde kvartalet med 0,1 procent jämfört med det tredje kvartalet i uppräknad årstakt. Både minskade försvarsutgifter och lagerinvesteringar bidrog till nedgången. Hushållens konsumtion och de fasta bruttoinvesteringarna fortsatte dock att utvecklas gynnsamt.

Enligt inköpschefsindex förbättrades förtroendet bland företagen inom tillverkningsindustrin i december och januari (se diagram 3:10). Förtroendet bland hushållen dämpades däremot markant i december och januari (se diagram 3:13). Det var troligtvis en effekt av osäkerheten som rådde kring vilken finanspolitik som skulle föras efter årsskiftet och de skattehöjningar som trädde i kraft i januari.

Återhämtningen på bostadsmarknaden har fortsatt och indikatorer pekar i positiv riktning. Tiden det tar att sälja bostäder har fortsatt att sjunka till nivåer under det historiska genomsnittet. Bostadsbyggandet ökar och förtroendet bland byggföretagen har stigit snabbt.

Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras. Arbetslösheten låg i januari på 7,9 procent (se diagram 3:11). Sysselsättningen steg samtidigt med 157 000 arbetstillfällen.

KPI-inflationen uppgick till 1,7 procent i december och den underliggande inflationen, som rensats från energi- och livsmedelspriser, var marginellt högre.

■ Blandade utsikter på andra viktiga exportmarknader

I Storbritannien föll BNP under fjärde kvartalet med 1,2 procent i uppräknad årstakt. Arbetslösheten är hög och uppmättes till 7,7 procent i november. Hushållen var i december fortsatt mycket pessimistiska sett ur ett historiskt perspektiv, medan företagen inom tillverkningsindustrin blivit mer optimistiska de senaste månaderna. Inflationen uppgick till 2,7 procent i december, vilket var oförändrat jämfört med månaden innan.

Norsk ekonomi fortsätter att växa starkt och under fjolårets tredje kvartal ökade fastlands-BNP med 2,8 procent i uppräknad årstakt (se diagram 3:14). Inflationstrycket i Norge har varit lågt bland annat beroende på en stark utveckling av den norska kronan under 2012. Inflationen har dock börjat stiga och ökade från 1,1 procent i november till 1,4 procent i december. Stigande energipriser bidrog till uppgången.

BNP i Danmark växte något det tredje kvartalet 2012 efter en svag period (se diagram 3:14). Industriproduktionen föll dock i november vilket tyder på fortsatt svag utveckling. Inflationen har fallit tillbaka den senaste tiden och uppgick till 2,0 procent i december.

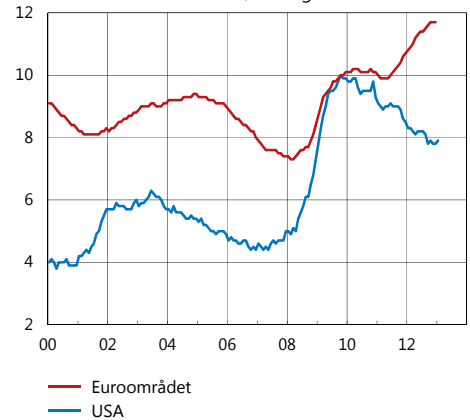
■ Konjunkturutsikterna för Asien stärks

Under det tredje kvartalet i år minskade Japans BNP med 3,5 procent i uppräknad årstakt. Exporten minskade också i november jämfört med samma månad föregående år. Nedgången beror på svagare efterfrågan i omvärlden och den pågående ö-konflikten med Kina som lett till en lägre kinesisk efterfrågan på japanska produkter. Industriproduktionen steg dock med 2,5 procent i december jämfört med november och företagen har positiva planer för produktionen framöver. Den japanska yenen har försvagats markant på senare tid.

Under det fjärde kvartalet ökade BNP i Kina med 8,2 procent i uppräknad årstakt. Tillväxten i industriproduktionen har också ökat. Detsamma gäller för detaljhandeln, där en god inkomstutveckling under den senaste tiden kan ha bidragit till uppgången. Exporten till EU ökade mer än väntat. I januari steg inköpschefsindex till den högsta nivån på två år och pekar på en ökad produktion i tillverkningsindustrin (se Diagram 3:10). Inflationen var 2,5 procent i decem-

Diagram 3:11. Arbetslöshet

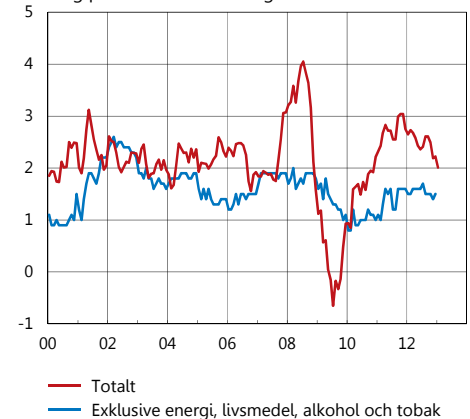
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Källor: Bureau of Labor Statistics och Eurostat

Diagram 3:12. HIKP i euroområdet

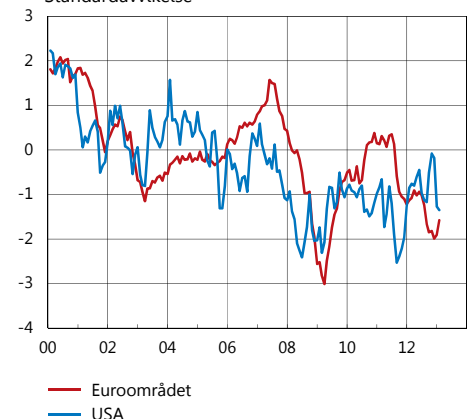
Årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat

Diagram 3:13. Konfidensindikator för hushållen

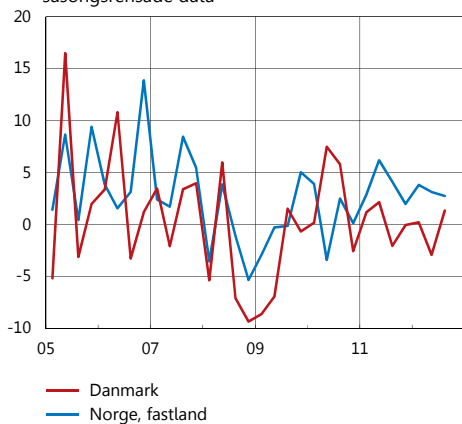
Standardavvikelse



Anm. Indikatorn är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

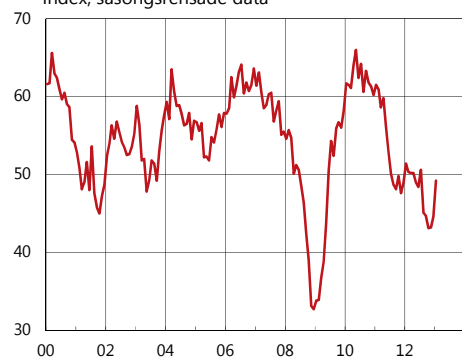
Källor: EU-kommissionen och University of Michigan

Diagram 3:14. BNP i Danmark och Norge
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: Danmarks statistik och Statistisk sentralbyrå, Norge

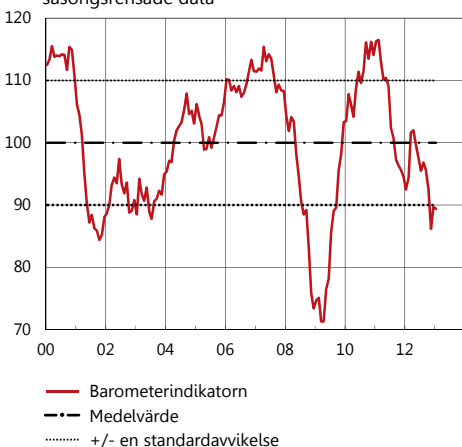
Diagram 3:15. Inköpschefsindex i tillverkningsindustrin
Index, säsongrensade data



Anm. Värdet över 50 indikerar tillväxt.

Källa: Swedbank/Silf

Diagram 3:16. Barometerindikatorn
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10, säsongrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

ber. Höga priser på grönsaker bidrog, vilket i sin tur kan förklaras av ovanligt kallt väder.

Även på andra håll i Asien stärks konjunkturen. I till exempel Korea ökade tillväxten från nära noll under tredje kvartalet till 1,5 procent i uppräknad årstakt under fjärde kvartalet.

Svensk ekonomi

■ Inbromsning i svensk ekonomi

Det mesta tyder på att BNP i Sverige föll fjärde kvartalet 2012 jämfört med tredje kvartalet. Detta stöds till exempel av Riksbankens företagsintervjuer som genomfördes i januari. Särskilt företagen inom industrin uppger att konjunkturen har försvagats sedan föregående undersökning i september 2012. Den svaga konjunkturen i omvärlden har dämpat efterfrågan på svenska exportvaror och industriproduktionsindex föll. Däremot ökade tjänsteproduktionsindex fjärde kvartalet. Ett svagt förtroende hos de svenska hushållen tyder på att konsumtionstillväxten under slutet av fjolåret var dämpad.

Det finns dock indikatorer som tyder på att stämningläget har stabiliserats och att förtroendet på vissa håll har börjat återhämta sig. Inköpschefsindex steg kraftigt i januari (se diagram 3:15). Barometerindikatorn, som sammanfattar förväntningarna hos svenska hushåll och företag, var i stort sett oförändrat i januari även om det fortfarande är betydligt lägre än normalt (se diagram 3:16). Sammantaget väntas BNP falla något fjärde kvartalet 2012 och öka svagt under inledningen av 2013.

■ Dämpat förtroende hos hushållen men vissa tecken på stabilisering

Under fjärde kvartalet 2012 ökade omsättningen i detaljhandeln med 1,5 procent jämfört med samma period 2011. Sällanköpsvaruhandeln ökade med 1,8 procent, medan dagligvaruhandeln ökade med 1,2 procent.

Hushållens förtroende, som det mäts enligt Konjunkturinstitutets konfidensindikator, har varit svagt det senaste halvåret. I januari steg dock förtroendet (se diagram 3:17). Hushållens syn på den egna ekonomin är mer positiv än deras syn på Sveriges ekonomi. Att hushållens förtroende fortfarande är förhållandevis lågt bedöms på kort sikt leda till ett ökat sparande och till att konsumtionen ökar långsammare än normalt.

■ Svag export men ökad orderingsgång

Den svaga konjunkturen i euroområdet bidrog sannolikt till att dämpa svensk exporttillväxt under andra halvåret 2012 (se diagram 3:18). Exporten av både varor och tjänster utvecklades svagt. En låg tillväxt i stora delar av Europa väntas fortsätta att hålla tillbaka svensk export den närmaste tiden. Exportorderingsgången enligt både konjunkturbarometern och inköpschefsindex har dock vänt upp de senaste månaderna vilket indikerar en stabilisering (se diagram 3:19).

■ Lågt investeringsbehov

Investeringarna föll i kvartalstakt både det andra och tredje kvartalet förra året. Detta hänger bland annat samman med den svaga utvecklingen av svensk export och de svenska hushållens återhållsamma konsumtion. Företagen drar därmed ner på produktionstakten, vilket innebär att behovet av att investera minskar. Det låga investeringsbehovet avspeglas också i kapacitetsutnyttjandet, som har minskat och är lägre än normalt.

