



Penningpolitisk rapport

Oktober 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 23 oktober 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 realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att räntan och räntebanan anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.
- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i räntebesluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.
- I vissa lägen, som under den finansiella krisen 2008–2009, kan reporäntan och räntebanan behöva kompletteras med andra åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten och säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt.
- Riksbanken strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig, begriplig och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

BESLUTSPROCESSEN

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

PRESENTATION AV RÄNTEBESLUT

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

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

Innehåll

- KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna **5**
 - Sammanfattning: Fortsatt låg ränta stödjer konjunkturuppgången och bidrar till stigande inflation **5**
 - Fortsatt återhämtning i omvärlden **7**
 - Goda utsikter för en svensk konjunkturuppgång **11**
 - Penningpolitiska överväganden **16**
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker **19**
 - Scenario: Ökad finansiell oro **20**
 - Scenario: Starkare omvärld **23**
 - Alternativa scenarier för reporäntan **25**
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin **27**
 - Finansiella marknader **27**
 - Omvärlden **30**
 - Svensk ekonomi **33**
- FÖRDJUPNINGAR
 - Förväntad nedtrappning av amerikanska centralbankens tillgångsköp **38**
 - Perspektiv på utvecklingen på svensk arbetsmarknad **43**
 - Makrotillsyn och penningpolitik **48**
- Appendix **55**
 - Tabeller **56**
 - Fördjupningar 2011-2013 **60**
 - Räntebeslut 2009-2013 **61**
 - Ordlista **62**

■ KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden har sedan en tid varit ungefär i linje med Riksbankens prognoser. I euroområdet finns tecken på att en förbättring har inletts och i USA antas återhämtningen fortsätta. Samtidigt återstår fortfarande stora utmaningar. Den politiska oenigheten i USA om finanspolitikens inriktning är en källa till fortsatt osäkerhet. Det är även svårt att veta hur de globala finansiella marknaderna kommer att påverkas av återgången till en mer traditionell penningpolitik.

Efter de senaste årens inbromsning ljusnar utsikterna för svensk ekonomi. Stämmningsläget hos svenska hushåll och företag har successivt stigit och tillsammans med stigande efterfrågan från omvärlden bidrar detta till att tillväxten i Sverige väntas bli högre framöver. Det har skett en viss förbättring på arbetsmarknaden och denna väntas bli tydligare under 2014 när konjunkturen stärks mer påtagligt.

Inflationen är fortfarande låg. I takt med att världskonjunkturen förbättras väntas internationella varupriser öka, och därmed ökar också importpriserna snabbare. Stigande resursutnyttjande i svensk ekonomi medför även stigande löneökningar och större möjligheter för företagen att höja sina priser. Sammantaget väntas KPIF-inflationen öka till 2 procent under 2015.

För att ge stöd åt konjunkturuppgången och bidra till att KPIF-inflationen stiger mot 2 procent behöver reporäntan vara kvar på dagens låga nivå på 1 procent ungefär ett år. Först mot slutet av 2014, när konjunkturen är starkare och inflationen stiger, kommer räntan långsamt att börja höjas. I den penningpolitiska bedömningen har hänsyn även tagits till de risker som är förknippade med hushållens skuldsättning.

Sammanfattning: Fortsatt låg ränta stödjer konjunkturuppgången och bidrar till stigande inflation

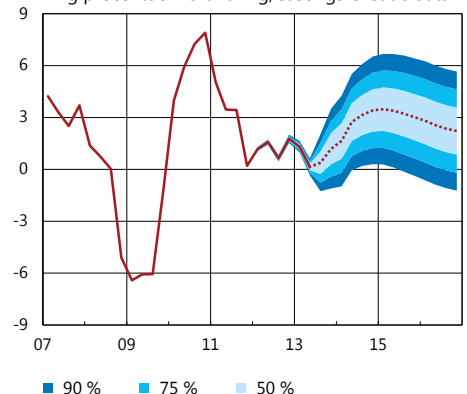
■ Återhämtning i omvärlden – men stora ekonomisk-politiska utmaningar att hantera

I euroområdet uppvisar ekonomin åter positiva tillväxttal, även om stora utmaningar kvarstår – inte bara vad gäller hanteringen av statskulder utan också vad gäller hanteringen av svaga banker och strukturella reformer. Det finns dock tecken på att utvecklingen går åt rätt håll och tillväxten väntas återgå till historiskt mer normala nivåer de kommande åren.

För USA:s del fortsätter återhämtningen. BNP-tillväxten väntas ta ytterligare fart trots att politisk oenighet kring finanspolitiken har skapat en del osäkerhet. Hur de finanspolitiska problemen hanteras framöver kan få följd effekter på såväl amerikansk som global ekonomi. Finansmarknaderna påverkas dessutom av osäkerheten kring när USA:s centralbank Federal Reserve ska börja trappa ned sina obligationsköp och vilka effekter detta kommer att få.

Stigande räntor och en förstärkning av konjunkturutsikterna i de utvecklade ekonomierna bidrog under sommaren till kapitalutflöden från vissa tillväxtekonomier där konjunkturutsikterna dämpats något. Den kinesiska ekonomin har fortsatt att växa i god takt efter in-

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

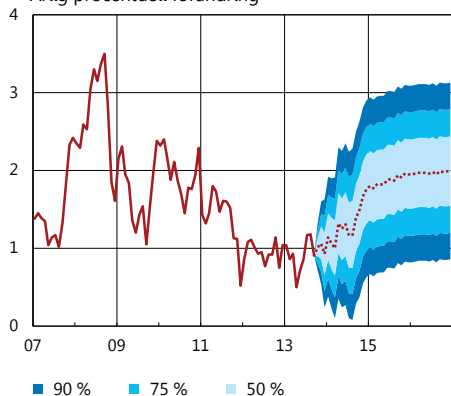


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. För BNP råder det osäkerhet även om utfallen eftersom nationalräkenskaperna revideras flera år efter första publicering.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:2. KPIF med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring

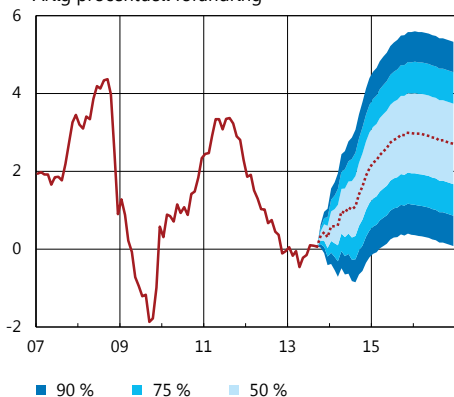


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPI med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring

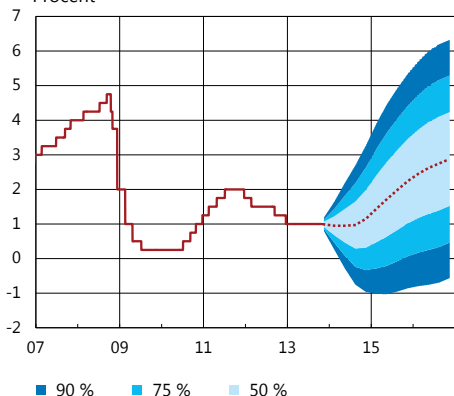


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:4. 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

bromsningen i början av året. Samtidigt visar Japans ekonomi tecken på förbättringar.

Sammantaget väntas tillväxten i världen som helhet vara förhållandevis god de kommande åren.

■ Gradvis högre tillväxt i svensk ekonomi

Tillväxten i den svenska ekonomin väntas under nästa år ta bättre fart (se diagram 1:1). Eftersom Sverige är en liten öppen ekonomi med stor handel med omvärlden är förbättrad tillväxt internationellt en förutsättning för högre tillväxt i Sverige. Högre omvärldsefterfrågan antas också bidra till starkare inhemsk efterfrågan, med bland annat större investeringar. Det finns också goda förutsättningar för att hushållens konsumtion ska öka, bland annat på grund av att sparandet idag är högt, räntorna är låga och inkomsterna stiger snabbt.

Arbetsmarknaden har utvecklats relativt väl de senaste åren. Sysselsättningen och arbetskraften har ökat. Även om arbetslösheten har minskat något de senaste kvartalen är den fortfarande förhållandevis hög, och först under 2014 sjunker den mer påtagligt.

Inflationen är sedan en tid låg. Det beror på låga ökningstakter i de internationella varupriserna, att kronan förstärkts och svag efterfrågan som innebär att företagen har svårt att föra över kostnader till konsumentpriserna.³ Effekterna på inflationen av de senaste årens kronförstärkning bedöms dock bli mindre framöver. Samtidigt väntas ökningstakten i de internationella varupriserna stiga när världskonjunkturen förbättras. I takt med att konjunkturen stärks väntas företagen också lättare kunna föra över kostnadsökningar till konsumentledet. Sammantaget bidrar dessa faktorer till att KPIF-inflationen stiger mot 2 procent under 2015 (se diagram 1:2). KPI-inflationen som nu är lägre än KPIF-inflationen stiger något snabbare beroende på att hushållens räntekostnader gradvis börjar stiga. Ökningstakten i KPI väntas uppgå till nära 2,7 procent i slutet av 2016 (se diagram 1:3). I perioder med stora ränteförändringar ger dock KPIF en bättre bild av inflationstrycket. På lång sikt, när reporäntan har stabiliserats, sammanfaller KPI- och KPIF-inflationen.

■ Fortsatt låg reporänta bidrar till stigande inflation

Sedan slutet av förra året har reporäntan legat på 1 procent (se diagram 1:4). Realräntan är för närvarande negativ, vilket är ovanligt i ett historiskt perspektiv och innebär att penningpolitiken är tydligt expansiv (se diagram 1:5). För att stödja konjunkturuppgången och bidra till att KPIF-inflationen stiger mot 2 procent behöver reporäntan vara fortsatt låg. Först mot slutet av 2014, när konjunkturen är starkare och inflationen stiger, väntas räntan långsamt börja höjas (se diagram 1:4).

En ännu lägre reporänta hade kunnat föra inflationen tillbaka till målet något tidigare och bidra till att resursutnyttjandet normaliserades snabbare. Men samtidigt kan en sådan penningpolitik leda till att

³ Internationella varupriser är världsmarknadspriserna på svenska importvaror.

riskerna med hushållens skuldsättning ökar ytterligare. I ett historiskt och internationellt perspektiv är skuldsättningen redan hög. Erfarenheter från andra länder under senare år illustrerar tydligt vilka risker detta kan innebära. En särskilt besvärlig situation skulle uppstå om hushållens boränteförväntningar är orealistiskt låga då det skulle kunna bidra till en förnyad trend uppåt i både bostadspriser och skuldsättning. I den penningpolitiska bedömningen har hänsyn tagits till de risker som är förknippade med hushållens skuldsättning.

Fortsatt återhämtning i omvärlden

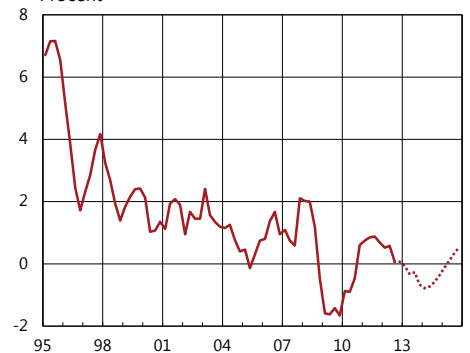
■ Framtida penning- och finanspolitik i fokus

Osäkerheten om den politiska processen kring finanspolitiken i USA har varit stor på senare tid. Den amerikanska kongressen fattade beslut om en tillfällig budget som sträcker sig till och med mitten av januari och en kortsiktig höjning av det offentliga skuldtaket till och med början av februari. Det betyder att de delar av den offentliga verksamheten som varit stängda har kunnat öppnas igen. Även om man nu nått fram till ett beslut saknas fortfarande en mer långsiktig lösning, vilket kongressens parter ska komma överens om till och med mitten av december. Riksbankens prognos utgår från att någon form av lösning så småningom kommer på plats, vilket innefattar att skuldtaket justeras upp lite mer långsiktigt samt att man fattar beslut om en budget för hela budgetåret 2014.

Under sommaren och hösten har centralbankernas kommunikation kring framtida penningpolitik varit i fokus. ECB och Bank of England har lanserat mer framåtblickande inslag i sin kommunikation, i likhet med vad Federal Reserve redan tidigare har gjort. Federal Reserve har meddelat att styrräntan kommer att vara kvar på dagens låga nivå åtminstone så länge som arbetslösheten är högre än 6,5 procent, inflationen inte förväntas bli högre än 2,5 procent och inflationsförväntningarna är väl förankrade. Federal Reserve har även ett program för köp av stats- och bostadsobligationer. I samband med att konjunkturutsikterna för den amerikanska ekonomin förbättrats har det uppstått en diskussion om när man kan börja nedtrappningen av dessa obligationsköp. Detta har särskilt påverkat räntorna på statsobligationer med längre löptider som steg kraftigt i USA och i omvärlden under sommaren (se diagram 1:6). Även om de sjunkit något sedan september är nivåerna fortfarande betydligt högre än i våras och volatiliteten i prissättningen har ökat.⁴

Riksbankens prognos om en återhämtning i omvärlden innebär att omvärldens penningpolitik gradvis väntas bli mindre expansiv, vilket medför en uppgång i korta och långa räntor. I takt med att återhämtningen i den amerikanska ekonomin fortgår väntas Fed normalisera penningpolitiken, där det första steget är att avveckla obligationsköpen genom gradvis nedtrappning. Exakt när

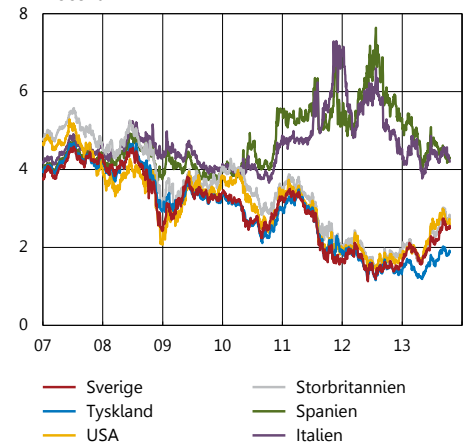
Diagram 1:5. Real reporänta
Procent



Anm. Den reala reporäntan är beräknad som ett medelvärde av reporäntan för det kommande året minus inflationen (KPIF) för motsvarande period. För de kvartal det inte finns utfall används Riksbankens prognoser.

Källor: SCB och Riksbanken

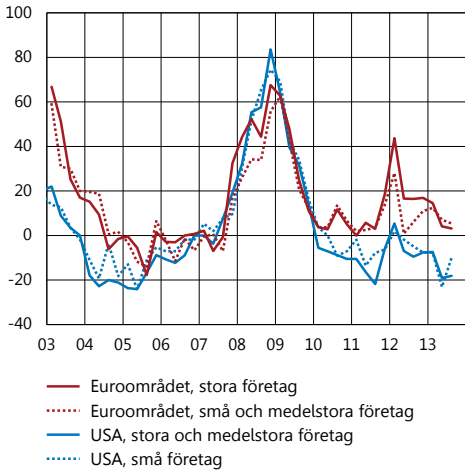
Diagram 1:6. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent



Källa: Reuters EcoWin

⁴ Se vidare kapitel 3 och fördjupningen "Förväntad nedtrappning av amerikanska centralbankens tillgångsköp".

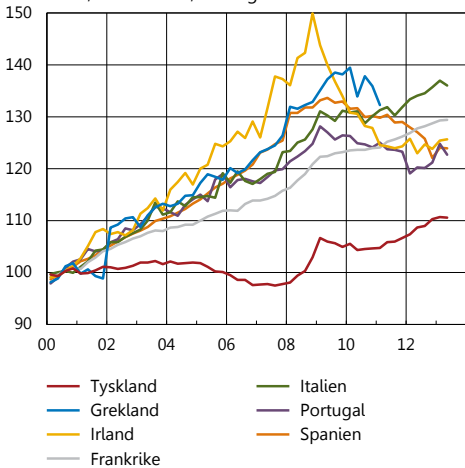
Diagram 1:7. Kreditvillkor i USA och euroområdet
Nettotal



Anm. Nettotal innebär den procentuella andel av de tillfrågade kreditinstituten som anger att de stramat åt minus den procentuella andel som anger att de lättat på kreditvillkoren.

Källor: FED Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices och ECB Bank Lending Survey

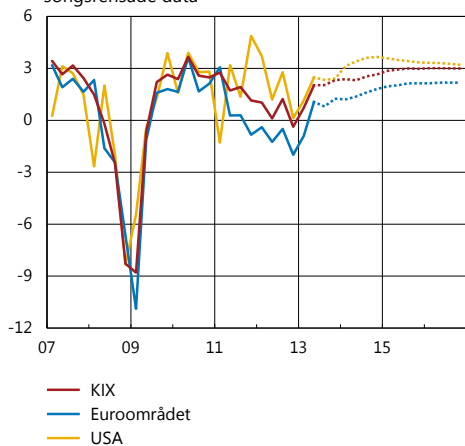
Diagram 1:8. Arbetskostnad per producerad enhet
Index, 2000 = 100, säsongrensade data



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

Källa: Eurostat

Diagram 1:9. BNP i olika regioner och länder
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och Riksbanken

nedtrappningen inleds beror på hur den amerikanska ekonomin utvecklas. En viktig faktor i sammanhanget är hur osäkerheten kring finanspolitiken påverkar ekonomin. Som ett led i att försöka hålla nere marknadsräntor med längre löptid har centralbanker i omvärlden kommunicerat att det dröjer innan man avser att höja sina styrräntor. Vägen för Federal Reserve till en mer traditionell penningpolitik är, liksom för andra centralbanker, kantad med osäkerhet eftersom det är svårt att veta hur de finansiella marknaderna påverkas. Riksbankens prognoser bygger på antagandet att kommande anpassning sker så att förändringar av de finansiella förhållandena inte förhindrar en gradvis internationell återhämtning.

■ BNP ökar återigen i euroområdet, men stora utmaningar kvarstår

Efter ett och ett halvt år av sjunkande BNP hade euroområdet under andra kvartalet åter positiv tillväxt. Förtroendeindikatorerna har också förbättrats den senaste tiden och tillväxten bedöms stiga gradvis framöver. Samtidigt kvarstår stora utmaningar i flera euroländer med hög skuldsättning i både privat och offentlig sektor. Flera länder har fortfarande underskott i sina offentliga finanser, vilket innebär att det tar tid innan skulderna kan minska som andel av BNP.

Kreditgivningen i de skuldyngda euroländerna är fortfarande svag. Det beror delvis på låg efterfrågan på krediter från hushåll och företag på grund av den svaga ekonomiska utvecklingen men också på relativt strama kreditvillkor från bankerna (se diagram 1:7). För att komma tillrätta med problematiken kring de europeiska bankernas begränsade kreditutbud krävs sannolikt en noggrann genomlysning av kvaliteten på bankernas tillgångar. Samtidigt måste man på europeisk nivå ta fram en trovärdig åtgärdsplan för hur man ska hantera de problem som eventuellt uppdagas i en sådan genomlysning. En transparent och trovärdig hantering av de problem som finns i den europeiska banksektorn förbättrar förutsättningarna för återhämtning i den europeiska ekonomin.

Underliggande strukturella problem måste också hanteras. Flera länder med statsfinansiella problem har lyckats sänka sitt kostnads-läge och förbättra sin konkurrenskraft de senaste åren (se diagram 1:8). En ytterligare anpassning av kostnads-läget är nödvändig och kommer att fortsätta tynga utvecklingen i flera länder framöver. Ett tecken på att utvecklingen dock går åt rätt håll är att skillnaden mellan långa räntor i Italien och Spanien i förhållande till Tyskland har minskat (se diagram 1:6). Även bytesbalansunderskotten har minskat i flera euroländer, delvis på grund av lägre import men också tack vare av en uppgång i exporten. Riksbankens prognos förutsätter att reform- och anpassningsprocessen i euroområdet fortgår.

I takt med att förtroendet hos företag och hushåll fortsätter att förstärkas bedöms tillväxten återgå till historiskt mer normala nivåer de kommande åren. Men återhämtningen går långsamt och tillväxten

för 2014–2016 väntas uppgå till knappt 2 procent i genomsnitt per år (se diagram 1:9).

Den långsamma återhämtningen gör att resursutnyttjandet i euroområdet väntas vara lågt de kommande åren. Inflationen mätt med HIKP har sjunkit under 2013, bland annat på grund av lägre energipriser. Inflationen väntas stiga långsamt under prognosperioden i takt med att resursutnyttjandet successivt ökar och vinstmarginalerna normaliseras (se diagram 1:10). Penningpolitiken förväntas vara fortsatt expansiv, i linje med ECB:s kommunikation.

■ Återhämtningen på stabilare grund i USA – men ökad osäkerhet kring finanspolitiken

I USA har återhämtningen sedan finanskrisen kommit en bit på väg. BNP-tillväxten väntas ta ytterligare fart framöver och arbetsmarknaden väntas fortsätta förbättras (se diagram 1:9).

Osäkerheten om den politiska processen kring finanspolitiken har minskat till följd av den senaste överenskommelsen för de kommande månaderna, men ännu återstår att komma överens om en mer långsiktig lösning. Att en del av den offentliga verksamheten stängdes ner i nästan tre veckor bedöms ha fått vissa negativa effekter på BNP, bland annat via förtroendeeffekter. Generellt bedöms finanspolitiken bli mindre åtstramande framöver.

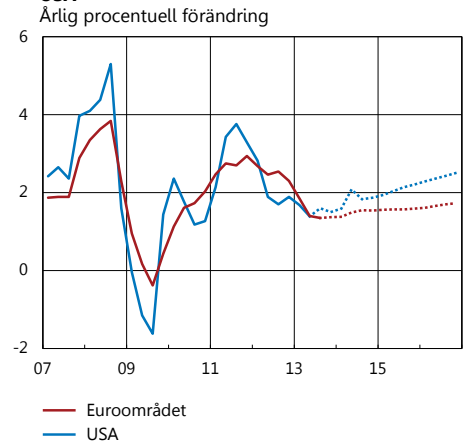
Förutsättningarna för en fortsatt återhämtning de kommande åren är också goda. Företagens vinster som andel av BNP är bland de högsta sedan början av 1950-talet. Förtroendet bland företagen är relativt högt och väntas fortsätta öka när väl osäkerheten om den kommande finanspolitiken minskar. Det finns därmed goda förutsättningar för att sysselsättningen ska fortsätta öka framöver. Hushållen har minskat sin skuldbörda kraftigt de senaste åren. Som andel av disponibla inkomster har skuldsättningen fallit drygt 20 procentenheter (se diagram 1:11). Andelen hushåll med betalningsproblem har nästan halverats sedan den finansiella krisens akuta fas. Bankerna i USA har lättat på kreditvillkoren, vilket bidrar till bättre förutsättningar för stigande konsumtion och investeringar de närmaste åren (se diagram 1:7). När arbetsmarknaden förstärks och inkomsterna ökar finns det utrymme för hushållen att öka sin konsumtion.

Prognosen för BNP-tillväxten har reviderats ned något för 2014. Sammantaget väntas BNP-tillväxten i USA öka till drygt 3 procent per år 2014–2016 (se diagram 1:9). Under prognosperioden bedöms de lediga resurserna i ekonomin minska gradvis och KPI-inflationen stiga till 2,5 procent (se diagram 1:10).

■ Gradvis återhämtning i Norden och Storbritannien

BNP-tillväxten i Storbritannien bedöms stiga gradvis under prognosperioden. Starkare global efterfrågan i kombination med en expansiv penningpolitik och förbättrade kreditvillkor väntas bidra till återhämtningen. Stigande produktivitet bedöms leda till att

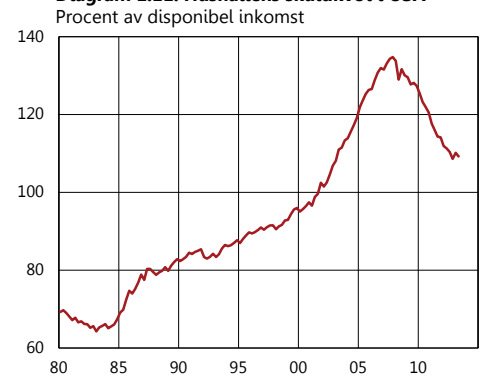
Diagram 1:10. Konsumentpriser i euroområdet och USA



Anm. För euroområdet avses HIKP och för USA KPI.

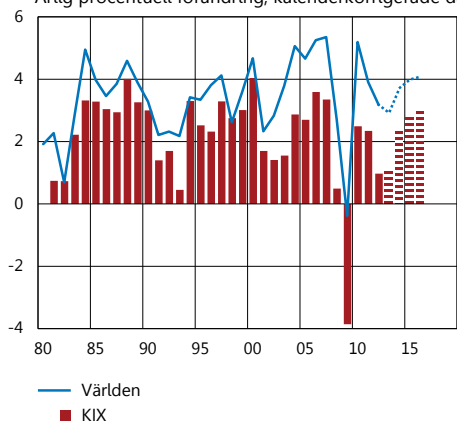
Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och Riksbanken

Diagram 1:11. Hushållens skuldkvot i USA



Källor: Bureau of Economic Analysis och Federal Reserve

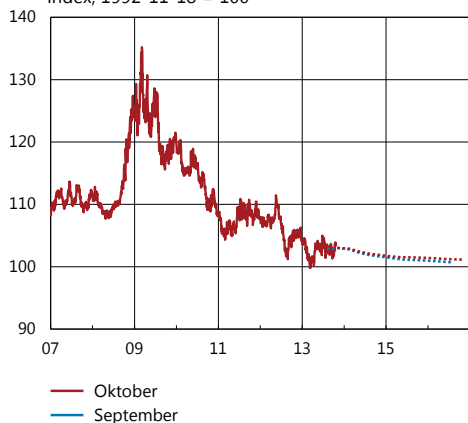
Diagram 1:12. BNP i världen och KIX-vägd BNP
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



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

Källor: IMF, nationella källor och Riksbanken

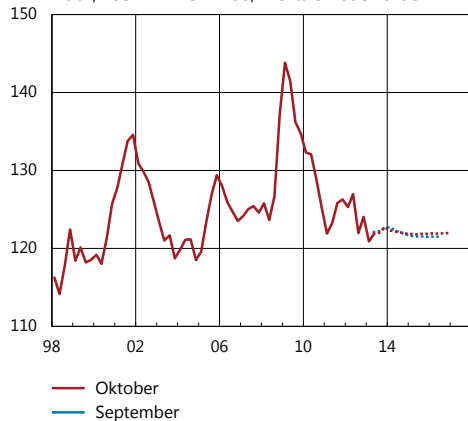
Diagram 1:13. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX
Index, 1992-11-18 = 100



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

Källa: Riksbanken

Diagram 1:14. 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 länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

arbetslösheten faller långsamt de närmaste åren samtidigt som det inhemska kostnadstrycket dämpas. Inflationen faller därmed tillbaka mot Bank of Englands inflationsmål på 2 procent i slutet av prognosperioden. Penningpolitiken antas vara expansiv under hela prognosperioden.

Den danska ekonomin visar tecken på återhämtning efter ett par års svag tillväxt. Till viss del beror detta på att exporten har ökat tack vare en bättre utveckling i euroområdet, men det faktum att bostadsmarknaden har stabiliserats har säkerligen också bidragit. För att gynna återhämtningen efter den inhemska bank- och fastighetskrisen väntas finanspolitiken förbli expansiv under prognosperioden, vilket bidrar till att BNP stiger i snabbare takt framöver. Inflationen har den senaste tiden sjunkit till historiskt låga nivåer, vilket bland annat beror på skattesänkningar. De kommande åren väntas dock inflations-takten stiga till omkring 2 procent.

I Norge har tillväxttakten dämpats, bland annat i spåren av lägre bostadsbyggande och en något långsammare ökning av hushållens konsumtion. Tillväxttakten under prognosperioden väntas gradvis förbättras i takt med den globala återhämtningen och understöds av en relativt expansiv penningpolitik. Inflationen i Norge har stigit det senaste året (se diagram 3:16), även om det allra senaste utfallet indikerade en nedgång. Den högre inflationen beror delvis på tillfälliga faktorer men ett relativt högt inhemskt kostnadsläge och effekter av en svagare växelkurs kan bidra till att inflationen förblir hög. Inflationsprognosen för Norge är därför uppreviderad jämfört med prognosen i september.

■ Ljusning i sikte för den japanska ekonomin men dämpad utveckling i flera tillväxtekonomier

I Japan har BNP-tillväxten den senaste tiden utvecklats starkt som ett resultat av den mycket expansiva ekonomiska politik som regeringen och centralbanken har bedrivit sedan början av året. Tillväxten väntas fortsätta att vara relativt hög den närmaste tiden. De kommande åren väntas BNP växa med cirka 1,5 procent per år, vilket är en relativt god takt i ett historiskt perspektiv. Inflationen bedöms stiga till över 2 procent 2014 och 2015, bland annat på grund av aviserade moms-höjningar.

I Kina tycks de stimulansåtgärder, till exempel riktade mot små och medelstora företag, som regeringen nyligen infört bidra till att BNP-tillväxten i år hamnar på 7,6 procent. De kommande åren väntas tillväxten dämpas till 7,0 procent. Inflationen bedöms bli runt 3 procent per år.

Några tillväxtekonomier har uppvisat lägre aktivitet under första halvåret 2013. För vissa har orsaken varit lägre omvärldsefterfrågan medan det för andra snarare har handlat om inhemska begränsningar för produktionen. Dessutom drabbades vissa tillväxtekonomier såsom Indien och Turkiet av kapitalutflöden när räntorna steg i utvecklade ekonomier. Länder med stora bytesbalansunderskott, hög inflation

och stor andel kortfristiga skulder drabbades i högre utsträckning. De senaste månadernas utveckling kan verka dämpande på tillväxtutsikterna och BNP-prognoserna för några av tillväxtekonomierna är nedreviderade jämfört med prognosen i september. I takt med att konjunkturen förbättras i de utvecklade ekonomierna väntas dock aktiviteten öka även i tillväxtekonomierna.

■ Återhämtning och god tillväxt i världsekonomin som helhet

Världsekonomin väntas växa med omkring 4 procent per år 2014–2016, vilket är något lägre än i den penningpolitiska uppföljningen i september (se diagram 1:12). Det är något mer än genomsnittet för de senaste trettio åren.

När BNP-tillväxten i omvärlden vägs samman utifrån den betydelse olika länder har för svensk ekonomi, KIX-vägd BNP, är utvecklingen i linje med ett historiskt genomsnitt sett över hela prognosperioden. Den KIX-vägda BNP-tillväxten väntas bli drygt 1 procent i år men förbättras till strax under 3 procent per år under resten av prognosperioden (se diagram 1:12). Inflationen väntas i KIX-vägda termer bli drygt 2 procent per år (se tabell 4).

■ Måttlig kronförstärkning framöver

Den svenska kronan är i stort sett oförändrad sedan den penningpolitiska uppföljningen i september. Under prognosperioden väntas kronan stärkas marginellt mot en korg valutor, i linje med bedömningen i september (se diagram 1:13). Prognosen för växelkursen på längre sikt bygger på en bedömning av hur den reala växelkursen kommer att utvecklas.⁵ Riksbankens bedömning är att den reala växelkursen för närvarande ligger i närheten av sin långsiktiga nivå (se diagram 1:14).

Goda utsikter för en svensk konjunkturupp-gång

■ Den inhemska efterfrågan spelar en viktig roll i konjunktur-uppgången

Efter inbromsningen de senaste åren ljusnar utsikterna för svensk ekonomi. Stämningläget hos svenska hushåll och företag har successivt stigit och är enligt Barometerindikatorn nu nära sitt historiska genomsnitt (se diagram 3:19). De finansiella förutsättningarna, såsom kreditillgången, är goda för svenska hushåll och företag. En expansiv finans- och penningpolitik bidrar till att hushållens inkomster ökar relativt mycket och förutsättningarna för en stabil tillväxt i konsumtionen finns på plats. När tillväxten i omvärlden tar fart ökar efterfrågan på svensk export. I takt med att konjunkturen förbättras stiger

Diagram 1:15. BNP

Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data

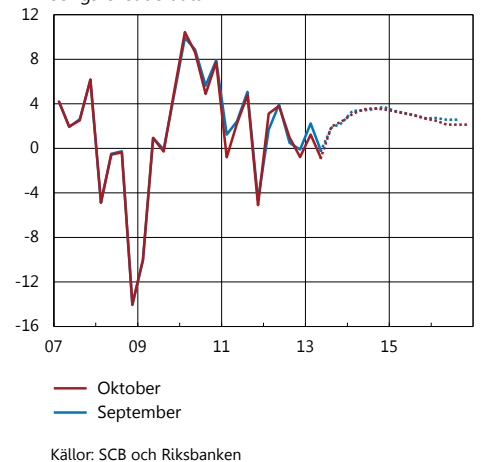
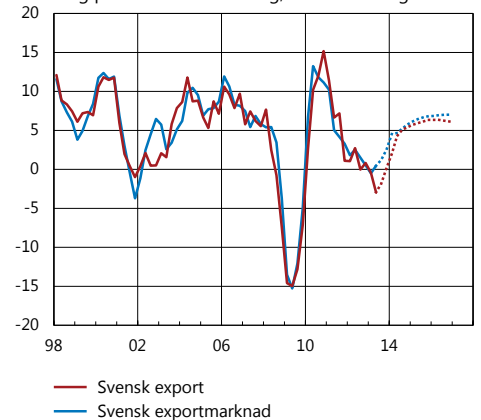


Diagram 1:16. Export och svensk exportmarknad

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



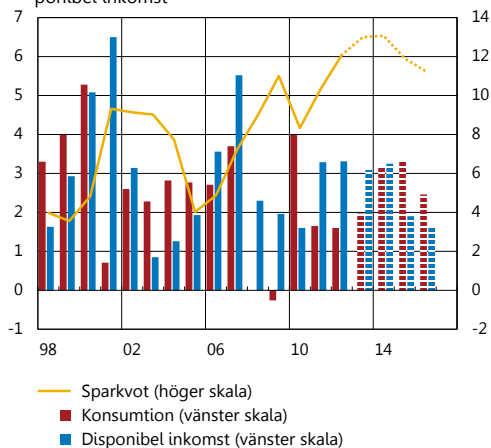
Anm. Exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av 32 länder och täcker cirka 85 procent av svensk exportmarknad.

Källor: SCB och Riksbanken

⁵ Den reala växelkursen jämför prisnivåer i samma valuta, och den reala kronkursen beräknas som den nominella kronkursen justerad för den relativa prisnivån i Sverige jämfört med omvärlden. Denna växelkurs avspeglar Sveriges konkurrens- och köpkraft och bestäms på lång sikt av reala faktorer som relativ BNP-tillväxt mot omvärlden, bytesförhållandet ("terms of trade") och bytesbalansen.

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

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst

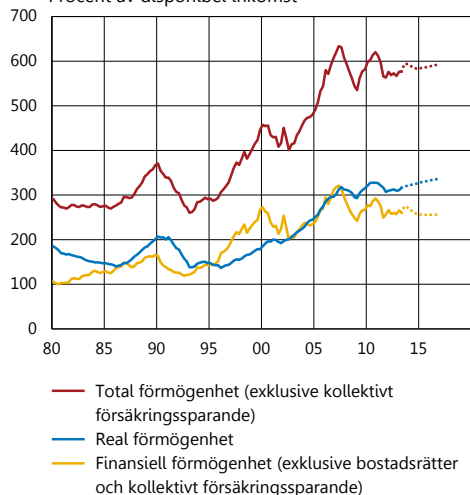


Anm. Sparkvoten är inklusive kollektivt försäringssparande.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:18. Hushållens förmögenhet

Procent av disponibel inkomst

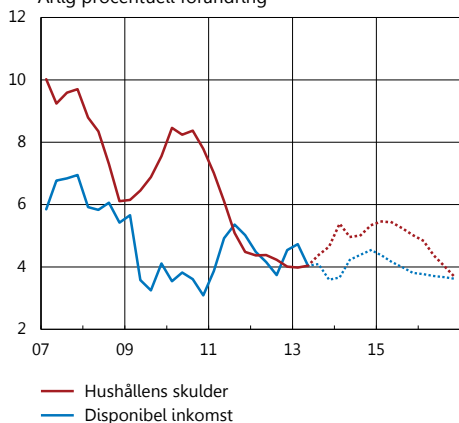


Anm. Det finns ingen regelbunden publicering av officiella data för hushållens totala förmögenhet. Serien avser Riksbankens uppskattning av hushållens finansiella tillgångar och tillgångar i bostäder.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:19. Hushållens skulder och nominell disponibel inkomst

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

även investeringarna och den inhemska efterfrågan förstärks ytterligare.

Den svenska BNP-tillväxten väntas uppgå till 0,7 procent i år. Prognosen för i år är lägre än bedömningen i september, vilket beror på att SCB reviderat ned tidigare BNP-utfall. Under 2014 och 2015 växer BNP med 2,6 respektive 3,5 procent. År 2016 väntas BNP-tillväxten uppgå till 2,7 procent (se tabell 5 och diagram 1:15).

■ Återhämtning i omvärlden väntas lyfta svensk export

Den svaga utvecklingen på flera av Sveriges viktigaste exportmarknader och låg efterfrågan på investeringsvaror har dämpat tillväxten i svensk export. I takt med att utsikterna för tillväxten och industrikonjunkturen förbättras i vår omvärld stiger även svensk exportmarknadstillväxt, det vill säga tillväxten i importen hos de länder som Sverige exporterar till. Det bidrar till att den svenska exporten ökar snabbare (se diagram 1:16).

Den svenska importen har varit dämpad det senaste året. Men i takt med att exporten och den inhemska efterfrågan stiger under prognosperioden ökar också tillväxten i importen.

■ Goda förutsättningar för en stark konsumtionstillväxt

Trots de senaste årens inbromsning i svensk ekonomi har hushållens disponibla inkomster ökat relativt snabbt. Hushållens konfiansindikator, som speglar hushållens syn på den egna och den svenska ekonomin, är nu ungefär i nivå med sitt historiska genomsnitt (se diagram 3:19). Hushållens sparande är högt i utgångsläget (se diagram 1:17). Förutsättningarna finns alltså på plats för en högre konsumtionstillväxt framöver och tillväxttakten väntas bli som högst nästa år. I takt med att bostadsräntorna sedan stiger och det offentliga sparandet närmar sig överskottsmålet dämpas tillväxttakten något 2016 (se diagram 1:17).

Hushållens förmögenhet spelar också en viktig roll för konsumtionen. Stigande bostadspriser och aktiekurser har bidragit till att hushållens förmögenhet har ökat i år (se diagram 1:18). Bostadspriserna väntas fortsätta stiga de kommande åren liksom förmögenheten. Högre bostadspriser innebär att hushållens skulder ökar, eftersom bostadsköp till stor del finansieras med lån. Under prognosperioden ökar skulderna snabbare än inkomsterna (se diagram 1:19). Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst, som idag uppgår till cirka 172 procent, väntas öka till 178 procent i slutet av 2016 (se diagram 1:20). Hushållens skuldkvot är därmed fortsatt hög i både ett historiskt och ett internationellt perspektiv.

■ Bostadsbyggandet lyfter investeringarna

Investeringarna har totalt sett utvecklats svagt det senaste året. Bostadsbyggandet, som sedan finanskrisen varit lågt i förhållande till befolkningstillväxten, har dock börjat öka. Generellt sett är dock företagets investeringsbehov för närvarande litet. Detta avspeglas bland

annat i att kapacitetsutnyttjandet inom industrin är lägre än normalt (se diagram 1:21). I år bedöms företagen kunna möta den stigande efterfrågan utan att behöva öka sina investeringar. Men allteftersom exporten och hushållens konsumtion växer ökar också behovet av nya investeringar. Sammantaget bedöms investeringarna minska i år för att därefter öka 2014–2016. Bostadsinvesteringarna ökar dock redan i år och bidrar till uppgången i de totala investeringarna de kommande åren.

■ Det offentliga sparandet förbättras framöver

I år bedöms den offentliga sektorns finansiella sparande försämrats och uppvisa ett underskott på 1,3 procent av BNP. De finanspolitiska åtgärder regeringen föreslår i budgetpropositionen för 2014 motsvarar 0,6 procent av BNP. Samtidigt innebär den allt starkare konjunkturen nästa år att sparandet som andel av BNP är i princip oförändrat.

Riksbankens bedömning av den offentliga sektorns finansiella sparande baseras på aviserade åtgärder och kompletteras med en bedömning av hur finanspolitiken brukar anpassas till konjunkturläget samt de mål för politiken som ges av det finanspolitiska ramverket. I takt med att konjunkturer förbättras bedöms det finansiella sparandet förstärkas till -0,2 procent 2015 och 0,6 procent 2016 (se tabell 3).

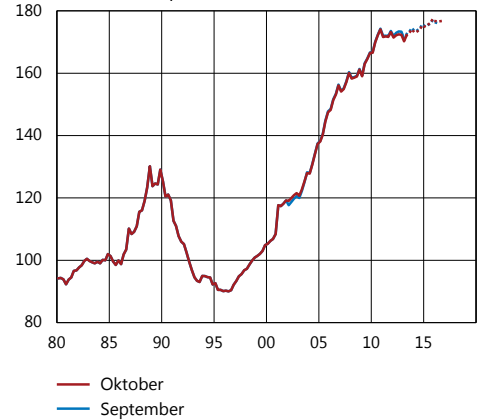
■ Stort men minskande överskott i bytesbalansen

Sverige har uppvisat stora överskott i bytesbalansen sedan mitten av 1990-talet. Bytesbalansen motsvaras av det totala finansiella sparandet, det vill säga totalt sparande minus inhemska investeringar (realt sparande).⁶ Överskottet i bytesbalansen betyder alltså att det finansiella sparandet i ekonomin som helhet, det vill säga det totala finansiella sparandet hos företag, hushåll och offentlig sektor, är högt (se diagram 1:22). I samband med de senaste nationalräkenskaperna reviderades bytesbalansöverskottet ned 2011–2012.⁷ Även om överskottet i bytesbalansen fortsätter att vara relativt stort minskar det med ungefär 1 procentenhet mellan 2012 och 2015 när hushållen drar ned något på sitt sparande samtidigt som företagen ökar sina investeringar och minskar sitt finansiella sparande (se tabell 5).