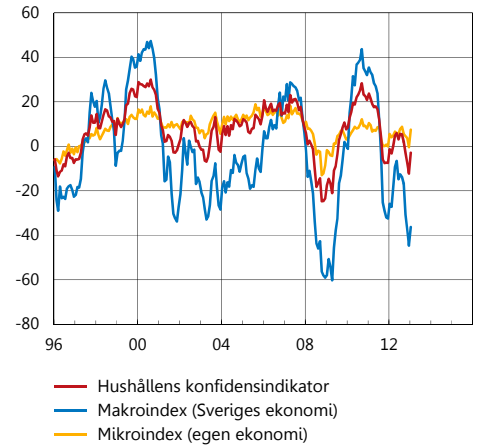
Dessutom fortsätter bostadsinvesteringarna att sjunka. Under det tredje kvartalet föregående år föll investeringarna i bostäder med nära 13 procent jämfört med det tredje kvartalet 2011 (se diagram 3:20). Statistiken över antalet påbörjade bostäder tyder också på att bostadsinvesteringarna kommer att utvecklas svagt en tid framöver.

I och med att efterfrågan är låg bedöms företagens behov av att bygga upp sina varulager minska den närmaste tiden. Dessutom var lageruppbyggnaden relativt stor under de tre första kvartalen 2012, i förhållande till utvecklingen av efterfrågan. Detta antas bidra till att dämpa BNP-tillväxten det närmaste halvåret.

■ Svag efterfrågan dämpar importen

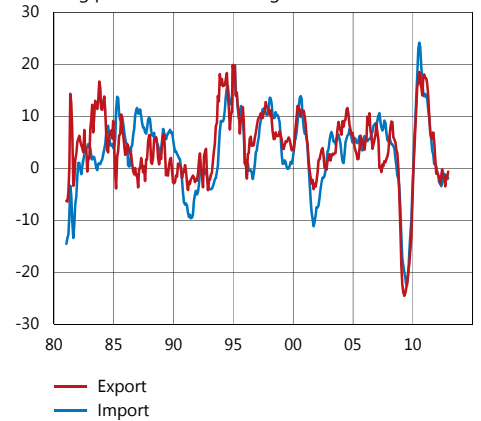
Svensk import har utvecklats svagt under den senaste tiden och föll med drygt 2 procent tredje kvartalet 2012 jämfört med andra kvartalet, i uppräknad årstakt. Fortsatt svag efterfrågan, svag industrikonjunktur och avtagande lageruppbyggnad talar för att importen även framöver blir dämpad. Utrikeshandelstatistiken till och med december stödjer också bilden av att importen försvagades ytterligare under slutet av föregående år (se diagram 3:18).

Diagram 3:17. Konfidensindikatorer för hushåll
Nettotal



Källa: Konjunkturinstitutet

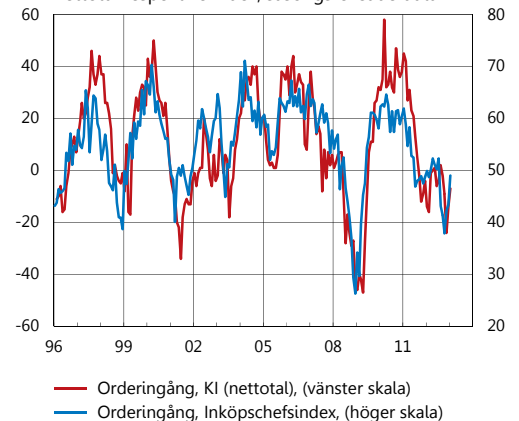
Diagram 3:18. Utrikeshandel med varor
Årlig procentuell förändring



Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Fasta priser och säsongrensning beräknat av Riksbanken.

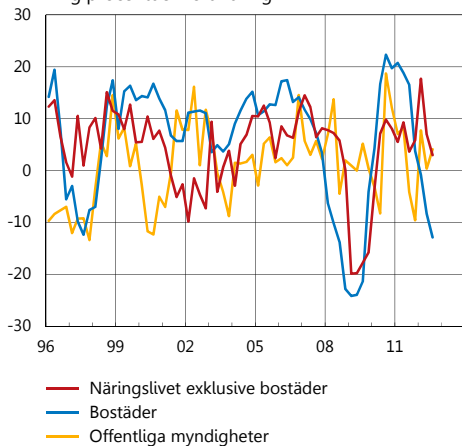
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:19. Exportorderingsgång inom tillverkningsindustrin
Nettotal respektive index, säsongrensade data



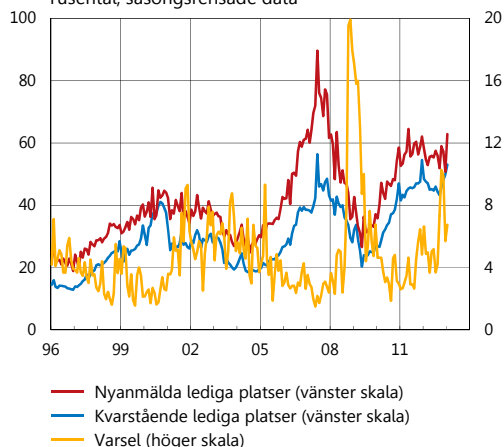
Källor: Konjunkturinstitutet och Swedbank/Silf

Diagram 3:20. Fasta bruttoinvesteringar
Årlig procentuell förändring



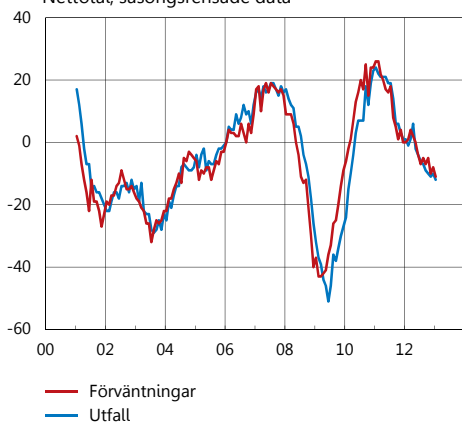
Källa: SCB

Diagram 3:21. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel
Tusental, säsongrensade data



Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken

Diagram 3:22. Anställda i näringslivet
Nettototal, säsongrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

■ Minskat offentligt sparande

I samband med att konjunkturen försvagades under fjolåret försämrades det offentliga finansiella sparandet och blev något negativt. Budgetpropositionen för 2013 innehåller både skattesänkningar och utgiftsökningar som försvagar det finansiella sparandet med 17 miljarder kronor 2013 jämfört med 2012. Det finansiella sparandet stärks samtidigt med nästan lika mycket genom att de offentliga utgifterna enligt gällande regelverk inte är lika starkt kopplade till BNP-utvecklingen som inkomsterna. Vissa offentliga utgifter är nominellt oförändrade i statsbudgeten om regeringen inte fattar beslut om förändringar, till exempel generella statsbidrag och maximal dagpenning i arbetslöshetsförsäkringen. Andra utgifter växer långsammare än BNP på grund av låg indexering. Således varken försvagas eller förstärks det finansiella sparandet av de beslut som regeringen tagit och av det rådande regelverket.

■ Motståndskraftig arbetsmarknad mattas av 2013

Utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden i slutet av 2012 blev något starkare än förväntat. Den säsongrensade arbetslösheten uppgick till 7,8 procent fjärde kvartalet 2012 och sysselsättningen steg. Under loppet av 2012 har sysselsättningsgraden varit i stort sett oförändrad medan arbetslösheten har stigit något till följd av ett ökat arbetskraftsdeltagande. Information för det fjärde kvartalet pekar på att antalet arbetade timmar kommer att utvecklas starkare än i bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i december.

Indikatorer ger bilden av att utvecklingen på arbetsmarknaden kommer att försvagas framöver. Även om antalet varsel kommit ner den senaste tiden var nivåerna höga under oktober och november 2012, vilket tydligt signalerade om sämre framtidsförväntningar hos företagen (se diagram 3:21). Antalet lediga platser anmälda till Arbetsförmedlingen ligger fortfarande på en förhållandevis hög nivå, även om de har blivit färre de senaste månaderna. I Riksbankens företagsintervjuer som genomfördes i januari planerar företagen att minska personalstyrkan de närmaste månaderna. Samma bild ger näringslivets sysselsättningsplaner i Konjunkturbarometern (se diagram 3:22). Andelen företag som upplever brist på arbetskraft har stigit något inom bygg och privata tjänster, medan den har minskat inom tillverkningsindustri och handel (se diagram 3:23).

■ Industrins avtalskonstruktion påverkar löner och kostnader under första kvartalet

Enligt den preliminära konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet ökade lönerna i hela ekonomin med 2,7 procent under perioden januari-november 2012, jämfört med samma period året innan. Lönerna inom industrin har ökat snabbare än i övriga sektorer i näringslivet (se diagram 3:24). För helåret 2012 väntas lönerna ha ökat med 3,1 procent när samtliga retroaktiva löneutbetalningar har förts in i statistiken. Riksbankens nya bedömning innebär en marginell nedrevidering jämfört med prognosen i december.

Under det första kvartalet i år bedöms lönerna enligt konjunkturlönestatistikens definition öka något långsammare än i fjol, vilket delvis beror på industrins nuvarande löneavtal som innebär att löneökningstakten blir noll de två sista månaderna av avtalsperioden, det vill säga februari och mars 2013.

Industrins avtalskonstruktion bidrar till att nationalräkenskapernas löner per arbetad timme och arbetskostnader per timme i hela ekonomin bedöms öka långsammare under första kvartalet i år än under slutet av fjolåret. Jämfört med bedömningen i december är båda prognoserna marginellt nedreviderade.

Tillväxttakten i arbetsproduktiviteten antas samtidigt komma att stiga, vilket innebär att den årliga procentuella ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet blir lägre under första kvartalet i år än under 2012. Jämfört med bedömningen i december är prognosen för ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet i stort sett oförändrad för det första kvartalet i år.

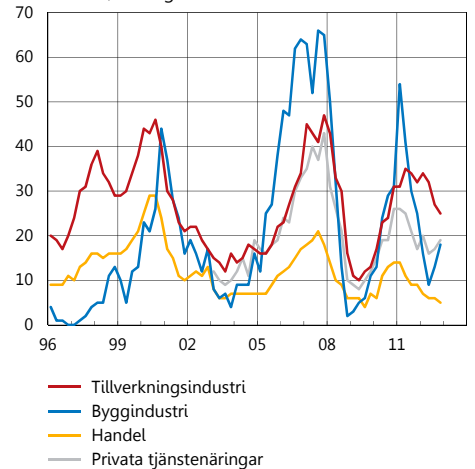
■ Något högre inflation än väntat i december

I december föll KPI något för andra månaden i rad, mätt i årlig procentuell förändring. Detta hänger samman med att hushållens räntekostnader för bolån har sjunkit, främst till följd av att reporäntan successivt har sänkts (se diagram 3:25). Ökningstakten i KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, uppgick till 1,0 procent i december. Ökningstakten i KPIF, exklusive energiprisförändringar, var 1,1 procent samma månad (se diagram 3:26).