■ Arbetsmarknaden tar fart under 2014

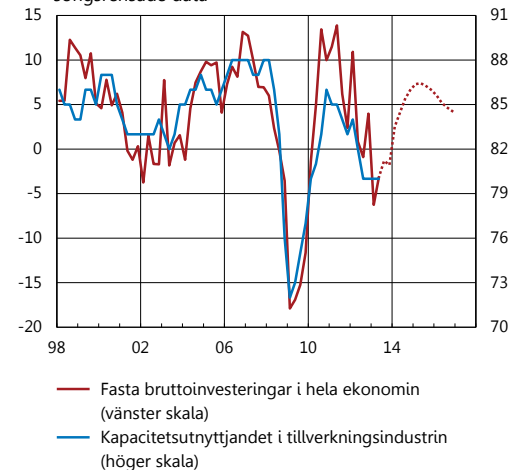
Under 2013 har det skett en viss förbättring på den svenska arbetsmarknaden med stigande arbetskraft och sysselsättning (se diagram 1:23). De senaste kvartalen har också arbetslösheten minskat något. Tredje kvartalet uppgick arbetslösheten till 7,9 procent, vilket är något lägre än i Riksbankens bedömning i september (se diagram 1:24). I närtid väntas därför arbetslösheten bli något lägre än vad som tidigare förväntats. Indikatorer pekar på att arbetslösheten kommer att

Diagram 1:20. Hushållens skuldkvot
Procent av disponibel inkomst



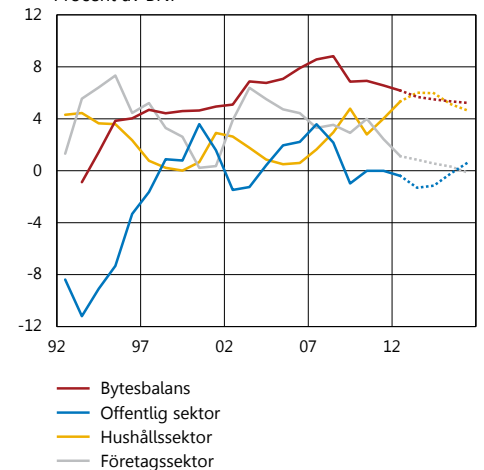
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:21. Fasta bruttoinvesteringar och kapacitetsutnyttjande
Årlig procentuell förändring respektive procent, säsongsrensade data



Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 1:22. Bytesbalans och finansiellt sparande i olika sektorer
Procent av BNP

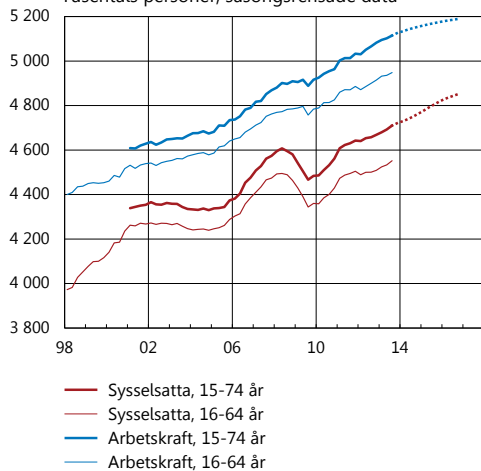


Källor: SCB och Riksbanken

⁶ Det finns en liten diskrepans mellan serierna och till bytesbalansen måste nettot av kapitaltransfereringar adderas för att det ska summera till totalt finansiellt sparande.

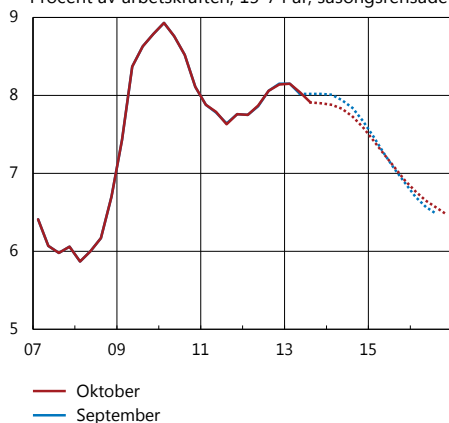
⁷ Betalningsbalansstatistiken har reviderats tillbaka till 2006. Nationalräkenskaperna har aviserat att de först i september 2014 kommer att anpassa sina tidsreier hela vägen tillbaka till 2006. Se även "Nationalräkenskaperna och revideringen av bytesbalansen", Statistiska centralbyrån, augusti 2013.

Diagram 1:23. Arbetskraft och sysselsatta
Tusentals personer, säsongrensade data



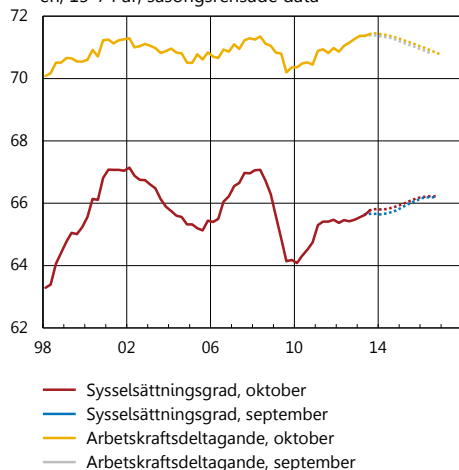
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:24. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:25. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande
Sysselsättning och arbetskraft i procent av befolkningen, 15-74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

ligga kvar ungefär på dagens nivå under det närmaste halvåret. Under 2014 väntas förbättringen bli tydligare då konjunkturen stärks mer påtagligt.

Utbudet av arbetskraft har ökat de senaste åren, en anledning till detta är att befolkningen i arbetsför ålder har ökat.⁸ Befolkningsammansättningen har dock ändrats så att åldersgrupper med ett lägre genomsnittligt arbetskraftsdeltagande, till exempel äldre, nu utgör en större andel av befolkningen. Detta kommer att hålla tillbaka ökningen av arbetskraften under de närmaste åren.

Sysselsättningsgraden, det vill säga antalet sysselsatta som andel av befolkningen 15–74 år, väntas ligga kvar på ungefär dagens nivå det närmaste året (se diagram 1:25). Normalt sker förändringar på arbetsmarknaden med viss eftersläpning mot BNP-tillväxten. I takt med att konjunkturen fortsätter att förbättras 2015 och 2016 ökar också efterfrågan på arbetskraft, och sysselsättningsgraden och antalet arbetade timmar stiger snabbare. Samtidigt väntas arbetskraftsdeltagandet minska något, vilket bidrar till att arbetslösheten sjunker tillbaka ytterligare. I slutet av prognosperioden bedöms arbetslösheten uppgå till cirka 6,5 procent (se diagram 1:24).

■ Resursutnyttjandet normaliseras framöver

Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet för närvarande är lägre än normalt. Arbetslösheten är historiskt sett hög, men trots detta finns det tecken på att de lediga resurserna på arbetsmarknaden är relativt begränsade.⁹ Sysselsättningsgraden bedöms dock vara lägre än en långsiktigt hållbar nivå. BNP- och timgapen, det vill säga hur mycket BNP och antalet arbetade timmar avviker från sin långsiktiga trend, är i dagsläget negativa (se diagram 1:26).

Riksbankens indikator på resursutnyttjandet stödjer bilden av att resursutnyttjandet för närvarande är lägre än normalt (se diagram 1:27). Även det snävare måttet kapacitetsutnyttjandet inom industrin är lägre än normalt. När tillväxten i ekonomin stiger framöver ökar även tillväxten i sysselsättningen och antalet arbetade timmar. Mot slutet av prognosperioden väntas resursutnyttjandet vara ungefär normalt (se diagram 1:26).

■ Löneökningstakten stiger

Avtalsrörelsen 2013, som omfattar sammanlagt cirka 2,8 miljoner anställda, har nu i huvudsak klarats av i och med att kollektivavtalen inom staten blev klara i början av oktober. De flesta avtalen är treåriga (med det sista året uppsägningsbart), vilket innebär att nästa större avtalsrörelse kommer att pågå under 2016. Drygt 350 löneavtal, för omkring 2,5 miljoner anställda, kommer att löpa ut under 2016.

Nivån på de förbundsvis avtalade löneökningarna i hela ekonomin bedöms hamna på i genomsnitt cirka 2,3 procent under peri-

⁸ Se fördjupningen "Perspektiv på utvecklingen på svensk arbetsmarknad".

⁹ Se fördjupningen "Perspektiv på utvecklingen på svensk arbetsmarknad".

oden 2014-2016. Lokal lönebildning och löneglidning bidrar dock till att lönerna blir högre. Under prognosperioden bedöms löneökningstakten gradvis stiga till följd av att konjunktur- och arbetsmarknads-läget förbättras. Löneökningstakten i hela ekonomin, enligt konjunkturlönestatistiken, bedöms stiga från 2,6 procent i år till 3,4 procent 2016 (se tabell 7).

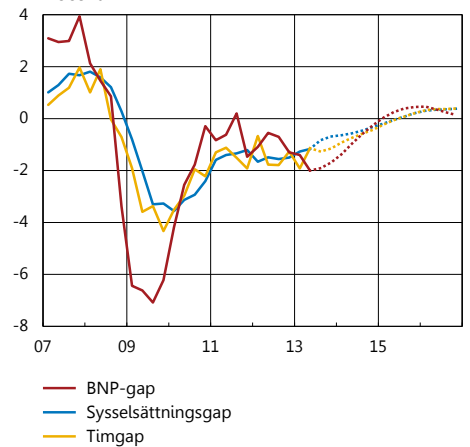
Liksom i omvärlden har produktivitetstillväxten i Sverige dämpats sedan mitten av 2000-talet. Detta beror på såväl svagare efterfrågan som på att bidraget från den teknologiska utvecklingen varit lägre. Endast en liten del förklaras av en förändrad sektorsammansättning i näringslivet, det vill säga att industrisektorn minskat samtidigt som tjänstesektorn ökat. Produktivitetstillväxten brukar ta fart i samband med konjunkturuppgångar eftersom företagen kan öka produktionen med befintliga resurser. Arbetsproduktiviteten väntas därmed i genomsnitt stiga något snabbare under perioden 2014–2016 än vad den har gjort den senaste treårsperioden (se diagram 1:28). Detta bidrar också till att ökningstakten i arbetskostnader per producerad enhet dämpas på motsvarande sätt.

■ Gradvis stigande inflation

Inflationen är låg sedan en tid (se diagram 1:29). En förklaring till detta är att importpriserna fallit, vilket i sin tur kan förklaras av att kronan förstärkts under de senaste åren och av att internationella priser ökat långsammare.¹⁰ Inflationen har också varit oväntat låg i förhållande till företagets kostnadsutveckling. Arbetskostnaden per producerad enhet har ökat i ungefär normal takt de senaste åren, men företagen har inte höjt priserna i samma utsträckning. Det så kallade prispåslaget bedöms därför ha sjunkit.¹¹ Faktorer som skulle kunna förklara detta är den relativt svaga efterfrågan och osäkerheten vad gäller den internationella utvecklingen. Men dessa faktorer bedöms dämpa inflationen i allt mindre utsträckning framöver.

Lägre ökningstakter i energipriserna håller tillbaka inflationstakten det närmaste året. Under loppet av 2014 börjar dock inflationen stiga successivt (se diagram 1:29). Växelkursen bedöms endast stärkas marginellt, mot en korg av valutor, under prognosperioden (se diagram 1:13). Därtill väntas de internationella varupriserna stiga i takt med att världskonjunkturen förbättras. Därmed ökar importpriserna, mätt i svenska kronor, snabbare. Arbetskostnaden per producerad enhet ökar långsammare de närmaste åren efter några år med högre ökningstal. De tidigare kostnadsökningarna väntas slå igenom med en viss eftersläpning och bidra till att prispåslaget ökar i takt med att efterfrågan stärks och osäkerheten om den internationella utvecklingen avtar.

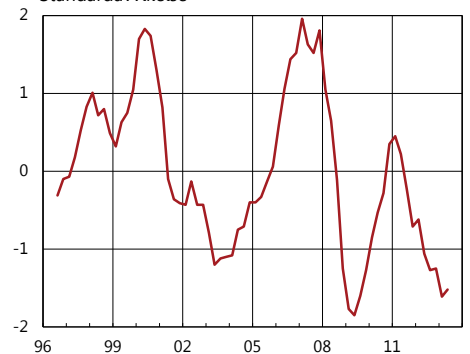
Diagram 1:26. BNP-gap, sysselsättningsgap och timgap
Procent



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:27. RU-indikatorn
Standardavvikelse



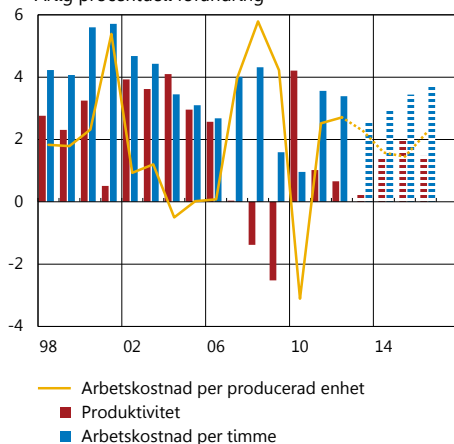
Anm. RU-indikatorn är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

Källor: SCB och Riksbanken

¹⁰ Se fördjupningen "Kostnadsutvecklingen och inflationen" i Penningpolitisk rapport juli 2013.

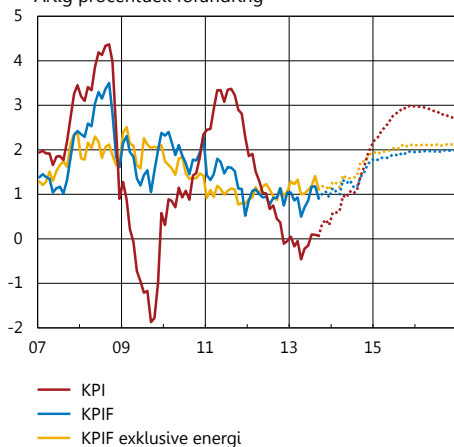
¹¹ Se *Redogörelse för penningpolitiken*, 2012. Sveriges riksbank.

Diagram 1:28. Kostnadstryck i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

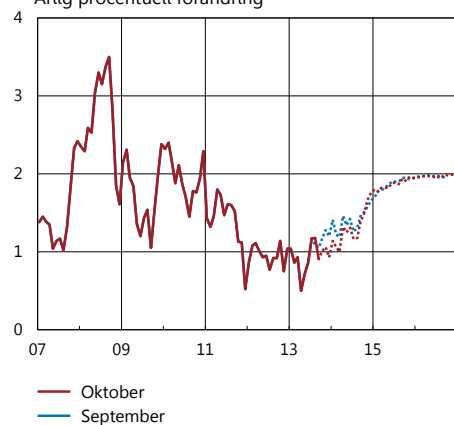
Diagram 1:29. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:30. KPIF
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Sammantaget bedöms KPIF-inflationen uppgå till cirka 1,5 procent om ett år för att sedan stiga ytterligare. KPI-inflationen, som nu ligger på en betydligt lägre nivå, stiger något snabbare och uppgår också till drygt 1,5 procent om ett år. I KPIF hålls boräntorna konstanta. Att KPI-inflationen ökar snabbare än KPIF-inflationen beror på att hushållens räntekostnader gradvis börja stiga. Ökningstakten i KPI väntas uppgå till nära 2,7 procent i slutet av 2016 (se diagram 1:29).

I perioder med stora ränteförändringar ger inflationsmått som inte inkluderar de direkta effekterna av ändrade räntor, till exempel KPIF, en bättre bild av inflationstrycket. På längre sikt, när reporäntan har stabiliserats, sammanfaller dock KPI- och KPIF-inflationen. Jämfört med prognosen i september är KPIF-inflationen något nedreviderad på kort sikt till följd av tillfälligt lägre tjänste- och livsmedelspriser. Från och med andra halvåret 2014 är prognosen i princip densamma som i september (se diagram 1:30).

Penningpolitiska överväganden

Riksbankens direktion har beslutat att låta reporäntan ligga kvar på 1 procent. Precis som i bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i september förväntas räntan börja höjas först mot slutet av 2014.

■ Mer påtaglig förbättring nästa år

Sedan publiceringen av den penningpolitiska uppföljningen i september har den ekonomiska utvecklingen i både Sverige och omvärlden varit ungefär som Riksbankens bedömning. Dock är osäkerheten stor, exempelvis om den finanspolitiska inriktningen i USA, och prognosen för omvärldstillväxten är något nedreviderad.

BNP-tillväxten i Sverige var svagare än förväntat första halvåret men väntas ta fart mer påtagligt nästa år, mot bakgrund av såväl en förbättrad omvärldskonjunktur som en starkare inhemsk efterfrågan. Detta förutses leda till en tydligare förbättring på svensk arbetsmarknad andra halvåret 2014, med stigande sysselsättningsgrad och fallande arbetslöshet. Inflationen är sedan en tid låg. Framöver ökar resursutnyttjandet vilket medför stigande löneökningstakt och större möjligheter för företagen att höja priserna. Samtidigt innebär återhämtningen i omvärlden att priserna på importerade varor ökar snabbare. Därmed väntas KPIF-inflationen öka till 2 procent under 2015 (se diagram 1:30).

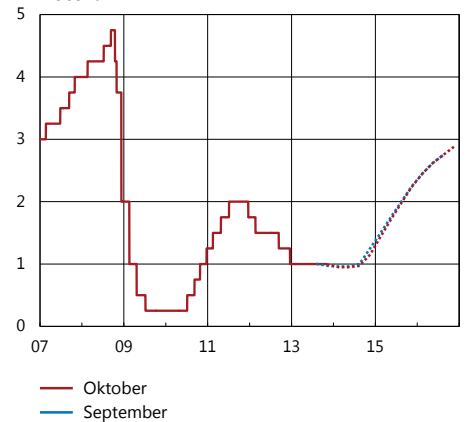
■ Fortsatt låg ränta stödjer konjunkturåterhämtningen

För att stödja konjunktoren och bidra till att KPIF-inflationen stiger mot 2 procent behöver penningpolitiken vara fortsatt expansiv. Reporäntan bedöms vara kvar på dagens låga nivå på 1 procent ungefär ett år. Liksom i den penningpolitiska uppföljningen i september förväntas reporäntan börja höjas först mot slutet av 2014, när konjunktoren är starkare och inflationen stiger. För att få en balanserad ekonomisk utveckling höjs reporäntan långsamt till strax under 3 procent i slutet av prognosperioden. Prognosen för reporäntan, både nominellt och reallt, är bara marginellt förändrad sedan den penningpolitiska uppföljningen i september (se diagram 1:31 och 1:32). Något svagare omvärldsutsikter framöver har föranlett en liten nedrevidering av reporäntebanan.

I prognosen når KPIF-inflationen 2 procent under 2015 (se diagram 1:30). En ännu mer expansiv penningpolitik skulle kunna leda till att inflationen når målet något tidigare. Men samtidigt bedöms en räntesänkning nu leda till att riskerna med hushållens höga skuldsättning ökar ytterligare. Internationella erfarenheter visar att en hög skuldsättning gör ekonomin mer känslig för olika typer av störningar, till exempel ett fall i bostadspriserna. En särskilt besvärlig situation skulle uppstå om hushållens förväntningar om framtida boräntor påverkas i alltför hög grad av det nuvarande låga ränteläget. Enkätundersökningar visar att hushållens förväntningar om boräntor på fem års sikt är lägre än vad som är förenligt med Riksbankens antagande om reporäntan på lång sikt (se diagram 1:33). Orealistiskt låga boränteförväntningar kan bidra till en förnyad trend uppåt i både bostadspriser och skuldsättning. Om hushållen av ett eller annat skäl skulle tvingas att snabbt minska sina skulder finns risk att arbetslösheten stiger kraftigt och att det uppstår långvariga svårigheter att stabilisera inflationen runt inflationsmålet.¹² Den aktuella reporäntebanan bedöms stimulera den ekonomiska utvecklingen och bidra till att inflationen stiger mot 2 procent samtidigt som den tar hänsyn till de risker som är förknippade med hushållens skuldsättning.

Regeringen presenterade i slutet av augusti ett förslag som innebär att Finansinspektionen får huvudansvaret för makrotillsynsinstrumenten i Sverige samt att ett formellt stabilitetsråd inrättas där Riksbanken ingår. De långsiktiga riskerna förknippade med hushållens skulder kan antas bli mindre när väl åtgärder vidtagits inom makrotillsynen. Det kommer att påverka förutsättningarna för penningpolitiken.¹³ Men hur mycket och hur snabbt är svårt att avgöra i nuläget. I takt med att olika makrotillsynsverktyg införs och kunskaperna ökar om hur de fungerar i praktiken, kommer konsekvenserna för penningpolitiken att gradvis bli tydligare. Riksbanken kommer, precis som tidigare, att behöva följa och analysera risker och motståndskraft i det finansiella systemet och se hur dessa påverkar den allmänna ekonomiska utvecklingen och därmed penningpolitiken.

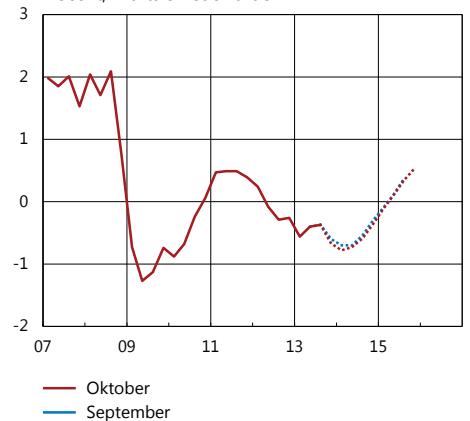
Diagram 1:31. Reporänta
Procent



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

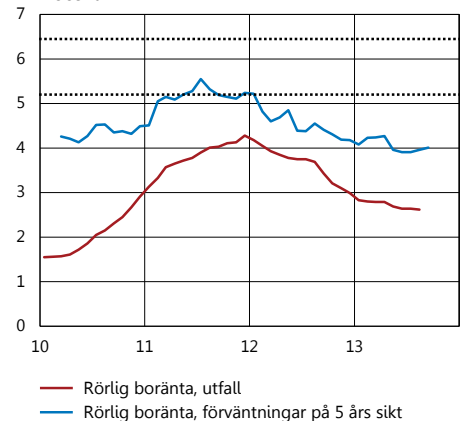
Diagram 1:32. Real reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



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

Källa: Riksbanken

Diagram 1:33. Ränteförväntningar bland hushåll avseende rörlig boränta 5 år framåt i tiden
Procent



Anm. De streckade linjerna visar ett intervall för den långsiktiga nivån på den rörliga boräntan. Intervallet baseras på dels ett intervall för den långsiktiga reporäntan på 3,5-4,5 procent, dels ett intervall för skillnaden mellan en tremånaders boränta och reporänta på 1,7-2 procentenheter.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

¹² Se fördjupningen "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen" i Penningpolitisk rapport juli 2013.

¹³ Se även fördjupningen "Makrotillsyn och penningpolitik".

Osäkra konjunktur- och inflationsutsikter

Utvecklingen i omvärlden är en källa till osäkerhet i prognosen. Tecknen på återhämtning i den amerikanska ekonomin har lett till spekulationer om när och hur den amerikanska centralbanken Federal Reserve kommer att minska och så småningom avveckla sitt program för tillgångsköp. Riksbankens prognos bygger på att nedtrappningen av de penningpolitiska stimulanserna i vår omvärld anpassas så att stramare finansiella förhållanden inte förhindrar en gradvis återhämtning.

Återhämtningen i framförallt problemtyngda länder i Europa kan dock komma att påverkas negativt. Exempelvis kan fortsatta räntepågångar i USA leda till högre räntenivåer även i Europa. Om de långfristiga räntorna i de skuldyngda länderna i euroområdet skulle stiga kraftigt försvåras deras arbete med att uppnå positiva budgetsaldo och minska sina statsskulder. I kapitel 2 diskuteras möjliga konsekvenser för Sverige av ett sådant scenario.

En ytterligare källa till osäkerhet är den finanspolitiska situationen i USA. Även om en temporär lösning nu har kommit på plats, så skapar de politiska turerna kring statsbudgeten och skuldtaket osäkerhet kring den framtida finanspolitiken. Detta kan leda till ökad volatilitet på finansiella marknader och få konsekvenser för den globala ekonomin.

Utvecklingen i omvärlden kan också gå bättre än i huvudscenariot. På många håll i världen har förtroendeindikatorer stigit på senare tid. Det finns en möjlighet att dessa tecken på växande optimism utgör starten på en starkare efterfrågeutveckling. Effekterna för svensk ekonomi och penningpolitik av en snabbare återhämtning i omvärlden illustreras också i ett alternativscenario i kapitel 2.

Slutligen finns det även inhemska källor till osäkerhet. Inflationen har varit låg en längre tid och utfallet den senaste månaden var lägre än Riksbankens prognos i den penningpolitiska uppföljningen i september. Det kan inte uteslutas att inflationen förblir låg under en längre period än vad som nu antas, men inte heller att inflationen tar fart snabbare. Detta skulle få konsekvenser för penningpolitiken framöver.

KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker

Om konjunkturutsikterna i USA fortsätter att förbättras, väntas den amerikanska centralbanken börja normalisera penningpolitiken. Ett första steg är att minska de månatliga obligationsköpen, vilket medför att de långa räntorna väntas stiga både i USA och i resten av världen. Om uppgången i de långa räntorna skulle skapa bekymmer för länder med statsfinansiella problem kan återhämtningen i euroområdet komma av sig. Detta skulle också medföra att resursutnyttjandet och inflationen i Sverige blir lägre än i huvudscenariot. I så fall kan reporäntan behöva sänkas.

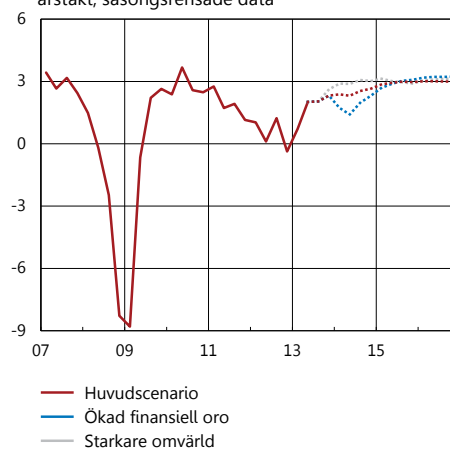
Utvecklingen i omvärlden skulle också kunna gå bättre än i huvudscenariot. På många håll i världen har förtroendeindikatorerna stigit på senare tid. Om dessa tecken på växande optimism skulle utgöra starten på en starkare efterfrågeutveckling i omvärlden kommer resursutnyttjandet och inflationen att bli högre även i Sverige. I så fall kan reporäntan i stället behöva höjas snabbare än i huvudscenariot.

Den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäker. Detta illustreras på ett övergripande sätt med osäkerhetsintervallen runt prognoserna i diagram 1:1–1:4. Dessa baseras på Riksbankens historiska prognosfel. I detta kapitel beskrivs två alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen, och hur penningpolitiken kan komma att behöva anpassas om dessa scenarier skulle bli verklighet. Scenarierna är konstruerade med Riksbankens makroekonomiska modell, Ramses.¹⁴ De räntebanor som visas i scenarierna avviker dock från det Ramses föreslår. Detta beror på att reporäntan i modellen inte fångar alla de faktorer som är viktiga i den penningpolitiska avvägningen, utan bara beror på KPIF-inflationen och resursutnyttjandet. Exempelvis fångar inte Ramses de mer långsiktiga riskerna med en snabb skulduppbbyggnad i hushållssektorn, eftersom modellen inte explicit inkluderar en bostadssektor. För att försöka fånga hur sådana risker påverkar den penningpolitiska avvägningen har Ramses penningpolitiska respons justerats med bedömningar om vad som kan vara en rimlig penningpolitik i respektive scenario. Dessa bedömningar är dock svåra att göra och det är inte säkert att alla överväganden som kan bli aktuella i de båda scenarierna fångas fullt ut.

I huvudscenariot börjar den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, normalisera penningpolitiken, vilket bland annat innefattar en nedtrappning av de månatliga köpen av obligationer. Detta leder till att de långa räntorna stiger, inte bara i USA utan även i andra länder. Uppgången i de långa räntorna skapar dock inga större bekymmer för utsatta länder i exempelvis euroområdet. En förutsättning för prognosen i huvudscenariot är dock att den reform- och anpassningsprocess som har påbörjats i euroområdet fortsätter.

I ett alternativscenario illustreras effekterna av att uppgången i långa räntor skapar bekymmer för länder med statsfinansiella problem i euroområdet. Investerare ställer krav på kompensation i form av högre riskpremier, vilket gör det dyrare och svårare för hushåll och företag att låna. Samtidigt tvingas länderna till ytterligare besparingar för att hantera sina statsfinanser och tillväxten i euroområdet dämpas jämfört med i huvudscenariot. I scenariot beskrivs hur den

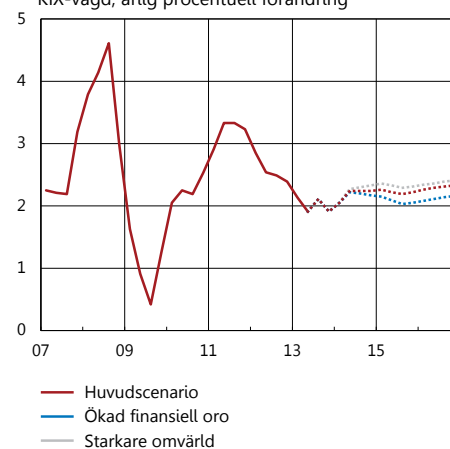
Diagram 2.1. BNP i omvärlden
KIX-vägd, kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2.2. Inflation i omvärlden
KIX-vägd, årlig procentuell förändring

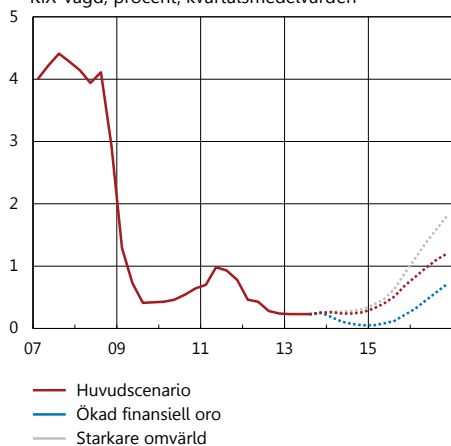


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, OECD och Riksbanken

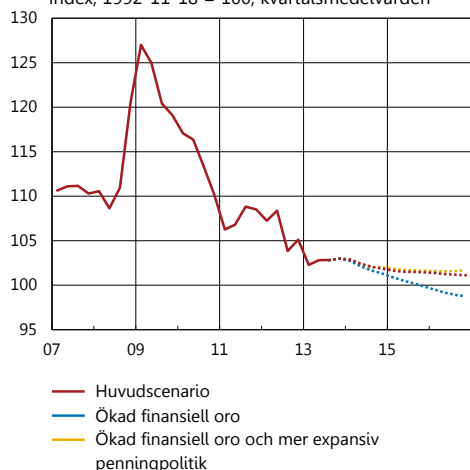
¹⁴ För en beskrivning av modellen, se Adolfsen, M.alin, Laséen, Stefan., Christiano, Lawrence., Trabandt Mattias. och Walentin, Karl., "Ramses II: Model description", Occasional Paper nr 12, 2013, Sveriges riksbank.

Diagram 2.3. Styrränta i omvärlden
KIX-vägd, procent, kvartalsmedelvärden



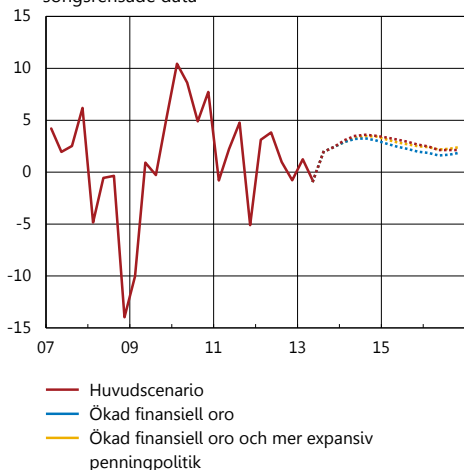
Anm. För sammanvägning av styrräntor i omvärlden används KIX-4, där euroområdet, Norge, Storbritannien och USA ingår.
Källor: Bank of England, ECB, Federal Reserve, Norges Bank och Riksbanken

Diagram 2.4. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX
Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden



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

Diagram 2.5. BNP
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

svagare internationella efterfrågan, som leder till lägre inflation än i huvudscenariot, kan innebära att Riksbanken behöver sänka reporäntan.

Det andra alternativscenariot belyser effekterna av att förtroendet i omvärlden stiger snabbare. Om detta inträffar stiger omvärldens efterfrågan på svenska varor med en högre BNP-tillväxt, konsumtion och inflation som följd. Det högre svenska konsumentförtroendet bidrar också till att hushållens skulduppbyggnad ökar snabbare. Om Riksbanken, trots den mer gynnsamma konjunkturutvecklingen, skulle följa huvudscenariots räntebana skulle inflationen kraftigt överskrida inflationsmålet mot slutet av prognosperioden. För att få en inflation i linje med målet höjs reporäntan därför snabbare än i huvudscenariot. Detta bidrar också till att dämpa ökningstakten i hushållens skuldsättning.

Scenario: Ökad finansiell oro

I huvudscenariot fortsätter den återhämtning som har pågått i USA, vilket bland annat leder till att den amerikanska arbetslösheten minskar. Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, väntas då börja normalisera penningpolitiken.¹⁵ Det första steget är att minska på de kvantitativa lättnaderna, genom att påbörja en nedtrappning av de månatliga obligationsköpen. Detta förväntas leda till att de långa räntorna stiger både i USA och i resten av världen. Normaliseringen av penningpolitiken sker dock i långsam takt så att ränteuppgångarna inte skapar en alltför snabb åtstramning av de samlade finansiella förhållandena i USA.

I euroområdet har flera länder med statsfinansiella problem lyckats sänka sitt kostnadsläge och förbättra sin konkurrenskraft de senaste åren. En förutsättning i huvudscenariot är att denna reform- och anpassningsprocess fortskrider. Ökningen i de långa räntorna som förutses i huvudscenariot medför därför inga större bekymmer för utsatta länder. Tillväxten i euroområdet stiger under prognosperioden i takt med att förtroendeindikatorerna fortsätter att förbättrats.

I alternativscenariot antas att Federal Reserve följer sin plan för normaliseringen av penningpolitiken, med ungefär samma ekonomiska utveckling i USA som i huvudscenariot som följd. Men i euroområdet skapar uppgången i de långa räntorna bekymmer för länder med statsfinansiella problem. I och med att investerare kräver kompensation i form av högre riskpremier blir det dyrare och svårare för hushåll och företag att låna. Samtidigt tvingas länderna till ytterligare besparingar för att hantera sina statsfinanser och tillväxten i euroområdet dämpas jämfört med i huvudscenariot.

I euroområdet som helhet blir inflationen något lägre. Den redan låga styrräntan och det faktum att problemet inte är lika stort för alla länder i euroområdet gör att penningpolitiken inte fullt ut kan

¹⁵ Se fördjupningen "Förväntad nedtrappning av amerikanska centralbankens tillgångsköp" för en beskrivning av de olika stegen i en sådan normalisering.

parera de uppkomna svängningarna. Under en tid hålls därför investeringar och konsumtion tillbaka av högre räntor, i synnerhet i de problemtunga länderna, och av negativa förtroendeeffekter eftersom risken för en förnyad skuldskris uppfattas som högre.

De högre räntorna i USA påverkar också många tillväxtekonomier, som redan har uppvisat en svagare ekonomisk utveckling. När de långa räntorna stiger säljer investerare riskfyllda tillgångar i dessa ekonomier, med kapitalutflöden och valutaförsvagningar som följd. En svagare valuta underlättar visserligen för deras exportindustrier, men skapar problem när lån i utländsk valuta ska återbetalas och försvårar dessutom finansieringen av produktiva investeringar.

Den sammantagna effekten är att den genomsnittliga BNP-tillväxten i omvärlden blir knappt 1 procentenhet lägre än i huvudscenariot under 2014 (se diagram 2:1). Omvärldens inflation blir också något lägre än i huvudscenariot (se diagram 2:2). Detta beror främst på lägre inflation i euroområdet. ECB håller då kvar den låga styrräntan ytterligare ett tag, vilket bidrar till att de KIX-viktade styrräntorna också är något lägre än i huvudscenariot (se diagram 2:3).

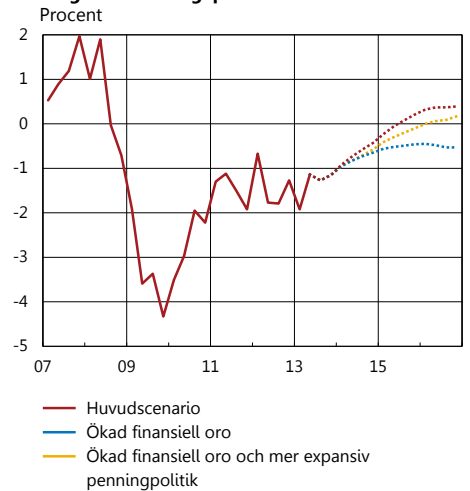
■ Kronan stärks ytterligare om Riksbanken håller kvar vid huvudscenariots räntebana

Huvudscenariot bygger på att den handelsviktade nominella växelkursen förstärks marginellt under prognosperioden och att styrräntan i Sverige är högre än i omvärlden. Vad som händer med kronan i alternativscenariot beror på ett flertal faktorer, bland annat på hur Riksbanken agerar med reporäntan. För att illustrera detta visas först konsekvenserna under antagandet att reporäntan följer samma bana som i huvudscenariot. I alternativscenariot stärks kronan då ytterligare något som en följd av att styrräntedifferensen mellan Sverige och omvärlden ökar (se den blå linjen i diagram 2:4).

Växelkursprognoser är dock mycket osäkra, särskilt i tider av turbulens på de finansiella marknaderna, och kronan kan bli både starkare och svagare än vad som antas i scenariot. Å ena sidan kan kronan försvagas, vilket den ofta har gjort i tider av stor oro, då marknadsaktörer väljer att flytta sina placeringar till mer likvida valutor. Exempelvis försvagades kronan med 20 procent i samband med finanskrisen 2008.

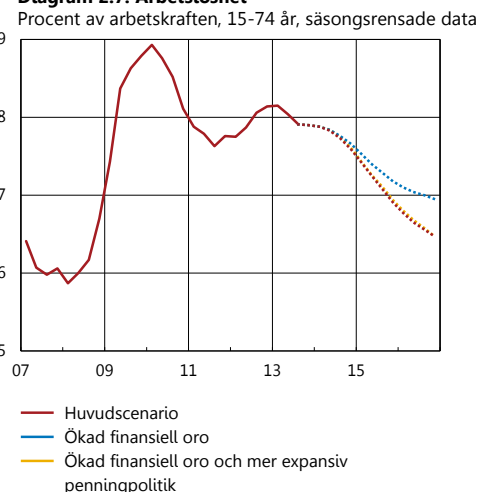
Å andra sidan kan kronan också komma att förstärkas mer än vad som antas i alternativscenariot. Sverige har ju i ett internationellt perspektiv både relativt starka statsfinanser och en välkapitaliserad banksektor och dessutom många år med stora bytesbalansöverskott. Detta kan av placerare ses som ett tecken på att kreditrisken är låg. Sverige kan därför bli en tillflyktsort för finansiella investerare som säljer riskfyllda tillgångar i tillväxtekonomierna. Detta skulle leda till en ökad efterfrågan på svenska tillgångar och en ännu starkare kronkurs. För penningpolitiken är en ytterligare förstärkning av kronan mer bekymmersam än om kronan skulle försvagas, eftersom det skulle leda till en ännu lägre inflation än i alternativscenariot.

Diagram 2:6. Timgap



Källor: SCB och Riksbanken

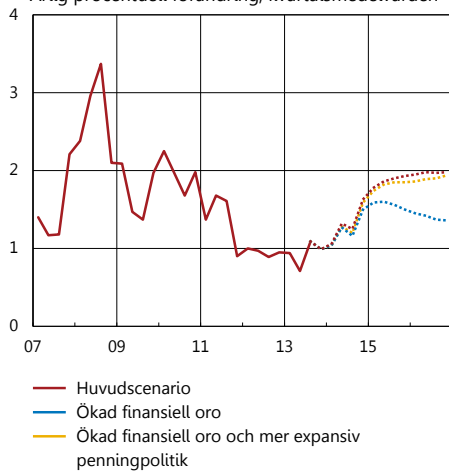
Diagram 2:7. Arbetslöshet



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:8. KPIF

Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

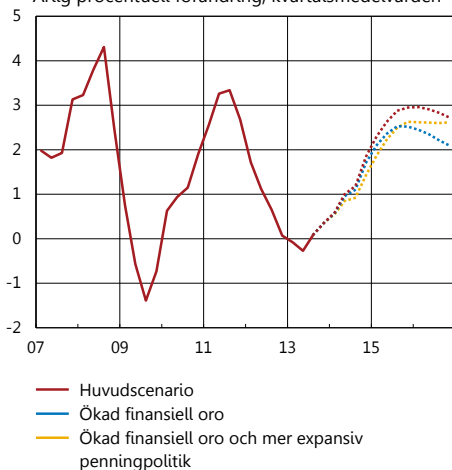


Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:9. KPI

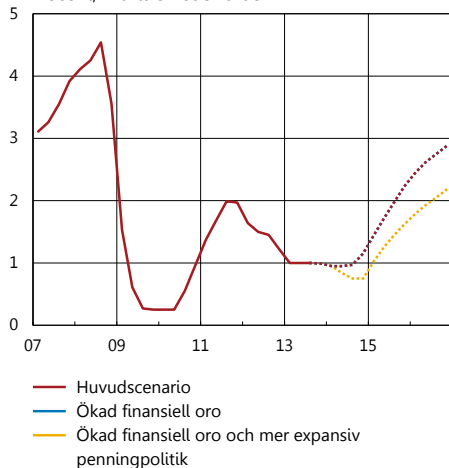
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:10. Reporänta

Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

■ Svensk BNP växer långsammare

Förstärkningen av kronan gör svenska exportvaror dyrare, vilket tillsammans med en lägre omvärldsefterfrågan på svenska varor leder till att tillväxten i exporten minskar. Uppgången i de långa räntorna spiller också över på Sverige så att marknadsräntorna för företag stiger, med en svagare investeringsutveckling som följd. Den sämre utvecklingen i omvärlden medför också att konsumentförtroendet faller, vilket dämpar konsumtionen.

Sammantaget medför uppgången i de långa räntorna att tillväxttakten i BNP blir knappt 1 procentenhet lägre än i huvudscenariot under prognosperioden (se den blå linjen i diagram 2:5). Även resursutnyttjandet mätt som BNP-gap, timgap och arbetslöshet försämras (se de blå linjerna i diagram 2:6 och 2:7).