Utfallen för samtliga inflationsmått var något högre än vad som förväntades i den senaste penningpolitiska uppföljningen. Prognoserna för de närmaste månaderna är något uppreviderade men inflationen är fortsatt låg. KPIF-inflationen väntas vara i genomsnitt strax under 1 procent det närmaste halvåret och KPI-inflationen runt noll under samma period.

Diagram 3:23. Andel företag med brist på arbetskraft

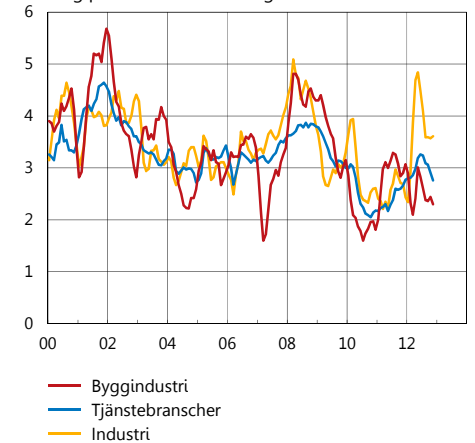
Procent, säsongsrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:24. Löner i näringslivet

Årlig procentuell förändring

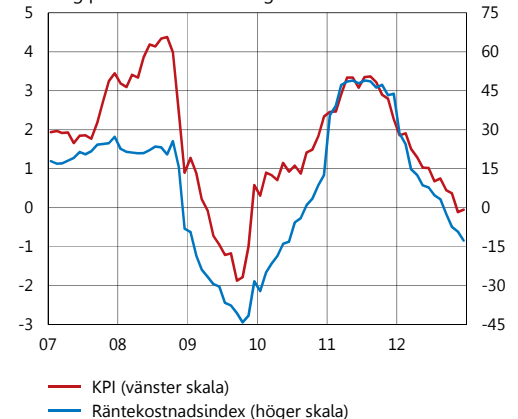


Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Avser löner enligt konjunkturlönestatistiken. Preliminära utfall de senaste 12 månaderna som vanligtvis revideras upp.

Källa: Medlingsinstitutet

Diagram 3:25. Konsumentprisindex och räntekostnadsindex

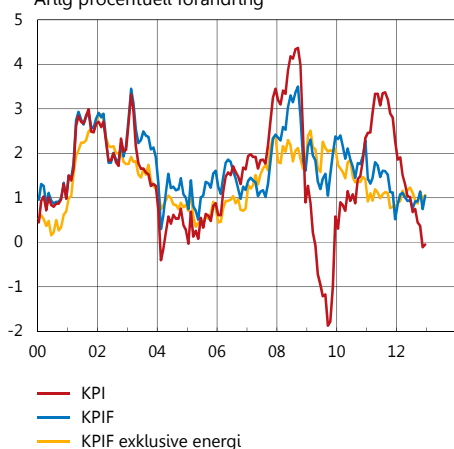
Årlig procentuell förändring



Anm. Räntekostnadsindex består av räntesatsindex och kapitalstocksindex.

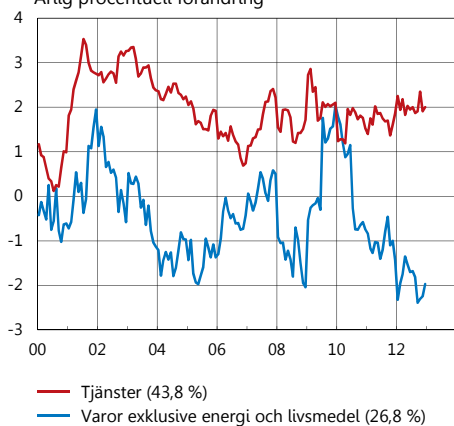
Källa: SCB

Diagram 3:26. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



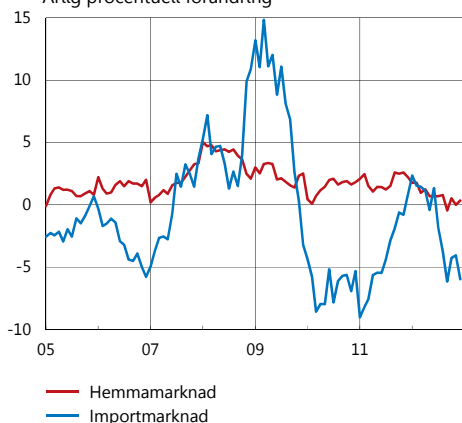
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källa: SCB

Diagram 3:27. Varu- och tjänstepriser i KPI
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges respektive komponents vikt i KPI 2012.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:28. Prisindex i producentled, varaktiga konsumtionsvaror
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Det är en stor skillnad i ökningstakt mellan priserna på varor och tjänster i KPI. Tjänstepriserna har ökat med cirka 2 procent de senaste åren medan varupriserna har fallit (se diagram 3:27). Varupriserna väntas fortsätta att falla, om än något långsammare än under 2012, medan tjänstepriserna fortsätter att stiga i ungefär samma takt som tidigare.

Enligt Riksbankens företagsintervjuer som genomfördes i januari kommer det mycket låga pristrycket att bestå på kort sikt. Många företag talar om en hård prispress och somliga om priskrig. För de kommande tre månaderna är det ungefär lika många företag som räknar med fallande som med stigande priser och oftast är det endast små prisförändringar som företagen anser realistiska. Prisutvecklingen för konsumtionsvaror i producentledet antas påverka priserna i konsumentledet med en viss fördröjning. Denna prisutveckling har varit dämpad det senaste året både på hemmamarknaden och på importmarknaden (se diagram 3:28).

Enligt Prospera förväntar sig aktörerna på penningmarknaden en inflationstakt på 1,0 procent om ett år, 1,6 procent om två år samt 2,0 procent om fem år. Enligt Konjunkturbarometern för januari sjönk hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt från 1,6 procent i december till 1,5 procent i januari. Företagens inflationsförväntningar på ett års sikt sjönk också från 0,9 procent tredje kvartalet 2012 till 0,7 procent fjärde kvartalet.

■ USA undviker stora finanspolitiska åtstramningar

Riksbanken har sedan en tid haft ett antagande om de finanspolitiska åtstramningarna i den amerikanska ekonomin, som är i linje med de beslut som hittills har fattats i den amerikanska kongressen. Åtstramningarna i det nya lagförslaget är betydligt mindre än de skatthöjningar som skulle ha trätt i kraft om kongressen inte hade kommit överens, något som på kort sikt hade riskerat att föra den amerikanska ekonomin tillbaka i recession. Det amerikanska skuldtaket, som nåddes i slutet av december, har hävts temporärt. Det ursprungliga lagförslaget inkluderade även beslut om automatiska utgiftsminskningar som kongressen valde att skjuta på i två månader. På längre sikt väntar stora utmaningar med att få ned den amerikanska statsskulden till en långsiktigt hållbar nivå. Därmed kvarstår viktiga frågor kring den amerikanska finanspolitiken, trots att det så kallade finanspolitiska stupet kunde undvikas denna gång.

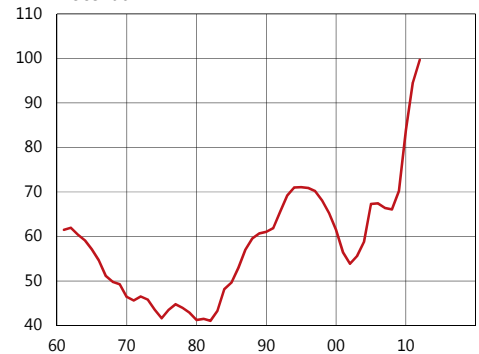
Bakgrunden till det finanspolitiska stupet

USA har stora underskott i de offentliga finanserna och en ökande statsskuld (se diagram A1). Den offentliga skulden beräknas öka till nästan 200 procent av BNP år 2037 om inga förändringar sker i dagens regelverk för statens utgifter.⁶ Den växande skulden beror bland annat på stigande federala kostnader då andelen äldre i befolkningen ökar. Parterna i kongressen är överens om att denna skuldutveckling inte är långsiktigt hållbar, men har svårt att enas om hur statens inkomster och utgifter bör anpassas.

En del av det finanspolitiska ramverket i USA är ett självpåtaget skuldtak, som innebär att finansdepartementet måste ha kongressens tillstånd att låna pengar för att täcka upp för ett federalt budgetunderskott. I augusti 2011 uppstod problem då skuldtaket var nära att nås. Kongressen ville inte höja taket utan att samtidigt kunna presentera en plan för att få ned den federala skulden som andel av BNP på sikt. I elfte timmen höjdes skuldtaket. För att undvika att detta scenario skulle upprepas nästa gång skuldtaket nåddes i slutet av 2012, lagstod kongressen om stora automatiska nedskärningar i offentliga utgifter som skulle bli verklighet om en långsiktig överenskommelse saknades. Dessa nedskärningar, som framförallt rör utgifter för försvaret men även för sjukvård, skulle enligt lag träda i kraft den 1 januari 2013. Samtidigt skulle även flera tillfälliga skattesänkningar hävas.

Skatthöjningarna och utgiftsminskningarna, det så kallade finanspolitiska stupet, beräknades motsvara drygt 4 procent av USA:s BNP. Om samtliga åtstramningar hade trätt i kraft vid årsskiftet skulle detta sannolikt ha lett till i en ny recession i USA.⁷

Diagram A1. Skuldutveckling i USA
Procent av BNP

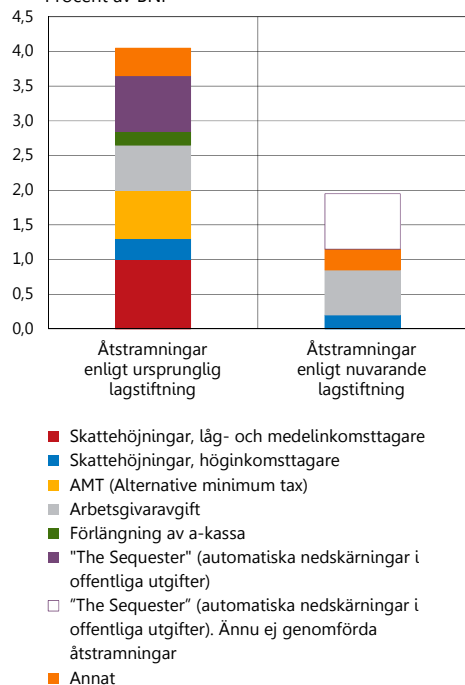


Anm. Statsskuld.
Källa: OECD

⁶ För en utförlig beskrivning av detta scenario, se Congressional Budget Office (2012), "The 2012 Long-term Budget Outlook", www.cbo.gov.

⁷ Se Congressional Budget Office (2012), "An Update to the Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022", www.cbo.gov.