■ Lägre resursutnyttjande och inflation motiverar en mer expansiv penningpolitik

När resursutnyttjandet avtar blir företagets efterfrågan på arbetskraft lägre, varpå lönerna stiger i en långsammare takt. Detta minskar företagets kostnader. Kostnaderna minskar också på grund av att inflationen i omvärlden faller, eftersom detta tillsammans med en starkare krona gör att importerade insatsvaror blir billigare. Företagen höjer därför priserna i en måttligare takt och både KPI- och KPIF-inflationen blir lägre än i huvudscenariot (se de blå linjerna i diagram 2:8 och 2:9).

Om Riksbanken, trots de sämre utsikterna i omvärlden, skulle fortsätta att följa huvudscenariots räntebana skulle resursutnyttjandet förbli lågt under hela prognosperioden. Inflationen skulle då tydligt vara lägre än inflationsmålet under hela prognosperioden. För att motverka konjunkturavmattningen och få en inflation i linje med inflationsmålet sänks reporäntan för att sedan följa en lägre bana under hela prognosperioden (se den gula linjen i diagram 2:10). De gula linjerna i diagram 2:4–2:9 visar effekterna på den svenska ekonomin av den lägre räntebanan. Genom att föra en mer expansiv penningpolitik motverkar Riksbanken kronförstärkningen så att kronan i stället blir något svagare än i huvudscenariot (se den gula linjen i diagram 2:4). Även effekterna på resursutnyttjandet och inflationen neutraliseras nästan helt av den lägre räntebanan (se de gula linjerna i diagram 2:6 och 2:8). En förutsättning för att reporäntan ska kunna sänkas i det här scenariot är dock att riskerna med hushållens skuldsättning inte ökar.

I den penningpolitiska avvägningen i alternativscenariot har en avvägning gjorts mellan kortsiktiga stimulansbehov och mer långsiktiga risker.¹⁶ Trots det är det inte självklart hur penningpolitiken ska utformas i ett sådant här scenario. Exempelvis skulle bostadsräntorna i Sverige kunna stiga, vilket tillsammans med en stigande arbetslöshet kan leda till att bostadspriserna faller. Genom att hushållens för-

¹⁶ Se fördjupningen "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen" i Penningpolitisk rapport, juli 2013.

mögenhet minskar förstärks de realekonomiska effekterna på ett sätt som inte fångas i scenariot. Detta skulle kunna tala för en ännu mer expansiv penningpolitik. Därtill kommer att det råder stor osäkerhet om vad som skulle hända med kronan i scenariot. Om Sverige skulle bli en tillflyktsort för finansiella investerare skulle dessutom kronan komma att förstärkas mer än vad som antas i scenariot. Detta skulle också motivera en lägre reporäntebana. Men kronan kan också försvagas i tider av finansiell oro. Då skulle inflationen bli högre och penningpolitiken skulle behöva bli mindre expansiv. Exakt hur penningpolitiken skulle bedrivas beror alltså på en rad olika faktorer.

Scenario: Starkare omvärld

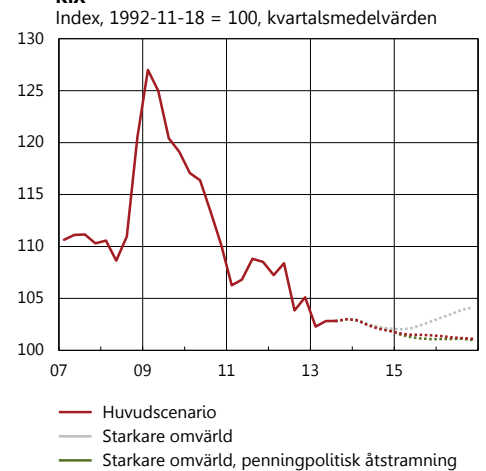
På många håll i världen har förtroendeindikatorerna stigit på senare tid. Detta gäller bland annat i Japan, USA och euroområdet. I Japan kan förtroendeuppgångarna innebära att den senaste tidens stora omläggning av den ekonomiska politiken håller på att få ett mer positivt genomslag än väntat. I USA kan det vara så att återställningen av hushållens balansräkningar inte längre kommer att hämma utvecklingen och att den återstående återhämtningen därmed kan gå lika fort som efter en del tidigare konjunkturnedgångar. Detta gäller i synnerhet om de frågetecken som för närvarande finns kring finanspolitiken rätas ut.

Den största effekten på Sverige skulle vi få om förtroendeuppgången i det tungt vägande euroområdet innebär början på en snabbare återhämtning än vad som förutses i huvudscenariot. Där väntas den pågående skuldsaneringen inom både offentlig och privat sektor liksom hanteringen av strukturella problem i flera länder innebära att det främst är exporten som växer. Den senaste tiden har det dock kommit vissa tecken på att den inhemska efterfrågan växer sig starkare. Under det andra kvartalet steg såväl inhemsk konsumtion som investeringar för första gången på länge. Samtidigt har arbetsmarknaden stabiliserats och detaljhandeln stigit. Dessa små tecken till trots så innebär huvudscenariot att det tar tid innan det stigande förtroendet får bestående effekter på konsumtion och investeringar.

Men tecknen på växande optimism skulle kunna utgöra starten på en starkare efterfrågeutveckling. I alternativscenariot illustreras effekterna av att omvärldens förtroende återvänder snabbare, vilket bland annat skulle ge en starkare inhemsk efterfrågan i euroområdet. Resursutnyttjandet skulle öka och inflationen bli något högre.

Även i handelsvägda termer skulle produktionen i omvärlden stiga snabbare än i huvudscenariot och inflationen bli högre (se diagram 2:1 och 2:2). Den högre inflationen och ett högre resursutnyttjande skulle göra att omvärldens styrräntor höjdes snabbare än i huvudscenariot (se diagram 2:3).

Diagram 2:11. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX

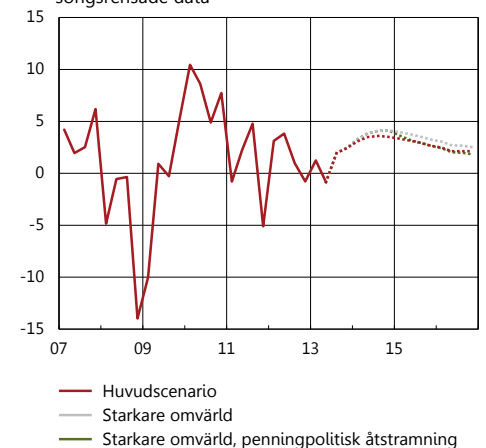


Anm. KIX är en sammanvägning av växelkurser som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källa: Riksbanken

Diagram 2:12. BNP

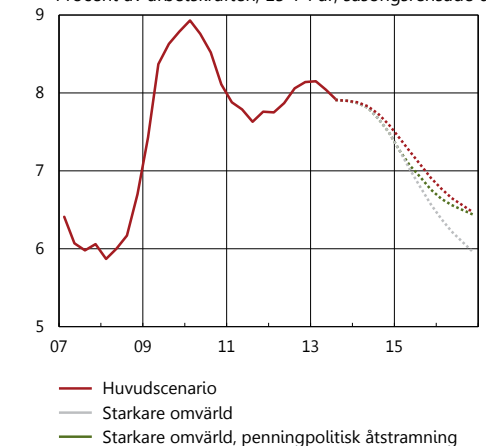
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:13. Arbetslöshet

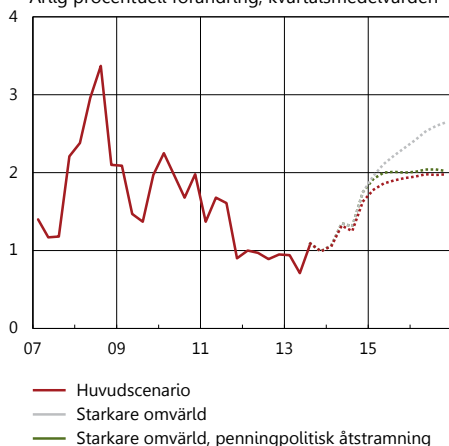
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:14. KPIF

Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

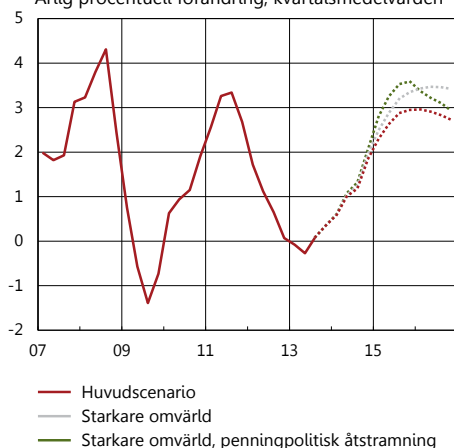


Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:15. KPI

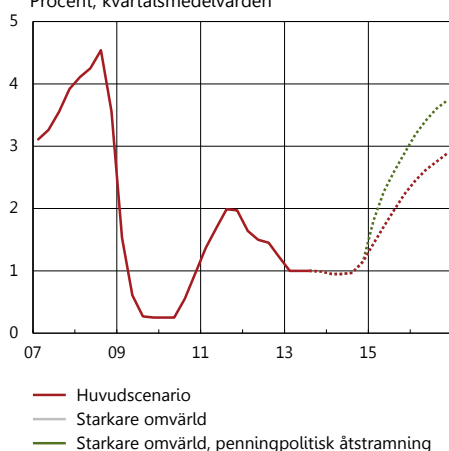
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:16. Reporänta

Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

■ En snabbare återhämtning i omvärlden leder till lägre arbetslöshet och högre inflation i Sverige

Effekterna på den svenska ekonomin blir i detta scenario de omvända jämfört med det föregående scenariot. Om Riksbanken, trots den mer gynnsamma konjunkturutvecklingen, skulle följa huvudscenariots räntebana kommer räntedifferensen mellan Sverige och omvärlden att minska, vilket gör att växelkursen försvagas (se den grå linjen i diagram 2:11). Tillsammans med en högre BNP-tillväxt i omvärlden får detta till följd att efterfrågan på svenska exportvaror ökar.

Den svenska ekonomin kännetecknas för närvarande av god konkurrenskraft, sunda offentliga finanser och motståndskraftiga banker. Det innebär att det finns förutsättningar för en snabb återhämtning när förtroendet för euroområdet återvänder och optimismen ökar. Efterfrågan på konsumtions- och investeringsvaror ökar också, tack vare en ökad optimism om framtiden och en frikostigare kreditgivning. Tillsammans med ökningen i exportefterfrågan gör detta att BNP-tillväxten i Sverige blir högre (se den grå linjen i diagram 2:12).

När den samlade efterfrågan ökar förbättras arbetsmarknaden och arbetslösheten avtar i en snabbare takt än i huvudscenariot (se den grå linjen i diagram 2:13). Detta gör också att löneökningarna blir högre. Den snabbare löneutvecklingen och den högre sysselsättningen ger hushållen utrymme att ytterligare öka konsumtionen.

Den svagare växelkursen gör att priserna på importerade in-satsvaror blir högre än i huvudscenariot. Tillsammans med de högre lönerna stiger då företagens kostnader snabbare, vilket pressar upp inflationen (se den grå linjen i diagram 2:14).

■ Hushållens skulder stiger ytterligare

I scenariot förbättras omvärldskonjunkturen gradvis och det är först i början av 2015 som inflationen och resursutnyttjandet tydligt överskrider huvudscenariots prognos. Om Riksbanken håller kvar vid huvudscenariots räntebana skjuter inflationen kraftigt över målet mot slutet av prognosperioden. Det ökade konsumentförtroendet medför också att hushållens skulduppbyggnad fortsätter på ett sätt som i förlängningen riskerar att få stora negativa realekonomiska konsekvenser när obalanserna senare rättas till.

För att få en inflation i linje med målet och en stabil realekonomisk utveckling höjer Riksbanken därför reporäntan snabbare än i huvudscenariot (se diagram 2:16). Effekterna på övriga variabler illustreras av de gröna linjerna i diagram 2:11–2:15. Höjningen av reporäntan medför också att hushållens skulduppbyggnad bromsas.

I scenariot ökar inflationstrycket i ett läge då inflationen enligt huvudscenariots prognos redan väntas vara nära inflationsmålet. Därför behöver reporäntan höjas för att undvika en alltför hög inflation. De penningpolitiska konsekvenserna skulle kunna bli helt anorlunda om vi i stället hade att göra med en inflationsuppgång som sker mer i närtid. Eftersom inflationen i utgångsläget är låg skulle en

sådan utveckling till och med vara gynnsam, givet att inflationen på sikt inte avviker allt för mycket från målet.

Alternativa scenarier för reporäntan

I detta avsnitt visas hur inflationen och resursutnyttjandet skulle kunna komma att utvecklas om Riksbanken skulle följa en annan reporäntebana än den i huvudscenariot.¹⁷ Två alternativa reporäntebanor visas. I det första alternativet sätts reporäntan 0,25 procentenheter högre i fyra kvartal. I det andra alternativet sätts reporäntan i stället 0,25 procentenheter lägre i fyra kvartal (se diagram 2:17).

■ En högre reporänta leder till lägre inflation och lägre resursutnyttjande

En högre reporänta leder till högre marknadsräntor, till exempel högre räntor på sparkonton. Det blir då mer fördelaktigt för hushållen att spara, jämfört med att låna, och det blir samtidigt dyrare för företagen att finansiera investeringar. Därmed dämpas konsumtionen och investeringarna. Detta leder i sin tur, med en viss eftersläpning, till att efterfrågan på arbetskraft dämpas, vilket gör att arbetslösheten blir högre än i huvudscenariot (se den blå kurvan i diagram 2:22).

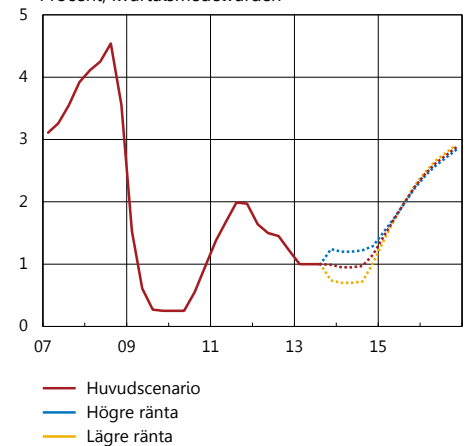
Högre räntor innebär också att priserna på svenska tillgångar, till exempel obligationer, sjunker. När efterfrågan på dessa tillgångar ökar blir kronan starkare. Detta innebär i sin tur att priserna på importerade varor blir lägre, samtidigt som efterfrågan på svenska exportvaror minskar. Sammantaget blir därför BNP-tillväxten lägre än i huvudscenariot.

I och med att resursutnyttjandet sjunker blir löneutvecklingen mer återhållsam. Tillsammans med lägre priser på importerade insatsvaror innebär de lägre lönerna att företagets kostnader minskar. Detta innebär i sin tur att företagen höjer sina priser i långsammare takt med lägre KPIF-inflation som följd (se den blå kurvan i diagram 2:18). Höjda räntor innebär dock att hushållens räntekostnader för egna hem stiger, vilket gör att effekterna på KPI-inflationen blir mindre inledningsvis (se den blå kurvan i diagram 2:19).

■ En lägre reporänta ger högre inflation och högre resursutnyttjande

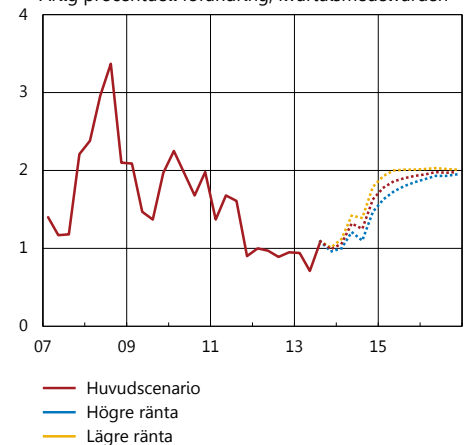
En lägre reporänta leder, omvänt, till att det blir mindre attraktivt att spara, och därmed stiger konsumtionen. Lägre räntor gör också att fler potentiella investeringar blir lönsamma. När avkastningen på svenska tillgångar sjunker kommer efterfrågan på kronor att minska, så att kronan försvagas. Därmed ökar exporten. Sammantaget leder detta till en högre BNP-tillväxt och ett högre resursutnyttjande än i huvudscenariot.

Diagram 2:17. Alternativa reporäntebanor
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

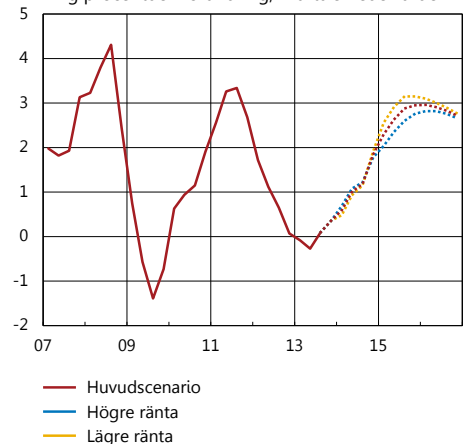
Diagram 2:18. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:19. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

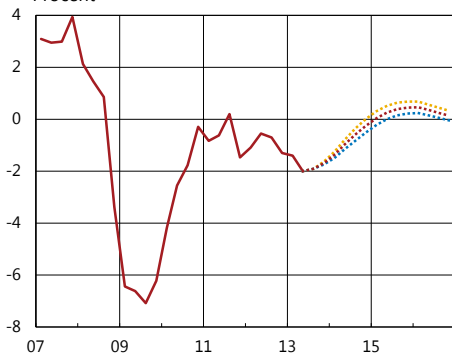


Källor: SCB och Riksbanken

¹⁷ Effekterna av dessa alternativa scenarier för reporäntan är också baserade på Riksbankens makromodell, Ramses. Andra empiriska ansatser skulle kunna leda till andra skattningar av effekterna av en förändring i reporäntan.

Diagram 2:20. BNP-gap

Procent

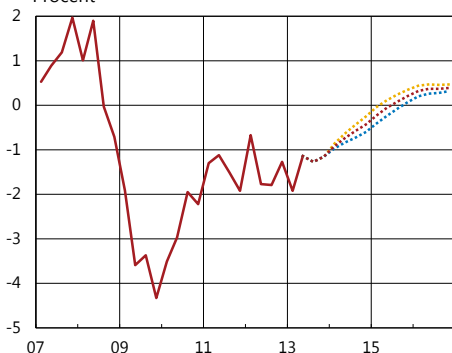


— Huvudscenario
— Högre ränta
— Lägre ränta

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:21. Timgap

Procent

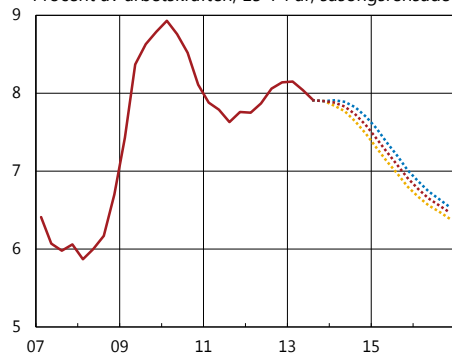


— Huvudscenario
— Högre ränta
— Lägre ränta

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:22. Arbetslöshet

Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data



— Huvudscenario
— Högre ränta
— Lägre ränta

Källor: SCB och Riksbanken

En högre efterfrågan leder, med en viss fördröjning, till en högre sysselsättning och en högre löneökningstakt. Samtidigt bidrar kronförsvagningen till att importerade insatsvaror blir dyrare. Därmed ökar företagets kostnader, vilket i sin tur leder till en högre prisökningstakt. KPIF-inflationen stiger således (se den gula kurvan i diagram 2:18). Inflationen mätt med KPI stiger något mindre på grund av att hushållens räntekostnader faller inledningsvis när reporäntan sänks (se den gula kurvan i diagram 2:19).

■ Flera faktorer påverkar den penningpolitiska avvägningen

En lägre reporänta skulle alltså föra KPIF-inflationen tillbaka till 2 procent något snabbare än i huvudscenariot (se den gula kurvan i diagram 2:18). Samtidigt skulle en lägre reporänta bidra till att resursutnyttjandet normaliserades något snabbare (se de gula kurvorna i diagram 2:20–2:22). Utifrån detta skulle man således kunna motivera en mer expansiv penningpolitik.

En lägre reporänta skulle dock också leda till att hushållens skuldsättning ökar snabbare. I ett historiskt och internationellt perspektiv är hushållens skuldsättning redan hög. Erfarenheter från andra länder under senare år illustrerar tydligt vilka risker detta kan innebära. En snabb ökning av skulderna kan, även om den inte anses hota den finansiella stabiliteten, göra att ekonomin blir mer känslig för störningar. Genom att inte sänka reporäntan kan Riksbanken då bidra till att hålla tillbaka skuldökningstakten och därigenom minska riskerna för stora svängningar i inflationen och resursutnyttjandet i framtiden.¹⁸

Regeringen har nyligen presenterat ett förslag som bland annat innebär att Finansinspektionen får huvudansvaret för makrotillsynsinstrumenten i Sverige. Detta förbättrar förutsättningarna för att minska riskerna med hushållens höga skuldsättning. Men det är ännu för tidigt att avgöra på vilket sätt detta kommer att påverka penningpolitiken.¹⁹

¹⁸ Se fördjupningen "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen" i Penningpolitisk rapport, juli 2013.

¹⁹ Se fördjupningen "Makrotillsyn och penningpolitik".

■ KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin

I detta kapitel presenteras den nya information som kommit in sedan den penningpolitiska uppföljningen i september och bedömningen av den ekonomiska utvecklingen de närmaste kvartalen.

På de finansiella marknaderna har det under en tid varit tydligt fokus på centralbankernas kommunikation. Statsobligationsräntorna sjönk globalt i september mot bakgrund av att den amerikanska centralbanken oväntat valde att vänta med att minska sina köp av värdepapper. I euroområdet finns tecken på en långsam förbättring. Även på andra viktiga exportmarknader finns tecken på en gradvis återhämtning. Den amerikanska ekonomin fortsätter att förbättras trots att finanspolitiken är åtstramande och den politiska oenigheten om finanspolitikens inriktning skapar osäkerhet. Den kinesiska ekonomin växer åter snabbare och Japans tillväxt överraskar positivt.

I Sverige var BNP-tillväxten under det första halvåret i år svagare än väntat. Indikatorer pekar på att tillväxten i Sverige kommer att öka under det andra halvåret. Det har skett en viss förbättring på arbetsmarknaden hittills i år, men indikatorer pekar på att arbetslösheten kommer att ligga kvar ungefär på dagens nivå under resten av året. Inflationen är fortsatt låg. KPIF-inflationen väntas uppgå till omkring 1 procent under det närmaste halvåret.

Finansiella marknader

■ Centralbankskommunikation och budgetproblem har präglat marknadsutvecklingen

De finansiella marknaderna har den senaste tiden i hög grad präglats av förväntningar kring den amerikanska centralbankens (Federal Reserve) framtida agerande, när nu tecknen på att aktiviteten i den amerikanska ekonomin ökar blir allt tydligare. Federal Reserve förväntas inleda en normalisering av penningpolitiken genom att börja trappa ned sina månatliga köp av statsobligationer och bostadsrelaterade värdepapper.²⁰ Främst har förväntningarna påverkat marknaderna för statsobligationer och aktier. Bland annat har amerikanska och europeiska statsobligationsräntor stigit kraftigt sedan i maj (se diagram 3:1).

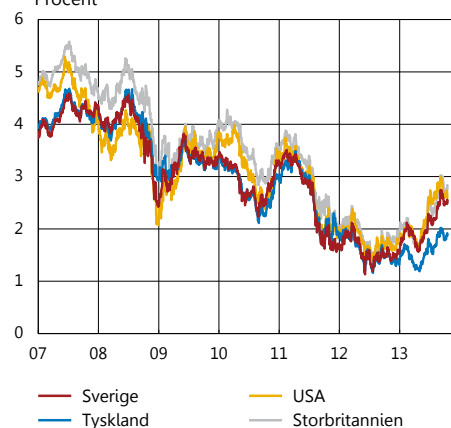
Federal Reserve beslutade i september att inte förändra storleken på sina månatliga tillgångsköp. För marknadsaktörerna var beslutet oväntat, vilket medförde att statsobligationsräntorna föll tillbaka i september. Marknadsaktörerna förväntar sig nu att Federal Reserve ska börja minska tillgångsköpen under första halvåret 2014.

De politiska problemen kring den amerikanska budgetprocessen och höjningen av det offentliga skuldtaket har satt vissa avtryck på de finansiella marknaderna. Räntorna för amerikanska statsskuldväxlar och till viss del räntor i repotransaktioner har stigit. Det har även dämpat börsutvecklingen och bidragit till lägre statsobligationsräntor.

■ Kreditriskpremier har fallit trots högre volatilitet

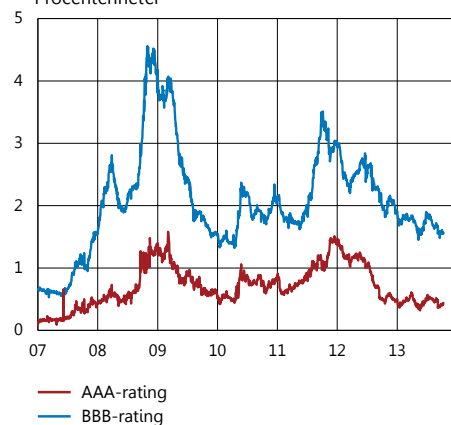
Det är framför allt förväntningarna om att Federal Reserve ska inleda en normalisering efter de senaste årens mycket expansiva

Diagram 3:1. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent



Källa: Reuters EcoWin

Diagram 3:2. Kreditriskpremier för företag i euroområdet
Procentenheter

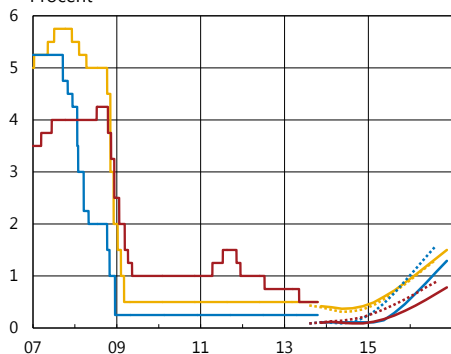


Anm. Skillnaden mellan den genomsnittliga räntan för företag i euroområdet och räntan på tyska statsobligationer.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

²⁰ Se fördjupningen "Förväntad nedtrappning av amerikanska centralbankens tillgångsköp".

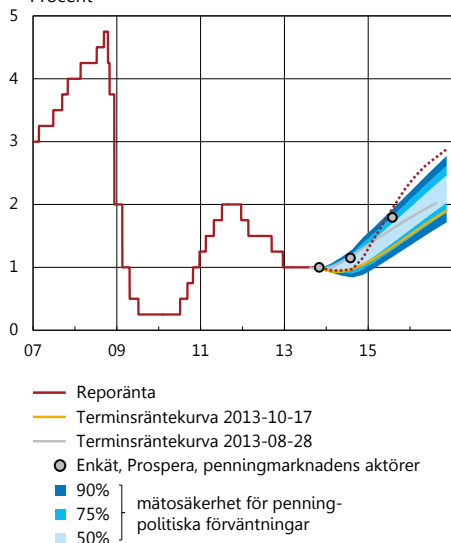
Diagram 3:3. Styrrenteförväntningar mätta med terminsräntor
Procent



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

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

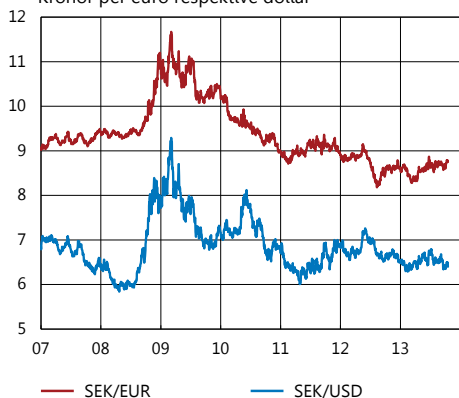
Diagram 3:4. Reporänteförväntningar i Sverige mätta med terminsräntor och enkät, penningmarknadens aktörer
Procent



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

Källor: Reuters EcoWin, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

Diagram 3:5. Den svenska kronans värde i termer av euro och dollar
Kronor per euro respektive dollar



Källa: Reuters EcoWin

penningpolitik som har fått volatiliteten på flera marknader att stiga, i synnerhet på obligations- och valutamarknaderna. Den ökade volatiliteten har dock inte bidragit till högre kreditriskpremier för banker och företag i euroområdet (se diagram 3:2). Den har inte heller lett till högre finansieringskostnader för länder med statsfinansiella problem.

■ Låga penningpolitiska förväntningar globalt

ECB, Federal Reserve och Bank of England har samtliga lämnat sin styrränta oförändrad vid de penningpolitiska mötena i september och oktober. Utifrån investerarenkäter syns inga tydliga skift i de penningpolitiska förväntningarna utan marknadsaktörerna förväntar sig att styrräntorna hålls låga under en lång tid. Däremot har terminsräntorna på längre sikt skiftat ned, vilket i huvudsak inträffade i samband med att Federal Reserve i september oväntat valde att avvakta med en första nedtrappning av de stora tillgångsköpen. Enligt de senaste enkätundersökningarna och terminsräntorna väntas centralbankerna behålla styrräntorna på låga nivåer åtminstone till 2015 (se diagram 3:3).

■ Förväntningar om en fortsatt låg reporänta

De svenska statsobligationsräntorna har följt den internationella utvecklingen. Marknadsaktörerna förväntar sig fortfarande en mer expansiv penningpolitik i euroområdet än i Sverige under en lång tid framöver.

Riksbankens penningpolitiska beslut i september var i stort sett förväntat. Marknadsaktörerna förväntar sig en höjning av reporäntan i slutet av 2014. Takten i höjningarna förväntas därefter vara relativt långsam. Prosperas senaste enkätundersökning visar att penningmarknadsaktörerna förväntar sig en reporänta på i genomsnitt 1,8 procent om två år (se diagram 3:4).

■ Kronan i stort sett oförändrad sedan september

En större benägenhet bland investerare att placera inom euroområdet under sommaren och hösten har sannolikt bidragit till en viss försvagning av kronan mot euron (se diagram 3:5). Kronan har dock förstärkts mot en generellt svagare dollar. Den amerikanska valutan har försvagats brett mot flera valutor i takt med att förväntningarna om när Federal Reserve ska trappa ned sina tillgångsköp har skjutits framåt i tiden. I nominella KIX-termer är kronan i stort sett oförändrad sedan den penningpolitiska uppföljningen publicerades i september. Den svenska kronan är alltså något svagare än i våras, i synnerhet mot euron.

■ Högre räntor på bolån med lång bindningstid

Finansieringsvillkoren för svenska banker och bolåneinstitut fortsätter att vara mycket goda, även om kostnaderna för bolåneinstitutens finansiering har stigit i takt med de högre statsobligationsräntorna

(se diagram 3:6). Bolåneinstituten har därmed höjt räntorna på bolån med längre bindningstider. Men samtidigt har bolåneräntor med kort löptid sjunkit något, varför den genomsnittliga bolåneräntan inte har förändrats nämnvärt.

Inte heller i euroområdet har finansieringskostnaderna för företag och hushåll förändrats nämnvärt den senaste månaden, även om utvecklingen skiljer sig åt länderna emellan. Efterfrågan på krediter från europeiska företag fortsätter att falla, medan den från europeiska hushåll ökar svagt.

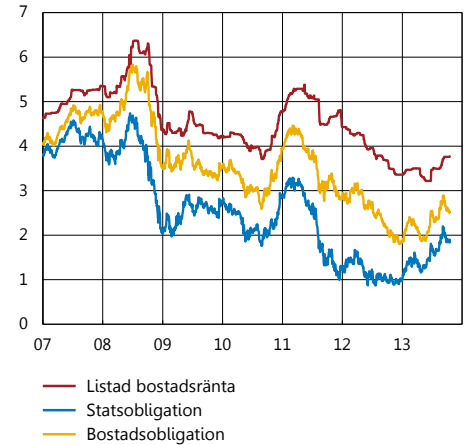
■ Stabil upplåningstakt hos hushållen

Upplåningstakten bland svenska hushåll var oförändrad på 4,8 procent i årlig procentuell förändring under juli och augusti (se diagram 3:7). Hushållens skuldsättningsgrad ligger kvar på en hög nivå, både historiskt sett och jämfört med andra länder.

Priserna på bostadsrätter och villor har fortsatt att öka (se diagram 3:8). Enligt Valueguards sammanvägda index steg priserna för privatägda bostäder i Sverige med 6,6 procent i årlig procentuell förändring i september. Ett lågt utbud på bostäder och en hög efterfrågan på dessa kan sannolikt förklara en del av prisuppgången. Enligt SEB:s boprisindikator förväntar sig hushållen att bostadspriserna ska fortsätta att stiga. I september noterade indikatorn den högsta nivån sedan 2007, men den föll något i oktober. Hushållens förväntningar på bopriserna kan ses mot bakgrund av att de inte förväntar sig några större uppgångar i bolåneräntorna de närmaste åren samtidigt som utvecklingen av deras disponibla inkomster har varit god. Enligt den senaste Konjunkturbarometern var hushållens förväntningar på den rörliga bolåneräntan 3,2 procent på ett års sikt, 3,6 procent på två års sikt och 4,0 procent på fem års sikt. Förväntningarna på fem års sikt är lägre än vad som är förenligt med Riksbankens antagande om reporäntan på lång sikt (se diagram 1:33).

Utlåningstakten till företagen, som har minskat trendmässigt sedan början av 2012, steg något mellan juli och augusti i år. I september uppgav fyra av fem företag att deras möjligheter att finansiera verksamheten var i stort sett normal, enligt Konjunkturbarometern.

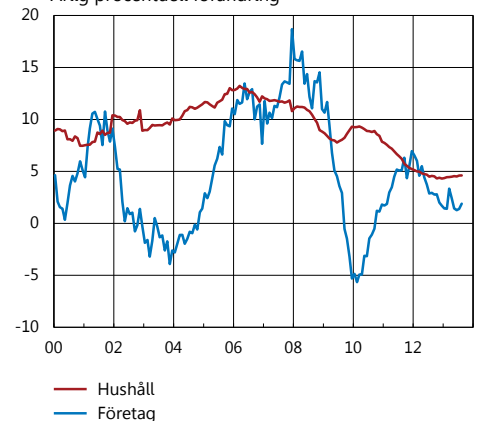
Diagram 3:6. Svenska stats- och bostadsobligationsräntor samt genomsnitt av listade bolåneräntor. Fem års löptid
Procent



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

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

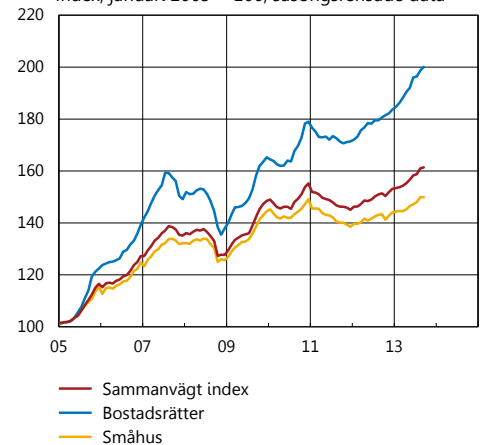
Diagram 3:7. Utlåning till hushåll och företag
Årlig procentuell förändring



Anm. Utlåning till hushåll och företag enligt finansmarknadsstatistik.

Källa: SCB

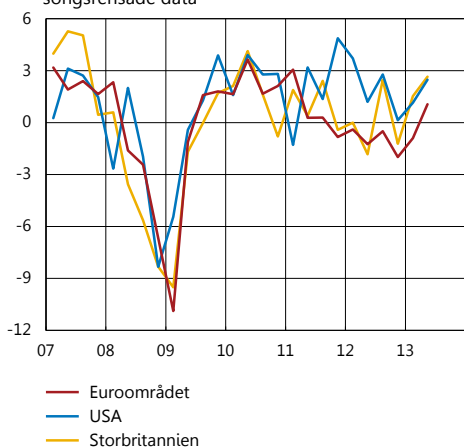
Diagram 3:8. Priser på småhus och bostadsrätter
Index, januari 2005 = 100, säsongrensade data



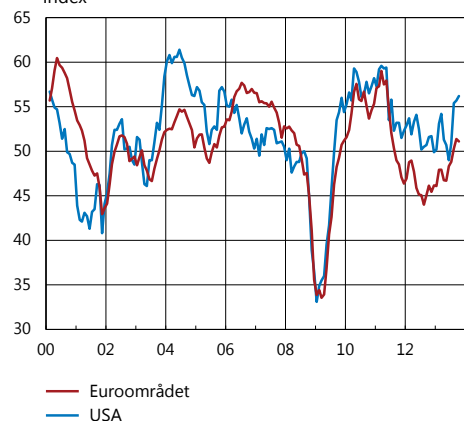
Källor: Valueguard och Riksbanken

Diagram 3:9. BNP

Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

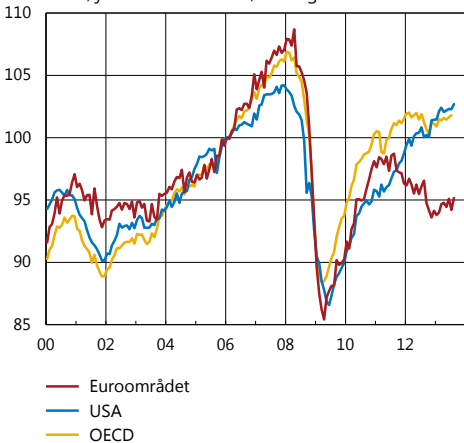
Diagram 3:10. Inköpschefsindex i tillverkningsindustrin

Anm. Värderna över 50 indikerar tillväxt.

Källor: Institute for Supply Management och Markit Economics

Diagram 3:11. Industriproduktion

Index, januari 2006 = 100, säsongrensade data



Källor: Eurostat, Federal Reserve och OECD

Omvärlden

■ Euroområdet – Svag inledning på tredje kvartalet

Reviderade data bekräftade att BNP i euroområdet ökade med 1,1 procent från första till andra kvartalet i år, uppräknat till årstakt (se diagram 3:9). BNP steg i bland annat Tyskland, Frankrike och Portugal medan produktionen föll i till exempel Italien, Spanien och Nederländerna. Fallet dämpades dock i dessa länder jämfört med första kvartalet. Det var framför allt exporten och hushållens konsumtion som bidrog till tillväxten i euroområdet. Hushållens konsumtion steg för första gången sedan hösten 2011.

Att BNP ökade andra kvartalet efter sex kvartal av fallande produktion tyder på att konjunkturen i euroområdet har nått sin botten. Ytterligare tecken på detta är att inköpschefsindex ligger över den indexnivå på 50 som indikerar stigande aktivitet i tillverkningsindustrin (se diagram 3:10). Efter en nedgång i juli steg industriproduktionen åter i augusti (se diagram 3:11). Detaljhandelns omsättning ökade i juli och augusti. Både nivån på industriproduktionen och på detaljhandelns omsättning är dock fortfarande lägre än under 2011, vilket understryker att återhämtningen i euroområdet är långsam. Arbetslösheten uppgick till 12 procent i både juli och augusti, vilket är något lägre än under första halvåret (se diagram 3:12).

■ USA – Fortsatt förbättring trots stram finanspolitik

USA:s BNP växte med 2,5 procent från första till andra kvartalet, uppräknat till årstakt (se diagram 3:9). Även under andra halvåret i år väntas BNP fortsätta att växa i en relativt god takt, trots att finanspolitiken verkar åtstramande och att den politiska oenigheten om finanspolitikens inriktning skapar osäkerhet. De politiska parterna har nu träffat en överenskommelse om att tillfälligt höja det offentliga skuldtaket så att de offentliga utgifterna för de närmaste månaderna ska kunna betalas. Oenigheten kring nästa budgetår innebar dock att viss offentlig verksamhet stängdes ned under närmare tre veckor i oktober. Detta tillsammans med förtroendeeffekter väntas ha fått vissa negativa effekter på BNP på kort sikt, vilket också beaktats i nulägesbedömningen.

Hushållens konsumtion fortsatte att stiga i juli och augusti. Hushållen har visserligen mött högre boräntor sedan maj månad, men samtidigt har aktie- och bostadspriserna stigit och kreditvillkoren fortsatt att förbättras.

Även bostadsmarknaden har fortsatt att förbättras generellt, vilket är positivt för hushållen, bankerna och byggbranschen. Efterfrågan stimuleras av den mycket expansiva penningpolitiken. Försäljningen av befintliga bostäder steg i augusti till den högsta nivån sedan 2009 och huspriserna har fortsatt att stiga. På arbetsmarknaden har sysselsättningen fortsatt att öka och arbetslösheten att sjunka. I september uppgick arbetslösheten till 7,2 procent

(se diagram 3:12). Ett sjunkande arbetskraftsdeltagande har bidragit till nedgången i arbetslöshet.

■ Gradvis förbättring på andra viktiga exportmarknader

Utvecklingen på andra viktiga exportmarknader visar också på en gradvis förbättring om än från olika nivåer. BNP i Storbritannien steg med 2,5 procent från första till andra kvartalet i år, uppräknat till årstakt. Såväl detaljhandels omsättning som industriproduktionen har stigit de senaste månaderna. Inköpschefsindex för industrin har stigit markant och indikerar ökande aktivitet i tillverkningsindustrin. De brittiska hushållen har också blivit betydligt mer optimistiska och förtroendet inom hushållssektorn ligger över ett historiskt genomsnitt. Det finns också tecken på att arbetsmarknaden förbättras. I juli var visserligen arbetslösheten oförändrad på 7,7 procent, men antalet arbetslösa fortsatte att minska (se diagram 3:12).

I Danmark har tillväxten tagit fart igen efter den dämpade utveckling som präglade ekonomin under de senaste åren. Enligt reviderad statistik steg BNP med 2,4 procent från första till andra kvartalet, uppräknat till årstakt (se diagram 3:13). Återhämtningen i euroområdet och stabiliseringen på den inhemska bostadsmarknaden kan delvis förklara detta. Arbetslösheten sjönk till 6,6 procent i augusti.

I Norge har tillväxttakten dämpats under 2012 och 2013 (se diagram 3:13). En långsammare ökning av hushållens konsumtion, en dämpad aktivitet i byggsektorn och en industri (exklusive oljesektorn) som hämmas av ett relativt högt kostnadsläge är delförklaringar till de senaste årens lägre tillväxt. Industriproduktionen sjönk något i augusti efter att ha varit i stort sett oförändrad månaden innan. Arbetslösheten steg något till 3,6 procent i juli.