Diagram A2. Komponenter i det finanspolitiska stupet och åtstramningar enligt nytt lagförslag 1 januari 2013
Procent av BNP



Anm. Ungefärliga beräkningar.
Källor: IMF och Riksbanken

Överenskommelse i kongressen efter nyår

Ätstramningarna på intäktssidan utgjorde närmare tre fjärdedelar av det finanspolitiska stupet. För att undvika en ny recession, men samtidigt se till att öka statens intäkter, kom demokrater och republikaner efter utdragna förhandlingar i kongressen i början av januari överens om att höja vissa skattesatser. Uppgårelsen innebär i huvudsak att inkomstskattesatserna höjs för de två procent av den amerikanska befolkningen som tjänar mest. De nuvarande skattesatserna för resterande del av befolkningen permanentas. Andra delar av överenskommelsen rör den så kallade alternativa minimiskatten som justeras uppåt i takt med inflationen för att den inte ska drabba medelinkomsttagarna⁸. Den federala arbetslöshetsersättningen förlängs i ytterligare ett år och arbetsgivaravgifterna, som sänktes temporärt under finanskrisen, återställs till tidigare nivåer⁹. Totalt motsvarar dessa åtstramningar på inkomstsidan cirka 1 procent av BNP (se diagram A2). Beslutet om de automatiska åtstramningarna på utgiftssidan har skjutits fram i två månader till senast den 1 mars.

Viktiga beslut kvar att fatta

De automatiska utgiftsminskningarna uppgår till cirka 0,8 procent av BNP och består av nedskärningar i den offentliga sektorn, främst vad gäller försvaret men även i utgifter för sjukvård. Om kongressen inte har fattat något beslut om utgiftsminskningar den 1 mars träder dessa automatiskt i kraft.

USA slog i praktiken i det federala skuldtaket i slutet av december 2012. Med hjälp av extraordinära åtgärder hindrade finansdepartementet de federala medlemmarna från att sätta fram till slutet av januari, då kongressen beslutade om att häva skuldtaket fram till den 18 maj. Om kongressen då inte har kommit överens om en långsiktig plan för att minska statens utgifter, måste taket så småningom höjas på nytt. Detta för att man ska kunna undvika att ställa in betalningarna på den amerikanska skulden och undvika att stänga ned offentlig verksamhet.

Riksbankens prognos i linje med överenskommelsen i kongressen

Kongressens överenskommelse på intäktssidan innebär i praktiken att finanspolitiska åtstramningar omfattande 4 procent av BNP har undvikits. Överenskommelsen, tillsammans med tidigare fattade beslut om att minska de offentliga utgifterna under 2013, motsvarar en finanspolitisk åtstramning på drygt 1 procent av BNP. Om de automatiska åtstramningarna på utgiftssidan skulle träda i kraft såsom de ser ut i skrivande stund landar den totala åtstramningen för 2013 på omkring 2 procent av BNP. Om demokrater och republikaner i kongressen fattar en annan överenskommelse finns dock en möjlighet att utgiftsminskningarna blir något mindre. Sannolikheten förefaller

⁸ The alternative minimum tax (AMT) är en federal inkomstskatt på inkomster som överstiger en viss nivå, främst avsedd för höginkomsttagare. Löntagaren betalar denna skatt utöver den "vanliga" inkomstskatten.

⁹ Arbetsgivaravgifterna delas lika mellan arbetstagare och arbetsgivare, och översätts ibland till svenska som "löneskatt" (eng. payroll tax).

åtstramningarna i den amerikanska finanspolitiken 2013 att motsvara ungefär 1,5 procent av BNP, vilket i stort sett är i linje med antagandet Riksbanken har haft sedan en tid.

I Riksbankens prognos antas att den amerikanska budgetkonsolideringen fortskrider de kommande åren. Den är nödvändig för att USA ska komma tillrätta med de offentliga finanserna på lång sikt. Detta i ljuset av den snabbt stigande federala skulden som andel av BNP, och de långsiktiga utmaningarna med att finansiera det offentliga välfärdssystemet.

■ Hushållens balansräkning och den makroekonomiska bedömningen

Det finns ett ömsesidigt beroende mellan hushållens tillgångar och skulder och hushållens konsumtion och sparande. Förändringar i värdet på hushållens tillgångar har därmed direkta effekter på den ekonomiska utvecklingen via konsumtion och sparande. Riksbanken gör därför prognoser för hushållens tillgångar och skulder. Ett sätt att åskådliggöra förhållandet mellan hushållens skulder och tillgångar är att sammanställa deras balansräkning. Det finns dock ingen vedertagen definition som visar vilka skulder och tillgångar som bör ingå i en sådan balansräkning. I denna fördjupning presenteras hur Riksbanken sammanställer information över hushållens balansräkning, vad som påverkar balansräkningen och vilka förändringar i denna som kan få stor betydelse för den ekonomiska utvecklingen.

Riksbankens sammanställning av en balansräkning för de svenska hushållen

Balansräkning är ett begrepp som bland annat används inom bokföring för att åskådliggöra relationen mellan tillgångar, skulder och eget kapital. Ett av problemen med att sammanställa en sådan balansräkning för hushållen är att det sedan 2007 inte finns någon regelbunden officiell sammanställning av hushållens tillgångar och skulder. Det finns enstaka sammanställningar där hushållens balansräkning uppskattas, senast av SCB 2010.¹⁰ Om man däremot löpande vill följa hur hushållens balansräkning utvecklas måste denna sammanställas från flera olika statistikkällor.

Hushållens tillgångar kan delas upp i finansiella- och reala tillgångar. Statistik över hushållens **finansiella tillgångar** publiceras i finansiella tillgångarna varje kvartal.¹¹ Till de finansiella tillgångarna räknas hushållens innehav av aktier, obligationer, fonder, banktillgodohavande, med mera. Dessa likvida tillgångar utgjorde 2011 ungefär hälften av de finansiella tillgångarna. Den andra hälften utgörs av försäkringssparandet, som bland annat består av det privata pensionssparandet (se tabell A1). Sedan mitten av 1990-talet bokförs även det kollektiva försäkringssparandet (bland annat premiepensionssystemet, PPM) som en del av hushållens tillgångar.

Andelen direktägda aktier och fonder i den totala förmögenheten är relativt liten (se tabell A1). Däremot innehåller både försäkringssparandet och PPM-systemet en betydande andel aktier. Hushållen äger därmed betydligt mer aktier än vad som speglas av andelen direktägda aktier.

¹⁰ Se "Tillgångar, skulder och kapitalvinster - balansräkningens roll underskattas i statistik och analys", SCB, 2010.

¹¹ Finansiella tillgångarna är en del av nationalräkningsystemet och publiceras av SCB.

Tabell A1. Hushållens tillgångar
Procent av totala tillgångar

	1990 kv 1	2000 kv 1	2011 kv 4
Finansiella tillgångar			
Aktier och fondandelar	14,5	25,4	10,2
Obligationer	4,1	2,3	1,1
Bankinlåning*	19,6	10,4	12,0
Privat försäkringssparande	5,6	11,1	6,5
Kollektivt försäkringssparande	0,0	10,7	17,9
Övrigt	0,4	4,0	3,3
Reala tillgångar			
Småhus och fritidshus	48,0	30,7	36,8
Bostadsrätter	7,8	5,4	12,3
Summa	100,0	100,0	100,0

Amn. * inklusive sedlar och mynt. På grund av avrundning summerar inte andelarna exakt till 100.
Källor: SCB och Riksbanken

Hushållen har även **reala tillgångar** (se tabell A1 och diagram A3). Statistik över de reala tillgångarna är dock inget som publiceras utan dessa måste beräknas. Riksbanken beräknar värdet av småhus och fritidshus utifrån taxeringsutfallen och priserna för dessa (enligt så kallade köpeskillingskoefficienter). Denna beräkning utgör ett mått på marknadsvärderingen av den samlade husstocken.¹² Till de reala tillgångarna räknar Riksbanken även hushållens innehav av bostadsrättsandelar. Denna uppgift finns i SCB:s finansräkenskaper, där hushållens innehav av bostadsrätter istället definieras som en finansiell tillgång.¹³

För att få en bild av hushållens balansräkning måste man också bilda sig en uppfattning om **hushållens finansiella skulder**. Framförallt är det de reala tillgångarna som belånats eftersom köp av bostäder ofta är lånefinansierade.

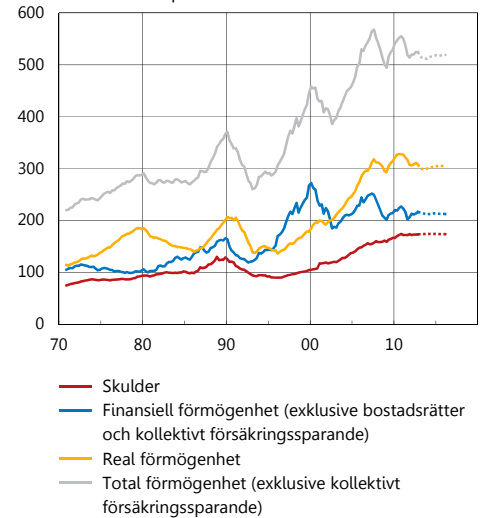
Tabell A2. Hushållens balansräkning 2011
Procent av disponibel inkomst respektive miljarder SEK

	Procent	Miljarder SEK
Finansiella tillgångar*	319	5 527
Reala tillgångar	307	5 330
Finansiella skulder	174	3 016
Nettotillgångar	452	7 841

Anm. *inklusive kollektivt försäkringssparande.
Källor: SCB och Riksbanken

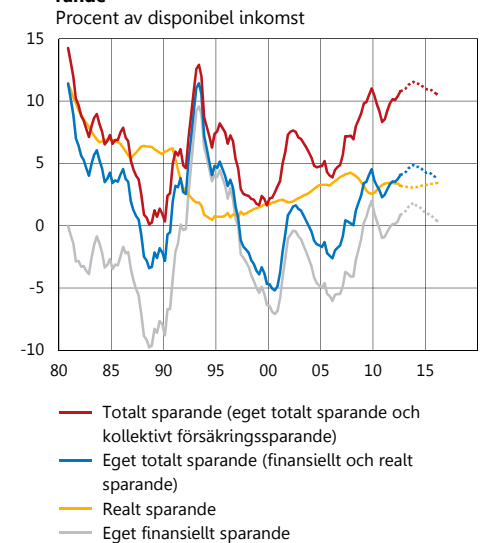
Enligt Riksbankens mått på hushållens balansräkning uppgick tillgångarna i slutet av 2011 till uppskattningsvis 10 858 miljarder kronor medan hushållens skulder uppgick till 3 016 miljarder kronor.¹⁴ Nettot av hushållens tillgångar och skulder var därmed drygt 7 800 miljarder.¹⁵ Detta säger dock självfallet inget om hur enskilda hushålls balansräkning ser ut.

Diagram A3. Hushållens förmögenhet
Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A4. Olika definitioner av hushållens sparande
Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken

¹² I måttet på den reala förmögenheten ingår inte hushållens tillgångar i till exempel flerbostadshus (det vill säga privatägda hyresfastigheter), mark och skog men dock torde denna uppskattning omfatta merparten av hushållens reala tillgångar.

¹³ Detta innebär alltså att SCB använder en annan definition av finansiella tillgångar.

¹⁴ Man kan även argumentera för att det diskonterade värdet av de framtida inkomsterna ska ingå i en balansräkning då de speglar hushållens humankapital. Att uppskatta detta är naturligtvis svårt men mycket tyder på att humankapitalet, om det skulle inkluderas, med all sannolikhet skulle vara den väsentligt största posten i balansräkningen.

¹⁵ Nettot, eller nettotillgångarna, speglar därmed hushållens egna kapital.

Diagram A5. Hushållens avkastning på finansiella tillgångar och Affärsvärldens generalindex



Anm. Värdeförändringen är beräknad som skillnaden i ställningsvärde mellan två kvartal, korrigerat för de transaktioner som skett under kvartalet.