■ Högre tillväxt i stora asiatiska ekonomier

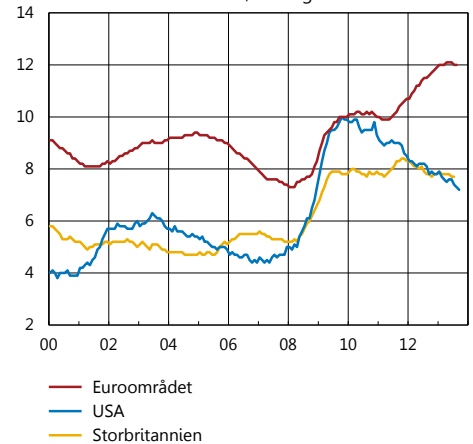
Reviderad BNP-statistik för Japan visade snabbare tillväxt under första halvåret 2013 än tidigare publicerade data. BNP-tillväxten ökade med 3,8 procent från första till andra kvartalet, uppräknat till årstakt. Indikatorerna tyder på en fortsatt stark industrikonjunktur. Industriproduktionen sjönk dock tillbaka något i augusti efter en uppgång i juli. Enligt Tankanrapporten har förtroendet inom tillverkningsindustrin fortsatt att stiga.

När det gäller de japanska hushållen har ny statistik däremot varit mer blandad. Både omsättningen i detaljhandeln och hushållens konsumtion ökade i augusti efter att ha sjunkit i juli. Hushållens förtroende är fortfarande högre än ett historiskt snitt men har sjunkit varje månad sedan juni. Arbetslösheten har sjunkit successivt sedan 2009 och uppgick till 4,1 procent i augusti.

I Kina steg BNP under tredje kvartalet med 7,8 procent i årlig procentuell förändring. Industriproduktionen var hög under samtliga månader tredje kvartalet efter en period med något svagare utveckling. Inköpschefsindex för industrin, som har stigit flera månader i rad, fortsatte att stiga i september även om det var marginellt (se diagram

Diagram 3:12. Arbetslöshet

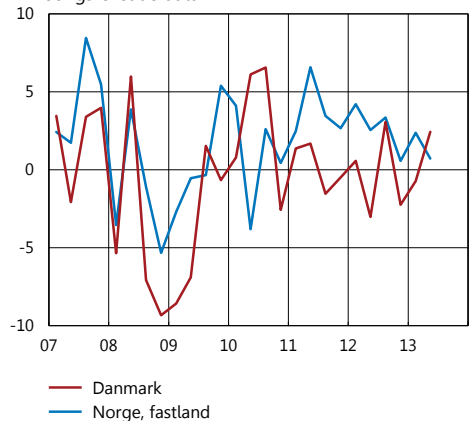
Procent av arbetskraften, säsongsrensade data



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

Diagram 3:13. BNP i Danmark och Norge

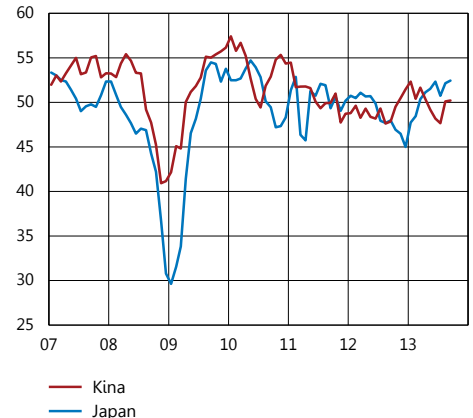
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



Källor: Danmarks statistik och Statistisk Sentralbyrå, Norge

Diagram 3:14. Inköpschefsindex i tillverkningsindustrin

Index

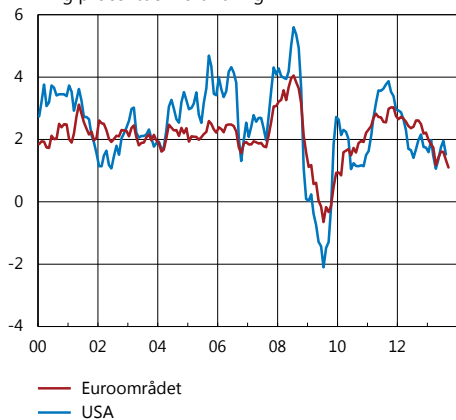


Anm. Värdet över 50 indikerar tillväxt.

Källa: Markit Economics

Diagram 3:15. Konsumentpriser i euroområdet och USA

Årlig procentuell förändring

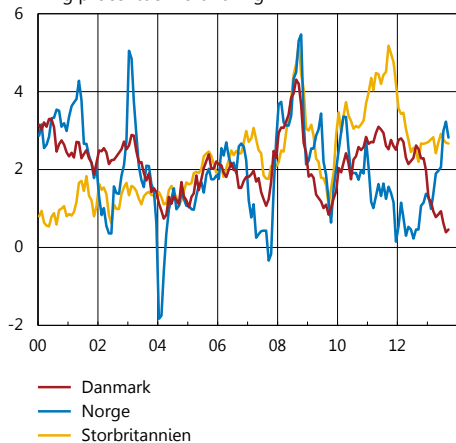


Anm. För euroområdet avses HIKP och för USA KPI.

Källor: Bureau of Labor Statistics och Eurostat

Diagram 3:16. Konsumentpriser i Danmark, Norge och Storbritannien

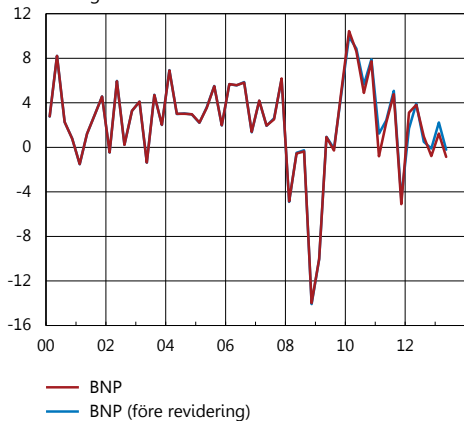
Årlig procentuell förändring



Källor: Danmarks statistik, Office for National Statistics och Statistisk Sentralbyrå, Norge.

Diagram 3:17. BNP

Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källa: SCB

3:14). Exporten föll i september efter att ha tagit fart under juli och augusti. I detaljhandeln fortsätter den positiva trend för omsättningen som inleddes i början på året, även om konsumentförtroendet är fortsatt lågt i ett historiskt perspektiv.

■ Tydliga skillnader i inflationstakt

De senaste månaderna har inflationen i omvärlden påverkats av den nedgång i energipriserna som inträffade under första halvåret i år. Det är också tydliga skillnader i inflationstakt mellan olika länder.

Inflationen i euroområdet mätt med HIKP sjönk enligt ett snabbestimat till 1,1 procent i september (se diagram 3:15). HIKP exklusive energi, livsmedel, alkohol och tobak sjönk marginellt till 1,0 procent i september. Det är dock stora skillnader i prisutvecklingen mellan olika euroländer. Medan priserna faller i Grekland, är inflationen runt 3 procent i Estland och Nederländerna. Även i USA sjönk inflationen till följd av lägre energipriser. Inflationen mätt med KPI sjönk till 1,5 procent i augusti, medan den underliggande inflationen, rensat för energi- och livsmedelspriser, steg till 1,8 procent (se diagram 3:15).²¹

Storbritannien har haft en snabbare prisutveckling än många andra länder och inflationen har legat över inflationsmålet sedan slutet på 2009. KPI-inflationen var oförändrad på 2,7 procent i september (se diagram 3:16). I Danmark är inflationen historiskt låg. KPI-inflationen uppgick till 0,5 procent i september (se diagram 3:16). Sänkta skatter på livsmedel har bidragit till den låga inflationstakten. I Norge har inflationstakten däremot legat på en klart högre nivå. Hyrona har stigit snabbare det senaste året och livsmedelspriserna har ökat kraftigt på grund av ökade regleringar och högre tullar för jordbruksprodukter. I september sjönk dock KPI-inflationen till 2,8 procent (se diagram 3:16). Rensat för energi och skatteförändringar var inflationen 1,7 procent.

Konsumentpriserna i Japan steg till 0,9 procent i augusti. Ökningstakten i KPI exklusive livsmedel och energi, som varit negativ sedan 2008, var noll procent i augusti. Den japanska regeringen har beslutat att höja momsen från 5 till 8 procent i april 2014 vilket väntas höja inflationen tillfälligt nästa år. I Kina sjönk KPI-inflationen till 2,6 procent i augusti. Exklusive de volatila livsmedelspriserna var inflationstakten 1,5 procent.

²¹ Utfallet för KPI i september, som skulle ha publicerats den 16 oktober, kommer att publiceras den 30 oktober på grund av nedstängningen av federala myndigheter i USA.

Svensk ekonomi

■ Tecken på högre BNP-tillväxt andra halvåret i år

Svensk BNP minskade med 0,9 procent från första till andra kvartalet 2013, uppräknat till årstakt (se diagram 3:17). Jämfört med motsvarande kvartal föregående år var svensk BNP, korrigerad för kalender-effekter, i princip oförändrad då utfallet för BNP-tillväxten från nationalräkenskaperna reviderades ner från preliminära 0,6 procent till 0,1 procent. Orsaken till revideringen var främst att importen blev högre än tidigare beräkningar visade samtidigt som lageruppbyggnaden blev lägre. Den inhemska slutliga efterfrågan och exporten var dock till och med något högre i de reviderade uppgifterna. Under andra kvartalet bidrog efterfrågan från hushållen till att hålla den totala efterfrågan uppe när exporten och investeringarna föll.

Under andra halvåret i år väntas BNP öka i en snabbare takt. Hushållens inkomster stiger i god takt och deras konsumtion väntas fortsätta bidra till efterfrågan. En gradvis återhämtning i euroområdet bidrar samtidigt till att svensk export åter börjar växa. Även bostadsinvesteringarna fortsätter att växa.

Månadsindikatorer för tillväxten visar ingen entydig bild. SCB:s sammanviktade produktionsindex för näringslivet har fortsatt att utvecklas svagt till och med augusti (se diagram 3:18). En starkare BNP-tillväxt stöds dock av Konjunkturbarometern, Riksbankens företagsintervjuer och inköpschefsindex. Barometerindikatorn, som omfattar både hushåll och företag, har stigit den senaste tiden men sjönk något i september och uppgick till 98,1. Det är något lägre än det historiska genomsnittet (se diagram 3:19). Enligt Riksbankens företagsintervjuer som genomfördes i september är det nu fler företag som på kort sikt ser en förbättring av konjunkturläget, även om bilden är splittrad både mellan branscher och mellan företag. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin uppgick till 56,0 i september (se diagram 3:20). Inköpschefsindex för tjänstebanscher föll tillbaka något i augusti och september men befinner sig fortfarande över 50, vilket indikerar tillväxt.

■ Hushållen är viktiga för efterfrågan

Under andra kvartalet ökade hushållens konsumtion med 0,8 procent jämfört med första kvartalet och uppräknat till årstakt. Jämfört med motsvarande kvartal föregående år ökade den med 1,9 procent. Hushållens inkomster har ökat i ungefär samma takt som deras konsumtion och sparkvoten ligger därmed kvar på en hög nivå. Hushållens finansiella förmögenhet, såsom den mäts av SCB, är efter en omläggning av statistiken större än vad Riksbanken tidigare räknade med. Enligt den senaste statistiken från finansräkenskaperna har hushållens finansiella förmögenhet från och med 2002 reviderats upp med i genomsnitt 44 procent av hushållens disponibla inkomster (se diagram 3:21). Upprevideringen beror i huvudsak på att SCB numera inkluderar även hushållens innehav av onoterade aktier.

Diagram 3:18. Produktion i näringslivet
Index, 2007 = 100

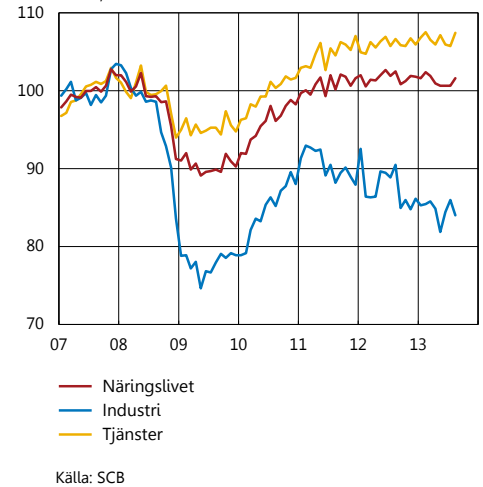


Diagram 3:19. Barometerindikatorn
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Diagram 3:20. Inköpschefsindex
Index, säsongsrensade data

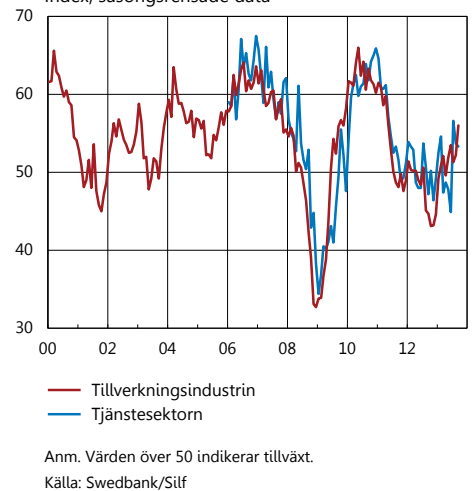
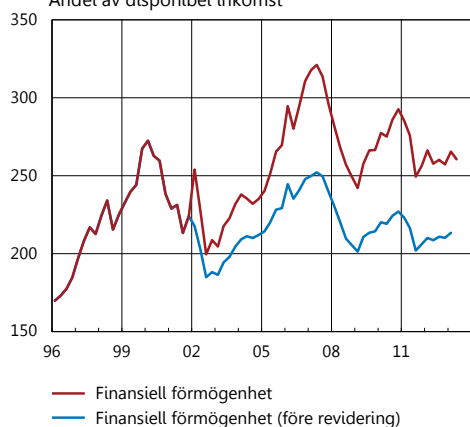
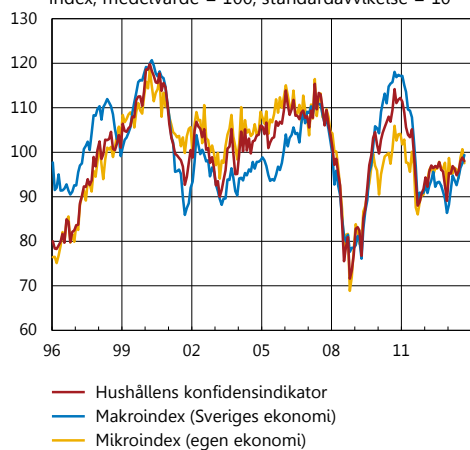


Diagram 3:21. Hushållens finansiella förmögenhet
Andel av disponibel inkomst



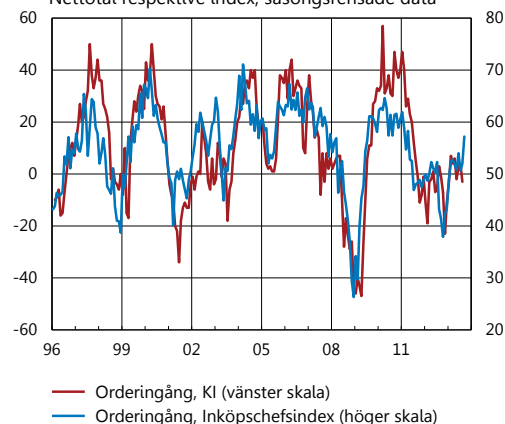
Anm. Exklusive bostadsrätter och kollektivt försäkrings sparande.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:22. Konfidensindikatorer för hushåll
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:23. Exportordergång inom tillverkningsindustrin
Nettotala respektive index, säsongrensade data



Källor: Konjunkturinstitutet och Swedbank/Silf

Hushållens förtroende enligt Konjunkturinstitutets konfidensindikator har, även om det sjönk tillbaka något i september, skiftat upp de senaste tre månaderna och är nu nära sitt historiska medelvärde (se diagram 3:22). Omsättningen i detaljhandeln och hushållens konsumtionsindikator steg båda i augusti. Sammantaget väntas hushållens konsumtion växa med knappt 3 procent per kvartal, uppräknat till årstakt, under andra halvåret 2013.

■ Fortsatt litet investeringsbehov

Jämfört med föregående kvartal var investeringarna oförändrade under andra kvartalet. Men jämfört med samma kvartal föregående år minskade de med 3 procent. Trots att kapacitetsutnyttjandet inom industrin enligt statistik från SCB steg under det andra kvartalet är det fortsatt lägre än normalt. Detta tyder på att investeringsbehovet inom industrin förblir litet den närmaste tiden. Industrikonjunkturen är fortsatt svag och företagen bedöms kunna möta en viss uppgång i efterfrågan utan att behöva göra några nyinvesteringar. Det dröjer därför tills nästa år innan investeringarna i näringslivet tar fart. Riksbankens företagsintervjuer bekräftar bilden av en låg investeringsaktivitet hos företagen nu och under den närmaste tiden. Många av de investeringar som ändå görs avser ersättning av försliten utrustning enligt företagen.

Efter att ha fallit sedan slutet av 2011 har bostadsinvesteringarna börjat stiga och den successivt starkare konjunkturen väntas bidra till att bostadsbyggandet ökar ytterligare framöver.

I förhållande till efterfrågan har lagerinvesteringarna varit höga under första halvåret. När efterfrågan successivt ökar behöver företagen därför inte öka takten i lageruppbyggnaden. Företagens omdömen i Konjunkturbarometern tyder också på att de är förhållandevis nöjda med sina lagervolymer. Med oförändrad lageruppbyggnad blir bidraget från lagerinvesteringarna negativt.

■ Svag export men ökad ordergång

Den fortsatt låga tillväxten på viktiga svenska exportmarknader dämpade svensk export det andra kvartalet i år. Denna minskade då för fjärde kvartalet i följd. Jämfört med motsvarande kvartal föregående år minskade exporten med 2,3 procent. Varuexporten har fallit med nästan 4 procent, medan tjänsteexporten har ökat med drygt 1 procent under samma period.

Det finns dock tecken på återhämtning i den globala industrikonjunkturen. Exempelvis har inköpschefsindex stigit globalt. I bland annat USA, euroområdet och Kina är indexen nu över 50, vilket indikerar tillväxt. Enligt utrikeshandelsstatistiken har varuexporten fortsatt att utvecklas svagt och de svenska exportföretagens orderstock och ordergång är fortsatt lägre än normalt enligt Konjunkturbarometern (se diagram 3:23). Däremot har exportordergången enligt inköpschefsindex stigit. Sammantaget bedöms exporten växa, om än långsamt, de närmaste kvartalen.

Utvecklingen av importen följer normalt utvecklingen av efterfrågan och framförallt exportutvecklingen i Sverige. Svensk import har också utvecklats svagt under den senaste tiden. Under andra kvartalet i år var importvolymerna cirka 1 procent lägre än samma kvartal föregående år. Låg tillväxt i export och investeringar talar för att importtillväxten blir dämpad även de närmaste kvartalen. Enligt utrikeshandelsstatistiken föll också varuimporten i augusti efter att ha indikerat tillväxt under tre månader.

■ Viss förbättring på arbetsmarknaden

Under året har det skett en viss förbättring på arbetsmarknaden med en stigande sysselsättningsgrad och en minskande arbetslöshet under det andra och tredje kvartalet (se diagram 3:24). Tredje kvartalet ökade sysselsättningen något mer än Riksbankens bedömning i den penningpolitiska uppföljningen i september, medan arbetskraften utvecklades i stort sett i linje med bedömningen. Därmed blev arbetslösheten något lägre än väntat.

Utfall och indikatorer pekar på att arbetslösheten kommer att ligga kvar ungefär på dagens nivå under resten av året och inledningen av 2014. Enligt Konjunkturbarometern anger företagen i näringslivet som helhet att tillväxten i sysselsättningen kommer att vara dämpad de närmaste månaderna (se diagram 3:25). Enligt Riksbankens företagsintervjuer är det främst inom industrin som företagen är försiktiga och bedöms avvakta med nyanställningar innan de ser en tydligt ökande efterfrågan. Enligt statistik från Arbetsförmedlingen är det fortsatt relativt många nyanmälda lediga platser (se diagram 3:26). Likaså är antalet varsel om uppsägning tillbaka till nivåer nära ett historiskt genomsnitt, vilket kan tyda på att företagen ser ljusare på framtiden.

Antalet arbetade timmar steg 3,7 procent från första till andra kvartalet i år, uppräknat till årstakt. Utfallet kan delvis förklaras av tillfälliga effekter, varför utvecklingen bedöms bli något svagare under årets andra hälft. I samband med publiceringen av nationalräkenskaperna i september reviderades nivån på arbetade timmar ned, framförallt för helåret 2011.

■ Lönerna ökar långsamt i år

Enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet ökade lönerna i hela ekonomin under årets sju första månader med i genomsnitt 2,0 procent i årlig procentuell förändring. De låga utfallen beror på att de nya avtalade lönehöjningarna, som för många avtalsområden gäller från och med april månad, fortfarande saknas i statistiken. Lönerna inom byggsektorn har hittills i år ökat snabbare än i övriga sektorer (se diagram 3:27). När samtliga retroaktiva löneutbetalningar har förts in statistiken för 2013 bedöms lönerna i hela ekonomin att ha ökat med 2,6 procent.