Källor: Affärsvärlden, SCB och Riksbanken

Diagram A6. Hushållens avkastning på reala tillgångar och fastighetspriser



Anm. Värdeförändringen är beräknad som skillnaden i ställningsvärde mellan två kvartal, korrigerat för de transaktioner som skett under kvartalet.

Källor: SCB och Riksbanken

Sparandet påverkar förändringen av balansräkningen

Hushållens egna totala sparande är skillnaden mellan inkomst och konsumtionsutgift. De senaste decennierna har det egna totala sparandet ibland varit negativt, men har sedan finanskrisen varit positivt, se diagram A4. I den officiella definitionen av de svenska hushållens totala sparande ingår dessutom avsättningar till de kollektiva försäkringarna.¹⁶ Det totala egna sparandet kan i sin tur delas upp i det egna finansiella sparandet och det reala sparandet, se diagram A4.

Det reala sparande är det hushållen investerar i sitt boende, exempelvis om man byggt till på sommarstugan. Det finansiella sparandet täcker däremot in summan av förändringar av finansiella tillgångar, amorteringar och nya skulder. Exempelvis kan ett positivt finansiellt sparande innebära att hushållen har satt in medel på bankkontot, köpt aktier, eller amorterat på befintliga lån. Om det finansiella sparandet istället är negativt kan man exempelvis ha tagit ut pengar från bankkontot eller tagit upp ett nytt lån. Hushållens egna totala sparande är med andra ord summan av de finansiella tillgångar som köpts eller sålts, de reala investeringar som gjorts och de amorteringar eller den ytterligare upplåning som skett.

Tillgångspriserna påverkar värdet av balansräkningen

De finansiella tillgångarna bidrar till att öka hushållens inkomster, via ränteinkomster och genom att hushållen får aktieutdelningar, medan hushållens inkomster minskar genom de ränteutgifter som de betalar på skulderna.¹⁷ Också den prisförändring som sker mellan två tidpunkter är en del av avkastningen men påverkar inte direkt hushållens inkomster (om tillgångarna inte säljs).¹⁸ Eftersom balansräkningen är marknadsvärderad kommer förändringar av tillgångspriserna däremot att påverka balansräkningen.

Det är just aktiepriserna som är nära kopplade till hur avkastningen på de finansiella tillgångarna förändras (se diagram A5). För de reala tillgångarna är det naturligtvis främst förändringar i huspriserna som gör att värdet förändras (se diagram A6). Historiskt har det också funnits ett tydligt samband mellan sparandet och förändringen i balansräkningen. Det verkar alltså som om hushållen har tenderat att spara mer när tillgångarna minskat i värde och tvärtom (se diagram A7). För att avgöra hur balansräkningen utvecklas under prognosperioden måste man alltså bilda sig en uppfattning om hur sparandet, utdelningar och kapitalutgifter utvecklas men framförallt om hur tillgångspriserna utvecklas.

¹⁶ Nationalräkenskaperna inkluderar det sparande som sker i det kollektiva försäkringssystemet som en del av hushållens totala sparande.

¹⁷ I definitionen av hushållens disponibla inkomster ingår alltså inkomster och utgifter av kapital. Också reala tillgångar (främst fastighetsinnehav) påverkar inkomstberäkningarna då de ger en utdelning i form av den boendetjänst fastigheten genererar.

¹⁸ Vi bortser här från skatteeffekter.

Olika mått på skuldsättning

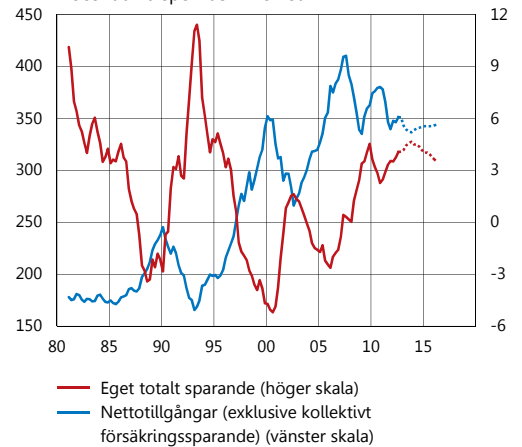
En analys av balansräkningen är i mångt och mycket även en analys av hushållens skuldsättningsgrad. För hushållen finns dock ingen entydig definition av skuldsättningsgrad. Tre vanligt förekommande definitioner av skuldsättningsgraden finns i diagram A8. De mått på skuldsättningsgraden där skulder uttrycks i relation till tillgångar brukar kallas belåningsgrad (se röd och gul linje i diagram A8). Ett brett mått på belåningsgraden, som har karaktären av ett soliditetsmått, är helt enkelt balansräkningens skuldsida i relation till tillgångssidan. Ett annat mått som används är skuldkvoten, som sätter skulderna i relation till de disponibla inkomsterna (se blå linje i diagram A8). När skulderna, eller räntorna som hushållen betalar på skulden, ökar så minskar samtidigt hushållens disponibla inkomster.¹⁹ Skuldkvoten ger därmed en uppfattning om hur stor del av inkomsten som hushållen behöver använda för att klara av att betala på sina lån. Olika mått på skuldsättningsgraden kan därmed visa olika utveckling om det sker förändringar i balansräkningen, exempelvis om tillgångspriserna varaktigt skulle förändras.

Kopplingen mellan balansräkningen och den ekonomiska utvecklingen

En direkt koppling mellan balansräkningen och ekonomin i övrigt går via hushållens konsumtion. Enligt en vanligt förekommande teori konsumerar hushållen varje period en del av den framtida förväntade förmögenheten.²⁰ Denna förmögenhet består framförallt av de framtida arbetsinkomsterna men även nettotillgångarna spelar roll.

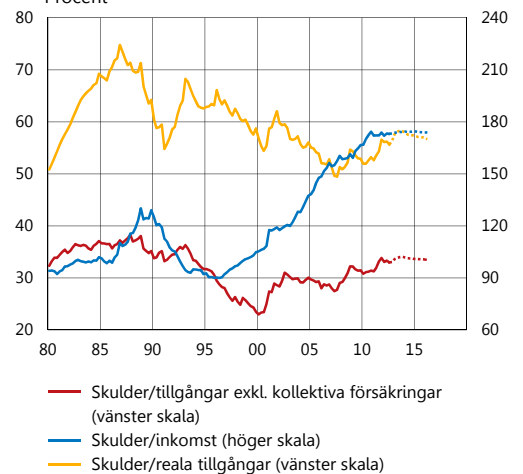
Det finns många internationella studier som tyder på att balansräkningen, eller delar av denna, är viktig för hur konsumtionen utvecklas.²¹ Studier visar att utvecklingen av balansräkningen är viktig för hushållens konsumtionsbeslut även i Sverige.²² Det har också framhållits i vissa studier av sambandet mellan konsumtionen och balansräkningen att det framförallt är varaktiga förändringar av tillgångspriser som får en effekt på konsumtionen. Den stora delen av variationerna i tillgångspriserna är dock av en mer tillfällig natur och därmed skulle förändringar av balansräkningen normalt endast ha en marginell effekt på konsumtionen.²³

Diagram A7. Eget sparande och nettotillgångar (exklusive kollektivt försäkringsparande)
Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A8. Tre mått på skuldsättningsgrad
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

¹⁹ Om skulderna utgör ca 170 procent av inkomsterna och den nominella räntan man betalar på skulderna är 3 procent betalar ett hushåll 5,1 procent av inkomsten i räntebetalningar. Om räntan av någon anledning ökar till 4 procent stiger utgifterna till ungefär 6,8 procent. Detta visar att med en skuldkvot på 170 procent så ökar räntebetalningarna med 1,7 procentenhet när räntan ökar med en procentenhet.

²⁰ Denna teori brukar vanligen gå under beteckningen "livscykelhypotesen", se F. Modigliani och R. Brumberg, "Utility Analysis and the Consumption Function: an Interpretation of the Cross-Sectional Data" *Post-Keynesian Economics*, New Brunswick, New Jersey: Rutgers University Press 1954.

²¹ Se exempelvis M. Palumbo, J. Rudd och K. Whelan "On the Relationships between Real Consumption, Income, and Wealth" *Working Paper*, Board of Governors of the Federal Reserve System, August 2012. Andra studier som särskilt betonar den reala förmögenhetens roll för konsumtionsbesluten är K. Case, J.M. Quigley och R.J. Shiller "Wealth Effects Revisited: 1975-2012" *NBER Working Paper Series*, No. 18667, January 2013 och M. Iacoviello "Housing Wealth and Consumption", International Finance Discussion Papers, Board of Governors of the Federal Reserve System No. 1027, August 2012.

²² Se H. Johnsson och P. Kaplan "An Econometric Study of Private Consumption Expenditure in Sweden" *Working Paper No. 70*, Konjunkturinstitutet 1999 eller M. Bjellerup "Do the Measures of Consumption Measure Up?" *Essays on Consumption: Aggregation, Asymmetry and Asset Distribution*, No 68, Acta Wexionensia 2005.

²³ Se M. Lettau och S.C. Ludvigson "Understanding Trend and Cycle in Asset Values: Reevaluating the Wealth Effect on Consumption" *American Economic Review*, March 2004. Se även M. Lettau, S.C. Ludvigson och N. Barczy "A Primer on the Economics and Time Series Econometrics of Wealth Effects: A Comment", *Working Paper*, Federal Reserve Bank of New York, May 2001 för en diskussion om de metodproblem som kan uppstå i det empiriska arbetet med att mäta balansräkningens effekt på konsumtionen.

Vad kan hända med balansräkning och konsumtion om huspriserna faller: ett räkneexempel

Empiriska studier kan endast visa hur hushållen i genomsnitt reagerat vid tidigare tillfällen när tillgångspriser förändrats. Det är dock inte givet att hushållen alltid agerar på samma sätt och hur hushållen väljer att agera efter en förändring av balansräkningen kan spela en avgörande roll för hur stor effekt det blir på den reala ekonomin.

Om exempelvis huspriserna skulle falla varaktigt med 10 procent kan hushållen välja att agera på olika sätt. Ett alternativ är naturligtvis att inte göra någonting. Ett fall i huspriserna kommer då att leda till att belåningsgraden ökar, nettotillgångarna minskar och skuldkvoten blir ungefär oförändrad.

Ett annat alternativ är att hushållen strävar efter att återställa den ursprungliga relationen i balansräkningen, exempelvis genom att sälja av finansiella tillgångar och lösa en del av skulderna. Belåningsgraden kan då minskas eller i vissa fall helt återställas samtidigt som skuldkvoten sjunker. De två olika sätten att reagera på kan i slutändan resultera i en ungefär lika stor nedgång i hushållens nettotillgångar.²⁴ Det finns olika uppskattningar av hur mycket konsumtionen förändras givet en förändring av nettotillgångarna. En möjlig uppskattning är att ett 10 procentigt fall av huspriserna skulle kunna medföra att konsumtionen faller med cirka 1 procent.²⁵ Effekterna på konsumtionen skulle med andra ord kunna bli liknande i de bägge fallen, även om effekterna på balansräkningen och olika skuldsättningsmått blir olika.

Ett tredje alternativ är att hushållen återställer relationerna i balansräkningen genom att helt enkelt spara, exempelvis genom att amortera av skulder.²⁶ Utöver den inledande effekten på konsumtionen av lägre nettotillgångar blir också sparandet nu högre under en tid. Med exakt hur mycket är naturligtvis svårt att avgöra men som exempel kan nämnas att om hushållen vill bibehålla belåningsgraden som den var 2011 behöver skulderna minska med cirka 300 miljarder om huspriserna faller med 10 procent.²⁷ Detta är ett relativt stort belopp (motsvarar cirka 17 procent av de disponibla inkomsterna) och sannolikt måste konsumtionen därmed vara lägre under en längre tid för att sparandet ska bygga upp nettotillgångarna. I det här exemplet kommer belåningsgraden att minskas eller i vissa fall helt återställas samtidigt som skuldkvoten sjunker, men detta sker som sagt sannolikt över en längre period. Hushållen skulle därmed

²⁴ Detta kräver förstås att det finns tillräckligt med finansiella tillgångar att sälja, samt att priset på dessa tillgångar inte förändras radikalt. De aggregerade hushållens balansräkning innehåller visserligen tillräckligt med finansiella tillgångar för detta exempel men för enskilda hushåll kan denna situation se annorlunda ut.

²⁵ M. Iacoviello "Housing Wealth and Consumption", *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System No. 1027, August 2012 redovisar resultat som tyder på att då de reala tillgångarna ändras med 10 procent så ändras konsumtionen med drygt 1 procent. Resultat på svenska data visar en mer splittrad bild. I Konjunkturinstitutet "Konsumtion, försiktighetssparande och arbetslöshetsrisker" fördjupning i *Konjunkturläget* juni 2012, anges samband som tyder på att om nettotillgångarna ändras med 10 procent ändras konsumtionen med drygt 2 procent. Däremot tyder resultaten i H. Johnsson och P. Kaplan "An Econometric Study of Private Consumption Expenditure in Sweden" *Working Paper* No. 70, Konjunkturinstitutet 1999 på att konsumtionen skulle vara mindre känslig för en förändring av just reala tillgångar. Effekterna i denna studie ligger på knappt 0,5 procent. Resultat för Norge i Erlandsen, S. och R. Nymoen, "Consumption and Population Age Structure", *Journal of Population Economics*, 21, 2008 visar att motsvarande effekt är mellan 1,5 till drygt 2 procent på konsumtionen.

²⁶ Det högre sparandet kan användas för att köpa nya tillgångar eller för att amortera av skulder. Eftersom exemplet förutsätter att tillgångarna har fallit i värde antas det i exemplet att hushållen amorterar av skulder.

²⁷ Skulderna måste minskas från drygt 3 000 till 2 700 miljarder.

agera på ett liknande sätt som efter krisen i början av 1990-talet då skuldkvoten föll samtidigt som sparandet steg påtagligt.²⁸ Avgörande för ekonomin är alltså om en sådan anpassning sker och hur snabbt den sker.

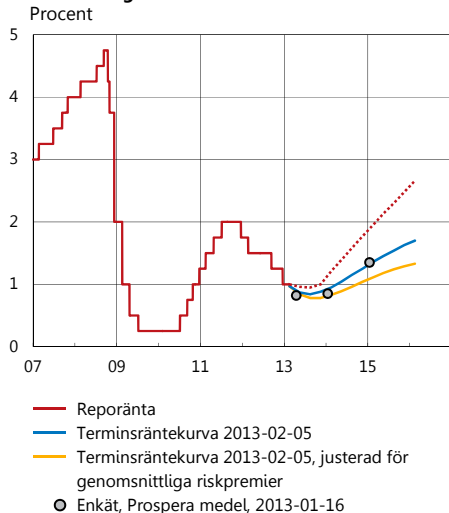
Empiriska samband, såväl internationella som svenska, tyder på att det normalt inte blir några dramatiskt stora effekter på konsumtionen av en förändring i balansräkningen. Men empiriska samband speglar ett historiskt genomsnittligt beteende och kan inte tas för givna i varje enskilt fall. Den internationella erfarenheten tyder på att i de länder där ett husprisfall föregåtts av en kraftig skulduppbyggnad hos hushållen har de realekonomiska konsekvenserna blivit mer kostsamma och mer långdragna av ett fall i huspriserna än annars.²⁹ Det går dock inte att automatiskt dra slutsatser för Sverige baserat på erfarenheter från omvärlden. Effekterna på hushållens balansräkning och ekonomin i stort av en störning av tillgångspriserna är därmed ytterst en bedömningsfråga.

²⁸ För en teoretisk diskussion om hur balansräkningseffekter kan förstärka effekten av störningar till ekonomin, se M. Iacoviello "House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle", *American Economic Review*, June 2005.

²⁹ Se diskussionen i International Monetary Fund "Dealing with Household Debt" *World Economic Outlook* kapitel 3, April 2012.

Perspektiv på penningpolitiska förväntningar och terminsräntor

Diagram A9. Riksbankens mått på penningpolitiska förväntningar



Anm. Enkätförväntningarna är från Prosperas enkätfrågor till penningmarknadsaktörer om den framtida reporäntan. Terminsräntekurvan är beräknad från räntor på derivatkontrakt (RIBAFutures och Forward Rate Agreements). Den justerade terminsräntekurvan har justerats med en tumregel för genomsnittliga riskpremier (tumregeln är 1 räntepunkt multiplicerat med horisonten angiven i antal månader).

Källor: Reuters EcoWin, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

Framtidens räntenivåer är svåra att förutse och det blir svårare ju längre prognosperioden är. Vad marknadsaktörerna förväntar sig om den framtida penningpolitiken går att utläsa i enkätundersökningar eller genom att studera marknadsprissättningen av terminsräntor. Förväntningarna är viktiga då de påverkar de långfristiga räntor som hushåll och företag får betala. Genom att följa utvecklingen av de penningpolitiska förväntningarna kan man bättre förstå i vilken utsträckning Riksbankens räntebeslut och kommunikation påverkar dessa räntor. Det är dock svårt att mäta förväntningarna med någon större säkerhet. Denna fördjupning diskuterar de bakomliggande orsakerna, försöker kvantifiera osäkerheten och illustrerar den med ett intervall för de penningpolitiska förväntningarna.

Penningpolitiska förväntningar och deras betydelse

Riksbankens direktions beslut om reporäntans nivå vid varje penningpolitiskt möte. Denna ränta styr vad de mest kortfristiga marknadsräntorna blir. Långfristiga räntor, till exempel statsobligationsräntor och låneräntor för hushåll och företag, påverkas också till viss del av vad marknadsaktörerna förväntar sig för penningpolitik framöver.³⁰ De beslut som ekonomins aktörer fattar påverkas alltså både av vad räntorna är idag och vad de förväntas vara framöver, och det är därför viktigt för Riksbanken att följa hur förväntningarna på penningpolitiken utvecklas.³¹

Hur mäts penningpolitiska förväntningar?

De penningpolitiska förväntningarna är inte direkt observerbara men kan mätas på i huvudsak två olika sätt: med enkätundersökningar eller utifrån marknadsprissättningen av terminsräntor.³² Riksbanken följer förväntningarna löpande med hjälp av båda mätmetoderna (se diagram A9). Både enkäter och terminsräntor är dock förknippade med olika problem som kan ge upphov till mätfel.

I enkätundersökningar tillfrågas ett urval av olika marknadsaktörer om vilken reporänta de förväntar sig framöver. Fördelen med enkätmåten är att de reflekterar de penningpolitiska förväntningarna på ett direkt sätt, utan vidare justeringar. Trots det kan det uppstå mätfel eftersom respondenterna saknar starka incitament som kan garantera att svaren verkligen reflekterar deras sanna förväntningar. En annan källa till mätfel är att enkätens urval av respondenter och deras svar inte nödvändigtvis är representativt för de sanna samlade förväntningarna hos marknadsaktörerna.³³

³⁰ Den s.k. förväntningshypotesen beskriver hur långfristiga räntor är kopplade till förväntningar om framtida dagslåneränta (den mest kortfristiga räntan). Om exempelvis upprepade placeringar till dagslåneräntan förväntas ge 1 procent i avkastning under det kommande året innebär förväntningshypotesen att räntan på en ettårig bunden riskfri placering också ska ge 1 procent i avkastning. Långfristiga räntor påverkas dock även av många andra faktorer än penningpolitiken.

³¹ De penningpolitiska förväntningarnas roll i den så kallade penningpolitiska transmissionsmekanismen beskrivs exempelvis av E. Hopkins, J. Lindé och U. Söderström, i "Den penningpolitiska transmissionsmekanismen", *Penning- och valutapolitik*, 2009:2, Sveriges riksbank.

³² Att förväntningarna inte är direkt observerbara får konsekvensen att vi inte ens i efterhand kan avgöra om de olika måten på ett bra sätt har reflekterat de sanna förväntningarna.

³³ En ytterligare källa till mätfel är att många av svaren i enkäterna förmodligen avser respondentens förväntade median- eller typvärde. Enligt förväntningshypotesen är det snarare väntevärdet för den förväntade

För att mäta penningpolitiska förväntningar genom marknadsräntor studerar man terminsräntorna (se diagram A9).³⁴ Enligt den så kallade förväntningshypotesen ska terminsräntor reflektera förväntningar på den framtida reporäntan.³⁵ Att använda prissättningen av terminsräntor har flera fördelar. Måttet baseras på marknadsaktörernas ekonomiska beslut, det bör reflektera aktörernas sannolikhetsviktade medelvärde för vad reporäntan förväntas vara i framtiden och måttet går att följa löpande medan räntemarknaderna är öppna för handel.

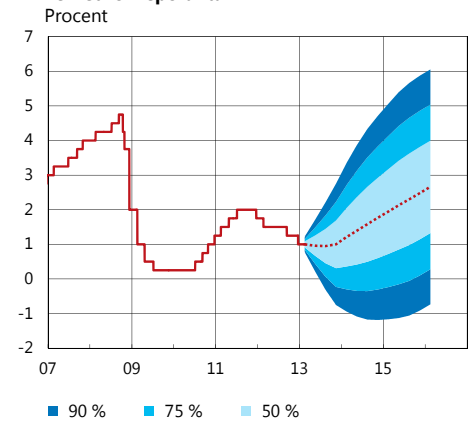
I praktiken innehåller dock terminsräntor inte enbart penningpolitiska förväntningar utan även riskpremier. Dessa riskpremier kan vara positiva eller negativa samt variera över tiden. Riskpremier i terminsräntorna uppstår bland annat på grund av investerarnas krav på att bli kompenserade för osäkerheten om den framtida ränteutvecklingen, eftersom olika ränteutveckling påverkar värdet av deras innehav av räntebärande värdepapper. Faktorer som påverkar balansen mellan utbud och efterfrågan på räntebärande värdepapper kan också leda till riskpremier.³⁶ För att kunna använda terminsräntor som ett mått på förväntningarna på den framtida reporäntan behöver man därför ta hänsyn till hur terminsräntorna, speciellt de som avser en avlägsen tidpunkt, påverkas av osäkerheten om framtida räntor och av utvecklingen av riskpremien (se exempelvis diagram A9 för terminsräntor beräknade både med och utan en justering för riskpremier).

Räntor är svåra att förutsäga

Att förutsäga vad reporäntan kommer att bli om ett par år är komplicerat eftersom det kräver en uppfattning om hur ekonomin kommer att utvecklas i framtiden, inklusive hur penningpolitiken kommer att reagera. Därmed är prognoser för reporäntan förknippade med en betydande osäkerhet och precisionen i prognoserna minskar ju längre fram i tiden som de sträcker sig. För att få en uppfattning om hur stor prognososäkerheten är kan man beräkna spridningen i de historiska prognosfelen. Riksbanken brukar illustrera prognososäkerheten med sannolikhetsintervall för några av de viktigaste prognosvariablerna, bland annat reporäntan (se diagram A10).³⁷

Spridningen i prognosfelen för penningpolitiska förväntningar, beräknade med såväl terminsräntor som enkätsvar, är relativt stor för prognoser 1 och 2 år framåt och större ju längre prognosperioden är (se tabell A3).³⁸ Prognosprecisionen, mätt som roten ur genomsnittet

Diagram A10. Intervall som avspeglar prognososäkerhet för reporäntan



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

Källa: Riksbanken

framtida utvecklingen för reporäntan som antas påverka långfristiga räntor. Väntevärdet definieras som de tänkbara utfallen för reporäntan viktade med sina tillhörande sannolikheter. Enkätbaserade mått kan därför medföra ett mätfel som kan variera över tiden, beroende på hur mycket typvärdet och väntevärdet skiljer sig åt vid olika tillfällen.

³⁴ En terminsränta avser en ränta på ett framtida lån. I fallet när man vill avläsa penningpolitiska förväntningar handlar det om räntan på ett kortfristigt lån i form av dagslån som är den ränta som Riksbanken avser att styra genom att bestämma nivån på reporäntan. Terminsräntor kan vara direkt avlästa från marknadspriser på terminkontrakt eller beräknade implicit från så kallade spoträntor (exempelvis obligationsräntor).

³⁵ En terminsränta som gäller den allra kortaste löptiden (dagslån), två år fram i tiden, skulle i så fall visa vilken reporänta som förväntas råda om två år.

³⁶ Begreppet riskpremier som används i denna fördjupning kallas ibland för löptidspremier. För vissa terminsräntor finns även en kreditriskpremie för att kompensera för att det finns risk att investeraren drabbas av kreditförluster. Kreditriskpremier är oftast relativt enkla att identifiera och för vissa typer av terminkontrakt är de små (exempelvis RIBA-terminkontrakt).

³⁷ Dessa intervall beräknas utifrån spridningen av historiska prognosfel.

³⁸ Resultaten är hämtade från M. Beechey och P. Österholm, "Policy Interest-Rate Expectations in Sweden: A Forecast Evaluation", Working Paper No 127, Konjunkturinstitutet, 2012 och M. Beechey och P. Österholm,

av de kvadrerade prognosavvikelserna för tvåårsprognoser mellan 2002 och 2012, är likvärdig för de två måtten: 2,07 för terminsräntor och 2,08 för enkäter. Ett högre värde innebär en lägre prognosprecision. Om prognosfelen är normalfördelade betyder det att ett intervall som täcker in 90 procent av de möjliga utfallen för reporäntan skulle vara knappt 7 procentenheter brett på två års sikt, vilket är i samma storleksordning som Riksbankens osäkerhetsintervall (se diagram A10). Detta är ungefär samma eller något högre prognosprecision än motsvarande mått för en enkel prognos där den förväntade reporäntan i framtiden är samma som den aktuella reporäntan vid prognostillfället. Riksbankens reporänteprognoiser har ungefär samma prognosprecision som måtten på förväntningarna sedan 2007 då Riksbanken började göra prognoser för reporäntan (se tabell A3). Detta trots att förväntningsmått och Riksbankens prognoser periodvis skiljer sig ganska mycket åt.

Att identifiera förväntningar utifrån terminsräntor

Eftersom terminsräntor inkluderar riskpremier är det nödvändigt att försöka rensa bort premierna för att identifiera ett rättvisande mått på de penningpolitiska förväntningarna.³⁹ Riskpremier är normalt sett högre och mer varierande ju längre horisont som räntorna avser, vilket beror på att ränteosäkerheten då är större som vi konstaterade ovan. Behovet av att justera terminsräntorna för premier ökar därför med horisonten. För terminsräntor upp till cirka 1 år är riskpremierna för det mesta förmodligen små, vilket gör att terminsräntorna borde vara ett relativt precist mått på de kortsiktiga penningpolitiska förväntningarna.

Att finna en metod som kan identifiera riskpremiernas storlek i terminsräntorna vid en viss tidpunkt är svårt och har sysselsatt akademiker och praktiker under lång tid. Det finns flera olika empiriska metoder som med olika ansatser försöker dela upp de observerade terminsräntorna i de två icke-observerade komponenterna: förväntningar på dagslåneräntan och riskpremier. Vissa metoder kan ge svar på vad riskpremien är i genomsnitt för olika horisonter, andra metoder avser att visa hur riskpremien utvecklas över tiden och vad den är idag.⁴⁰ Att estimerar vad riskpremien är i genomsnitt är med stor sannolikhet enklare än att lyckas identifiera vad riskpremien är vid varje enskilt tillfälle.

³⁹ "Central Bank Forecasts of Policy Interest Rates", *Working Paper* No 128, Konjunkturinstitutet, 2013. Terminsräntorna är baserade på räntederivat och har justerats för löptidspremier enligt en fast tumregel som används av Riksbanken. Enkätmättet använder en fråga om framtida förväntad reporänta som är inkluderad i TNS SIFO Prosperas enkätundersökning.

³⁹ Se M. Piazzesi och E. Swanson, "Futures prices as risk-adjusted forecasts of monetary policy", *Journal of Monetary Economics* 55(4), 2008, eller J. Alsterlind och H. Dillén, "Penningpolitiska förväntningar och terminsräntor", *Penning- och valutapolitik*, 2005:3, Sveriges riksbank, för beskrivningar av behovet av att identifiera riskpremierna.

⁴⁰ Se exempelvis E. Swanson, "What we do and don't know about the term premium", *FRBSF Economic Letter*, 2007.

Olika mått på svenska genomsnittliga terminspremier som Riksbanken beräknat tyder på att den genomsnittliga riskpremien för en terminsränta på exempelvis två års horisont har varit 25-40 räntepunkter det senaste decenniet.⁴¹ Dessa metoder inkluderar bland annat beräkningar av den genomsnittliga skillnaden mellan terminsräntor och enkäter över längre tidsperioder, den genomsnittliga skillnaden mellan kortfristiga och långfristiga räntor, och resultat från finansiella faktormodeller för statsobligationskurvan där riskpremien inte tillåts variera över tiden.⁴²

De metoder som används för att identifiera hur riskpremierna varierar över tiden kan ge väsentligt olika resultat vid enskilda tidpunkter, vilket visar hur svårt det är att identifiera riskpremier.⁴³ Några intressanta exempel på detta kommer från olika varianter av 3-faktormodeller för statsobligationskurvan med tidsvarierande riskpremier (se 3-faktormodell #1 och #2 i diagram A11).⁴⁴

En illustration av mätosäkerhet om penningpolitiska förväntningar

Mätosäkerhet uppstår på grund av att de tillgängliga måtten för penningpolitiska förväntningar inte är exakta. Begreppet mätosäkerhet står för osäkerheten om vad marknadsaktörerna har för förväntningar om den framtida reporäntan. Detta skiljer sig från begreppet prognososäkerhet som är den osäkerhet som finns om vad penningpolitiken kommer att bli i framtiden.

De olika metoderna som Riksbanken testat för att ta hänsyn till mätfel i terminsräntor ger inte någon entydig och lättolkad bild av vad de penningpolitiska förväntningarna är i dagsläget. Om man bara använde en av dessa metoder skulle det innebära en risk för att dra fel slutsatser om de aktuella penningpolitiska förväntningarna. Men metoderna kan tillsammans användas för att få en uppfattning om hur stor mätosäkerheten är.

Riksbanken har valt att kvantifiera mätosäkerheten genom att beräkna spridningen mellan olika mått på penningpolitiska förväntningar över en längre tidsperiod som en standardavvikelse kring genomsnittet för de olika måtten. Genom att anta att mätfelen är normalfördelade kan vi illustrera mätosäkerheten för vad de penningpolitiska förväntningarna är med ett osäkerhetsintervall (se diagram A12).

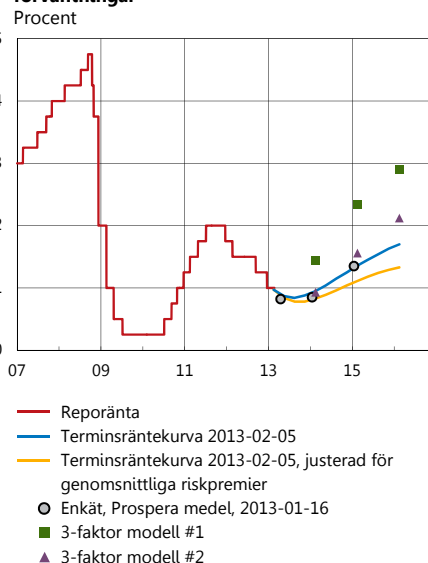
⁴¹ Riksbankens justering för riskpremier av räntederivatbaserade terminsräntor är vanligtvis 24 räntepunkter på två års horisont och baseras på estimat av den genomsnittliga riskpremien, exempelvis baserat på resultat från Alsterlind och Dillén, "Penningpolitiska förväntningar och terminspremier", *Penning- och valutapolitik* 2005:3, Sveriges riksbank. Även mer aktuella beräkningar av den genomsnittliga riskpremien som Riksbanken gjort ger stöd för den här justeringen.

⁴² En finansiell faktormodell för räntor härleder hur räntor med olika löptider prissätts i förhållande till varandra. Genom att använda med den historiska ränteutvecklingen för obligationer med olika löptider tillsammans med ett teoretiskt antagande om hur obligationerna prissätts kan modellen användas för att identifiera några få gemensamma drivande faktorer. Utifrån dessa faktorer kan modellen generera ett mått på förväntad utveckling för framtida kortfristig ränta (penningpolitiska förväntningar) och riskpremier för olika löptider. Se O. Vasicek, "An equilibrium Characterization of the term structure", *Journal of Financial Economics* 5(2), 1977, och D. Duffie och R. Kan, "A yield-factor model of interest rates", *Mathematical Finance* 6(4), 1996.

⁴³ Se även E. Swanson, "What we do and don't know about the term premium", *FRBSF Economic Letter*, 2007.

⁴⁴ Modellerna baseras på D. Kim och J. Wright, "An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates", *Finance and Economics Discussion Series* 2005-33, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), men är estimerade på svenska data. Modellerna ger estimat för vad riskpremier och förväntningarna på kortfristiga räntor är. Modell #1 är en modell estimerad på tidsperioden 1998 till 2008. Modell #2 är estimerad på tidsperioden 2010 till 2012 och använder dessutom information från Prosperas enkätsvar för att förbättra estimeringen av riskpremier och förväntningar.

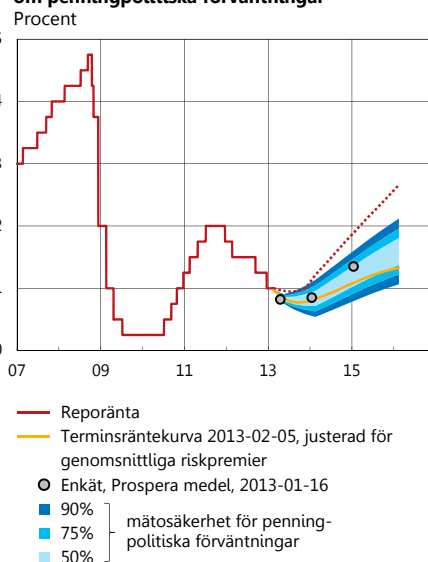
Diagram A11. Alternativa mått på penningpolitiska förväntningar



Anm. Modellerna är av samma typ som beskrivs i D. Kim och J. Wright, 2005, och är estimerade på svenska data för statsobligationsräntor. Modellerna ger estimat för vad riskpremierna och förväntningarna på kortfristiga räntor är. Modell #1 är en modell estimerad på tidsperioden 1998 till 2008. Modell #2 är estimerad på tidsperioden 2000 till 2012 och använder dessutom information från Prosperas enkätsvar för att förbättra estimeringen av riskpremier och förväntningar.

Källor: Reuters EcoWin, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

Diagram A12. Intervall som avspeglar mätosäkerhet om penningpolitiska förväntningar



Anm. Bredden på intervallet är beräknad utifrån spridningen mellan olika mått på penningpolitiska förväntningar för respektive horisont, plus ett antagande om normalfördelad spridning. Intervallet är sedan centererat kring medelvärdet av Riksbankens ordinarie mått på penningpolitiska förväntningar (Prospera-enkäter och riskpremiejusterade terminsräntor).

Källor: Reuters EcoWin, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

Några av måtten som vi har beräknat ger mindre troliga tolkningar av de penningpolitiska förväntningarna i dagsläget. Därför har vi valt att bara använda ett genomsnitt av de vanligaste måtten, enkäter och terminsräntor justerade med Riksbankens tumregel för genomsnittliga riskpremier, för att bestämma var mitten av intervallet ska vara. I takt med att mätmetoderna förfinas kan beräkningen av intervallet utvecklas och förbättras i framtiden.

Intervallet som visar mätosäkerheten i diagram A12 illustrerar att varken enkätmått eller terminsräntor är några exakta mått på förväntningar om den framtida reporäntan. Sannolikt är dock de verkliga förväntningarna inte alltför olika dessa mått. Det aktuella intervallet visar att de penningpolitiska förväntningarna är lägre än Riksbankens prognos för reporäntan.

Tabell A3. Historisk prognosprecision för mått på penningpolitiska förväntningar
Roten ur genomsnittet av kvadrerade prognosavvikelser (RMSE)

	2002-2012			2007-2012		
	1 kvartal	1 år	2 år	1 kvartal	1 år	2 år
Enkät (Prospera)	0,46	1,24	2,08	0,59**	1,52**	2,63**
Terminsräntor	0,46*	1,27	2,07	0,44	1,62	2,53
Riksbanken	-	-	-	0,43	1,74	2,60

Anm. Ett högre värde innebär en lägre prognosprecision. Terminsräntorna baseras på räntederivat och är justerade med en fast justering för riskpremier. * Beräknas från Riksbankens interpolerade terminkurva baserad på räntederivat för att få exakt ett kvartals horisont. ** Prognoser enligt enkäterna är ej gjorda vid exakt samma tillfälle som Riksbankens prognoser.

Källor: Beechey och Österholm, 2012 och 2013, och Riksbanken

■ Appendix

- Tabeller
- Fördjupningar 2010-2012
- Ränτεbeslut 2008-2012
- Ordlista

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport/uppföljning anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2012 kv 4	2013 kv 1	2013 kv 2	2014 kv 1	2015 kv 1	2016 kv 1
Reporänta	1,2	1,0 (1,0)	1,0 (1,0)	1,2 (1,3)	2,0 (2,0)	2,7

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013	2014	2015
KPI	3,0	0,9 (0,9)	0,4 (0,3)	2,1 (2,3)	2,6 (2,6)
KPIF	1,4	1,0 (0,9)	1,0 (0,9)	1,8 (2,0)	2,0 (2,0)
KPIF exkl. energi	1,0	1,0 (1,0)	1,2 (1,2)	1,8 (1,8)	2,1 (2,1)
HIKP	1,4	0,9 (0,9)	1,0 (0,9)	1,9 (2,0)	2,1 (2,1)

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

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	2011	2012	2013	2014	2015
Euroområdet (0,14)	1,5	-0,5 (-0,5)	-0,2 (-0,1)	1,3 (1,6)	1,9 (2,1)
USA (0,19)	1,8	2,2 (2,3)	1,9 (2,3)	3,0 (3,0)	3,4 (3,3)
Japan (0,06)	-0,5	2,1 (1,7)	1,0 (0,6)	1,1 (1,3)	1,0 (1,1)
Kina (0,15)	9,3	7,8 (7,8)	8,1 (8,2)	8,2 (8,2)	8,2 (8,2)
OECD (0,54)	1,9	1,4 (1,4)	1,4 (1,6)	2,4 (2,5)	2,7 (2,7)
KIX-vägd (0,79)	2,2	1,0 (1,0)	1,4 (1,4)	2,5 (2,6)	3,0 (2,9)
Världen (1,00)	3,9	3,3 (3,2)	3,5 (3,5)	4,0 (4,0)	4,3 (4,2)

Anm. Inom parentes anges köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen 2011 enligt IMF. Konjunkturinstitutet uppdaterar vikterna för kronindexet KIX i början av varje år. Siffrorna i tabellen är baserade på nya KIX-vikter som används för 2013 och ett antagande om att vikterna under kommande prognosår kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de tidigare fem åren.

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

	2011	2012	2013	2014	2015
Styrränta i omvärlden, procent	0,8	0,4 (0,4)	0,3 (0,3)	0,5 (0,4)	0,7 (0,8)
Råoljepris, USD/fat Brent	111	112 (112)	111 (107)	104 (102)	99 (98)
Svensk exportmarknad	5,4	1,5 (1,4)	2,8 (3,4)	5,9 (6,9)	6,8 (7,9)

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 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

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

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 6. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2011	2012	2013	2014	2015
Folkmängd, 16-64 år	0,3	0,1 (0,1)	0,2 (0,2)	0,2 (0,2)	0,2 (0,2)
Potentiellt arbetade timmar	0,7	0,5 (0,5)	0,4 (0,4)	0,4 (0,4)	0,4 (0,0)
BNP, kalenderkorrigerad	3,8	1,2 (1,2)	1,3 (1,3)	2,8 (2,8)	2,9 (2,9)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	2,3	0,4 (0,4)	0,0 (0,0)	0,8 (0,9)	0,9 (0,8)
Sysselsatta, 15-74 år	2,1	0,6 (0,5)	0,2 (0,1)	0,6 (0,8)	1,2 (1,2)
Arbetskraft, 15-74 år	1,2	0,8 (0,7)	0,7 (0,6)	0,2 (0,3)	0,2 (0,2)
Arbetslöshet, 15-74 år*	7,5	7,7 (7,7)	8,1 (8,1)	7,8 (7,6)	6,9 (6,8)

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

* 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: svagare arbetsmarknad, konjunkturellt

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

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

* 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: svagare arbetsmarknad, strukturellt

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

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

Tabell 10. Alternativscenario: svagare arbetsmarknad, strukturellt och mer expansiv penningpolitik

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

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

Tabell 11. Alternativscenario: svagare omvärld

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015
BNP i omvärlden	0,8 (1,4)	1,6 (2,5)	2,6 (3,0)
Styrränta i omvärlden, procent	0,3 (0,3)	0,4 (0,5)	0,5 (0,7)
Inflation i omvärlden	2,2 (2,2)	2,0 (2,2)	2,1 (2,3)
KPIF	0,9 (1,0)	1,6 (1,8)	1,9 (2,0)
KPI	0,1 (0,4)	1,5 (2,1)	2,4 (2,6)
Timgap, procent	-1,5 (-0,9)	-1,9 (-0,5)	-1,2 (0,0)
Reporänta, procent	0,7 (1,0)	0,7 (1,5)	1,4 (2,2)

Tabell 12. Alternativscenario: starkare omvärld

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015
BNP i omvärlden	1,6 (1,4)	3,2 (2,5)	3,2 (3,0)
Styrränta i omvärlden, procent	0,3 (0,3)	0,5 (0,5)	0,8 (0,7)
Inflation i omvärlden	2,2 (2,2)	2,2 (2,2)	2,3 (2,3)
KPIF	1,0 (1,0)	2,0 (1,8)	2,1 (2,0)
KPI	0,6 (0,4)	2,5 (2,1)	2,8 (2,6)
Timgap, procent	-0,5 (-0,9)	0,3 (-0,5)	0,5 (0,0)
Reporänta, procent	1,1 (1,0)	1,9 (1,5)	2,7 (2,2)

Tabell 13. Alternativscenario: lägre reporänta

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

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

Tabell 14. Alternativscenario: högre reporänta

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

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

Fördjupningar 2010-2012⁴⁵

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** Skuldskrisen i Europa
- 2011 Oktober** Ny avtalsrörelse i ett osäkert ekonomiskt läge

2012

- 2012 Februari** Eurosamarbetet och skuldskrisen
- 2012 Februari** Tillväxtekonomierna och Sveriges export
- 2012 Februari** Förhållandet mellan reporäntan och räntor till hushåll och företag
- 2012 Juli** Skuldskrisen i Europa – Utveckling under våren
- 2012 Juli** Den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad
- 2012 Juli** Varför har inflationen varit lägre i Sverige än i euroområdet?
- 2012 Oktober** KIX index avspeglar bättre Sveriges utlandsberoende
- 2012 Oktober** Nya åtgärder för att hantera krisen i euroområdet
- 2012 Oktober** Fortsatt osäkert läge inför avtalsrörelsen 2013
- 2012 Oktober** Har arbetsmarkandens funktionssätt förändrats?

⁴⁵ En förteckning över fördjupningar från och med 1993 och framåt finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Räntebeslut 2008-2012⁴⁶

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

⁴⁶ En förteckning över historiska räntebeslut från och med 1999 och framåt finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Ordlista

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

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

Avkastningskurva: Avkastningskurvan binder samman marknadens räntesatser för olika löptider.

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

Dagslåneränta: Ränta för interbanklån över natten.

ECB: Europeiska centralbanken.

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.

Listade bostadsräntor: De räntor som Nordea, SBAB, SEB, Swedbank Hypotek, Stadshypotek publicerar, bland annat i dagspressen.

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

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: 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.

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

TCW-index: Total competitiveness weights index. Ett index för den svenska kronans växelkurs.

TED-spread: Ursprungligen treasury/euro-dollar-spread. Anger skillnaden mellan interbankränta och ränta på en stats-skuldväxel med samma löptid.

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

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

Tillgångspriser: I huvudsak avses priset på aktier och fastigheter.

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

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

Sveriges riksbank
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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



PRODUKTION: SVERIGES RIKSBANK. TRYCK: TMG STHLM AB
ISSN 1654-1049 (tryckt)
ISSN 2000-1932 (online)