Diagram 3:24. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data

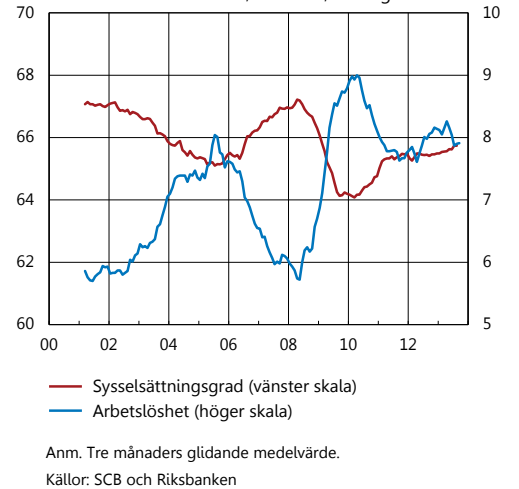


Diagram 3:25. Anställda i näringslivet, förväntningar och utfall
Nettotal, säsongrensade data

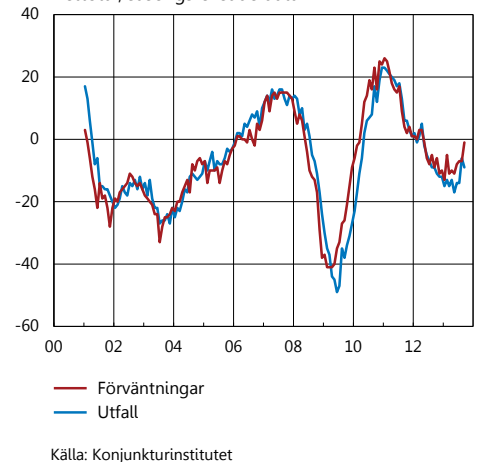


Diagram 3:26. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel
Tusental, säsongrensade data

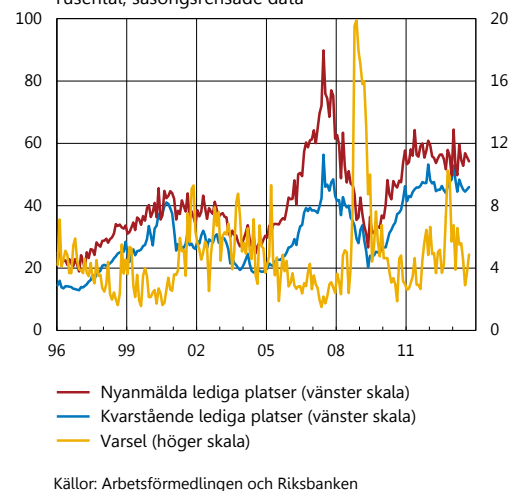
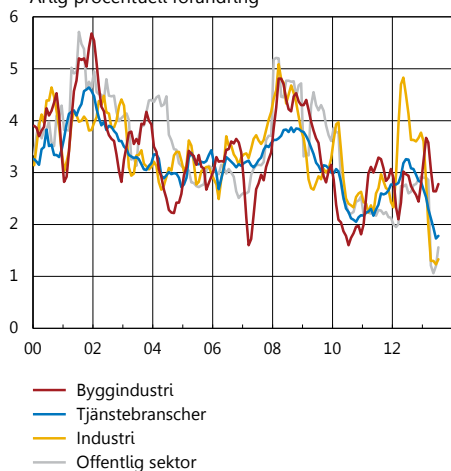


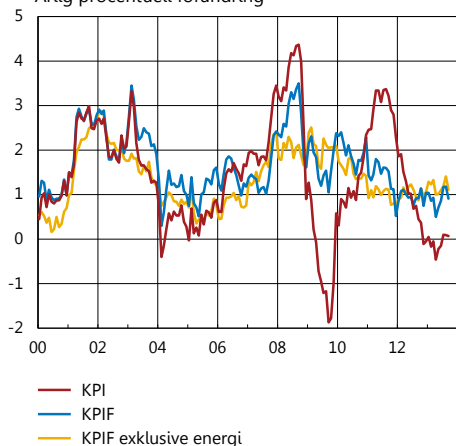
Diagram 3:27. Löner
Årlig procentuell förändring



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

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

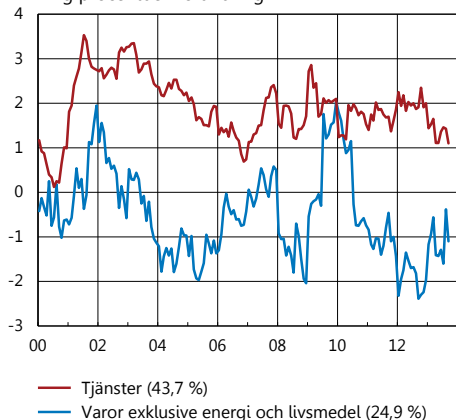
Diagram 3:28. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källa: SCB

Diagram 3:29. Varu- och tjänstepriser i KPI
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges respektive komponents vikt i KPI 2013.

Källor: SCB och Riksbanken

Nationalräkenskapernas arbetskostnader per timme ökade andra kvartalet i år med knappt en procent jämfört med samma kvartal i fjol. Utfallet var något lägre än bedömningen i september. I nationalräkenskaperna reviderades också BNP, arbetade timmar, löne- och arbetskostnadssummor bakåt i tiden. Enligt de nya siffrorna växte arbetsproduktiviteten under 2011 och 2012 med 1,0 respektive 0,7 procent i årlig procentuell förändring, vilket är lägre än ett historiskt genomsnitt. Även under första halvåret i år växte produktiviteten långsamt och produktivitetstillväxten för helåret 2013 bedöms nu bli lägre än prognosen i september. Riksbankens bedömning innebär att arbetskostnaderna per producerad enhet ökar med i genomsnitt 2,5 procent per år under perioden 2011-2013, vilket är cirka 0,3 procentenheter högre än tidigare.

■ Något lägre inflation än väntat i september

I september uppgick KPI-inflationen uppgick till 0,1 procent i årlig procentuell förändring (se diagram 3:28). Den låga ökningstakten hänger samman med att hushållens räntekostnader för bolån har sjunkit, främst till följd av att reporäntan successivt har sänkts. Ökningstakten i KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, ligger högre och uppgick till 0,9 procent. KPIF rensat för energiprisförändringar uppgick till 1,1 procent i september. Utfallen för samtliga inflationsmått var något lägre än vad som förväntades i den senaste penningpolitiska uppföljningen.

Tjänstepriserna har ökat med närmare 2 procent under de senaste åren medan varupriserna har fallit (se diagram 3:29). Varupriserna väntas fortsätta att falla, om än i en något långsammare takt, under resten av 2013. Tjänstepriserna fortsätter att stiga i ungefär samma takt som under de senaste månaderna. KPIF-inflationen väntas ligga kvar runt 1 procent ytterligare en tid.

Enligt Riksbankens företagsintervjuer som genomfördes i september kommer det låga pristrycket i ekonomin att bestå den närmaste tiden, och den här gången var det också något färre företag än i maj som höjt eller planerar att höja sina priser. Många företag menar att hård konkurrens sätter snäva gränser för prishöjningar. Enligt Konjunkturbarometern fortsätter antalet företag som planerar att höja sina priser under det närmaste året att öka (se diagram 3:30). Prisutvecklingen för konsumtionsvaror i producentledet antas påverka priserna i konsumentledet med en viss fördröjning. Denna prisutveckling har varit dämpad det senaste året, speciellt på importmarknaden.

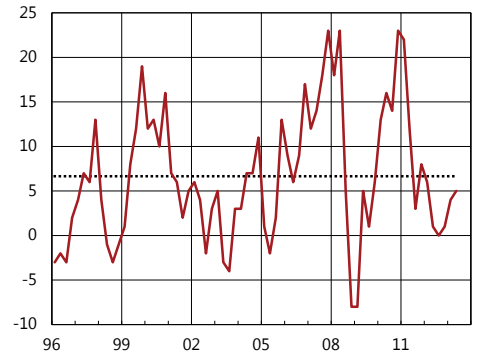
■ Inflationförväntningarna är väl förankrade på lång sikt

Enligt Konjunkturbarometern som publicerades i september förväntar sig hushållen att inflationstakten är 1,8 procent om 12 månader, vilket är en uppgång med 0,4 procentenheter sedan undersökningen i augusti (se diagram 3:31). Företagens inflationsförväntningar på ett

års sikt steg från 0,9 procent till 1,1 procent under det andra kvartalet jämfört med det första kvartalet.

Enligt Prosperas undersökning som publicerades i oktober förväntar sig penningmarknadens aktörer att inflationstakten uppgår till 1,2 procent om ett år, 1,7 procent om två år och 1,9 procent om fem år. Prosperas undersökning visade också att inflationsförväntningarna för samtliga aktörer steg något under det tredje kvartalet jämfört med det andra kvartalet. Förväntningarna steg från 0,9 procent till 1,0 procent på ett års sikt och från 1,4 procent till 1,5 procent på två års sikt (se diagram 3:32). På fem års sikt var de oförändrade och uppgick till 1,9 procent.

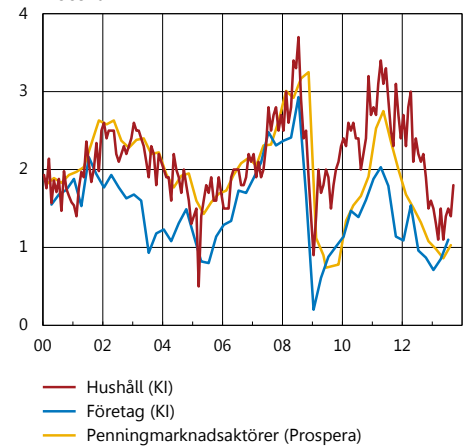
Diagram 3:30. Företagens prissättningsplaner
Nettotal



Anm. Nettotal definieras som skillnaden mellan andelen företag som uppgett en förväntad ökning av försäljningspriserna och andelen företag som uppgett en förväntad minskning. Streckad linje avser medelvärde.

Källa: Konjunkturinstitutet

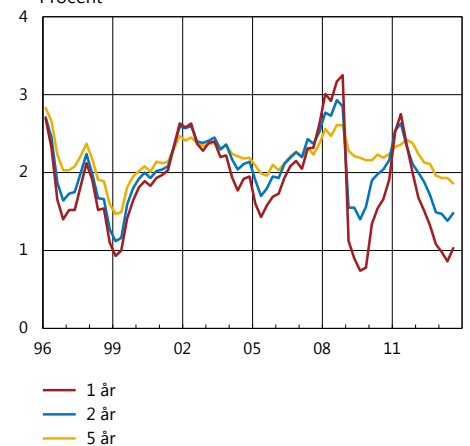
Diagram 3:31. Inflationsförväntningar på ett års sikt
Procent



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

Källor: Konjunkturinstitutet och TNS SIFO Prospera

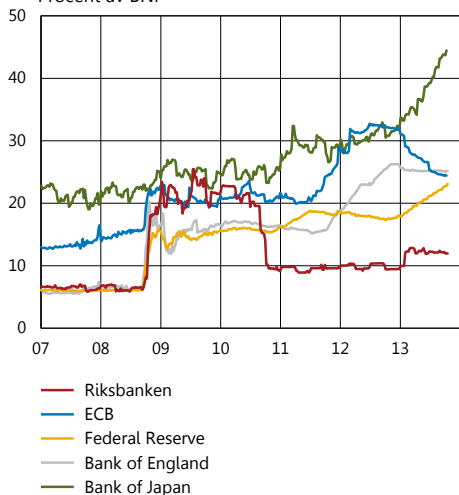
Diagram 3:32. Inflationsförväntningar på ett, två och fem års sikt, samtliga aktörer
Procent



Källa: TNS SIFO Prospera

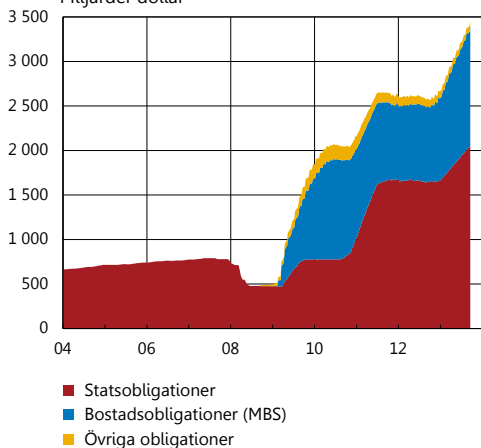
■ Förväntad nedtrappning av amerikanska centralbankens tillgångsköp

Diagram A1. Centralbankernas balansräkningar
Procent av BNP



Källor: Respektive centralbank

Diagram A2. Den amerikanska centralbankens tillgångsportfölj
Miljarder dollar



Anm. Tillgångsportföljen inkluderar de värdepapper som ingår i Federal Reserves dollarportfölj för marknadsoperationer, System Open Market Account (SOMA).

Källa: Federal Reserve Bank of New York

Tecknen på återhämtning i den amerikanska ekonomin har medfört spekulationer om när en normalisering av penningpolitiken kan påbörjas. Främst har det handlat om när och hur den amerikanska centralbanken Federal Reserve kommer att avveckla sitt pågående program för köp av obligationer. En avveckling av köpen är förknippad med osäkerhet eftersom det är svårt att veta hur de amerikanska och globala finansiella marknaderna kan komma att påverkas. Riksbankens prognoser bygger dock på antagandet att normaliseringen av penningpolitiken i vår värld anpassas så att den inte förhindrar en gradvis internationell återhämtning.

Låg styrränta och kvantitativa lättnader efter den finansiella krisen

Finanskrisen 2008-2009 blev inledningen på en omfattande global konjunkturedgång. Centralbanker i flera länder har sänkt sina styrräntor, till det som man bedömt vara deras nedre gräns, för att ge penningpolitisk stimulans till ekonomin. En annan penningpolitisk åtgärd har varit kommunikation kring den framtida nivån på styrräntan (vilket ibland kallas för "forward guidance"), där vissa centralbanker har indikerat att styrräntan förväntas vara fortsatt låg, åtminstone så länge arbetslösheten är högre än en viss nivå och inflationstrycket är lågt.²² Några centralbanker har dessutom infört åtgärder i form av så kallade kvantitativa lättnader (quantitative easing) där centralbanken köper tillgångar, främst stats- och bostadsobligationer.²³ Hur detta har påverkat storleken på centralbankernas balansräkningar visas i diagram A1. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve har genomfört obligationsköp i olika omgångar och köper i dagsläget stats- och bostadsobligationer till ett värde av 45 respektive 40 miljarder dollar per månad.²⁴ Dessutom återinvesterar man de summor som man erhåller när obligationer i portföljen förfaller till återbetalning. Det innebär att Federal Reserves obligationsinnehav ökar med drygt två procent per månad, se diagram A2.

²² Det förekommer även att villkoren omfattar stabila inflationsförväntningar och finansiell stabilitet.

²³ Penningpolitiken är därmed summan av styrräntepolitiken, forward guidance och de kvantitativa lättnaderna. Exempel på länder vars centralbanker har genomfört kvantitativa lättnader är USA, Storbritannien och Japan. ECB har också genomfört åtgärder av liknande slag men där man i stället för att generellt köpa obligationer har fokuserat på att köpa specifika länders obligationer, bostadsobligationer eller låna ut stora summor med låg ränta till banker.

²⁴ Detta kan jämföras med att de genomsnittliga månadsvisa bruttoemissionerna av stats- och bostadsobligationer var 192 respektive 146 miljarder dollar under 2012, enligt statistik som sammanställs av Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA, www.sifma.org).

Kvantitativa lättnader har bidragit till lägre räntor för banker, hushåll och företag

Kvantitativa lättnader får genomslag på makroekonomin på flera sätt.²⁵ När en centralbank köper statsobligationer från privata investerare drivs priset på statsobligationerna upp. Investerarna förväntas då i större utsträckning efterfråga andra tillgångar, exempelvis företagsobligationer eller aktier. Centralbankens köp av statsobligationer kan därför leda till högre priser på både den tillgång som den köper och på andra finansiella tillgångar.²⁶ När priserna på obligationer stiger innebär det att räntorna på obligationerna faller och därmed kan banker, hushåll och företag få lägre långfristiga upplåningskostnader. Tillgångsköpen kan även ha en effekt genom att de betonar centralbankens beslutsamhet att hålla styrräntan låg under en längre tid. Sammantaget visar ett flertal studier att tillgångsköpen bidragit till att hålla de långfristiga räntorna på en lägre nivå än vad som annars hade varit fallet, även om storleken på effekterna kan skilja sig mycket åt mellan studierna.²⁷ Erfarenheterna av den här typen av åtgärder är dock begränsade vilket exempelvis gör det svårt att veta om även den senaste tidens tillgångsköp har haft samma effekt som de första perioderna av köp.²⁸

Statsobligationsräntorna brukar delas upp i förväntningar på framtida kortfristiga räntor respektive löptidspremier.²⁹ De kvantitativa lättnaderna anses ha pressat ned båda dessa komponenter.³⁰ Marknadsaktörernas förväntningar på styrräntehöjningar kan ha skjuttits på framtiden på grund av att Federal Reserves fortsatta obligationsköp signalerar ett behov av fortsatt penningpolitisk stimulans. Löptidspremierna kan ha pressats ned som en konsekvens av Federal Reserves direkta interventioner på statsobligationsmarknaden som gjort obligationerna dyrare än normalt för en given förväntad styrränteutveckling.³¹

²⁵ En sammanfattning av potentiella effekter från kvantitativa lättnader finns i Söderström, Ulf och Westermärk, Andreas, "Penningpolitik när styrräntan är noll", Penning- och Valutapolitik 2009:2, Sveriges Riksbank, 2009. Se även Joyce, Michael, Tong, Matthew och Woods, Robert, "The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact", Quarterly Bulletin 2011:Q3, Bank of England. En mer teoretisk diskussion finns i Bernanke, Ben, Reinhart, Vincent och Sack, Brian, "Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound", Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, 2004.

²⁶ Denna effekt kallas för portföljbalanseffekt och beskrivs bland annat i Andrés, Javier, López-Salido, David och Nelson, Edward, "Tobin's Imperfect Asset Substitution in Optimizing General Equilibrium", Journal of Money, Credit and Banking, 36(4), s. 665-690, 2004.

²⁷ Överlag är den kvalitativa slutsatsen att de långfristiga räntorna blivit lägre på grund av obligationsköpen. Se exempelvis Gagnon, Joseph, Raskin, Matthew, Remache, Julie och Sack, Brian, "The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases", International Journal of Central Banking", vol. 7, s. 3-43, 2011. Krishnamurthy, Anvind och Vissing-Jorgensen, Annette, "The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy", Brookings Papers on Economic Activity, s. 215-265, 2011, eller D'Amico, Stefania, English, William, López-Salido, David och Nelson, Edward, "The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects", Finance and Economics Discussion Series 2012-85, Federal Reserve Board, 2012.

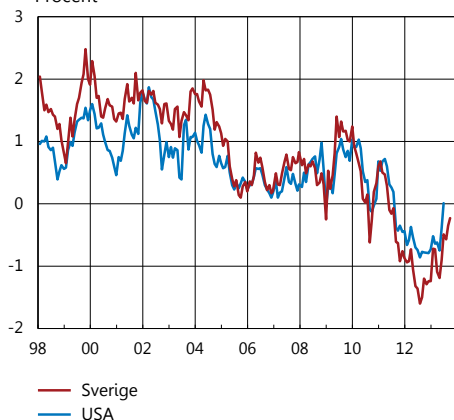
²⁸ Se exempelvis Stein, Jeremy, "Evaluating Large-Scale Asset Purchases", tal vid Brookings Institution, Washington, D.C., 11 oktober 2012, för en diskussion om detta.

²⁹ Avkastningen på en obligation är förväntad avkastning på att löpande placera till den mest kortfristiga räntan, plus en löptidspremie som ska kompensera investeraren för de risker det innebär att placera i en mer långfristig placering. Löptidspremier påverkas av många olika faktorer och kan vara både positiv och negativ. Se även fördjupningarna "Hur gör Riksbanken prognoser på längre marknadsräntor" och "Perspektiv på penningpolitiska förväntningar och terminräntor" i PPR februari 2013 respektive februari 2011.

³⁰ Olika studier ger olika bild av vilken av dessa effekter som har varit dominerande. Enligt Bauer, Michael och Rudebusch, Glenn, "The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases", FRB San Francisco Working Paper 2011-21, 2011, är effekten via styrränteförväntningarna störst. Enligt D'Amico, Stefania, English, William, López-Salido David och Nelson, Edward, "The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects", Finance and Economics Discussion Series 2012-85, Federal Reserve Board, 2012 är det framför allt löptidspremierna som har påverkats.

³¹ Man kan även tänka sig att löptidspremierna är lägre än normalt eftersom kompensationen för ränterisk bör vara lägre än normalt när dagsläneräntan begränsas av nollgränsen.

Diagram A3. Löptidspremier i amerikansk och svensk 10-årsränta
Procent



Anm. Löptidspremierna är beräknade med en modell för avkastningskurvan som beskrivs i Kim, Don och Wright, Jonathan, "An Arbitrage-Free Three-Factor Term Structure Model and the Recent Behavior of Long-Term Yields and Distant-Horizon Forward Rates", Finance and Economic Discussion Series, The Federal Reserve Board, 2005.

Källor: Federal Reserve Board och Riksbanken

Räntor påverkas även i andra länder

De långfristiga räntorna har varit relativt låga även i länder vars centralbanker inte genomför kvantitativa lättnader. Detta beror till en del på att de kvantitativa lättnaderna har haft en effekt över nationsgränserna när investerare även sökt sig till tillgångar med bättre avkastning i andra länder.³² Finansiella modeller som delar upp statsräntor i förväntad genomsnittlig styrränta och löptidspremie tyder på att löptidspremierna i både USA och andra länder pressats ned till negativa värden de senaste åren, vilket delvis är en effekt av de kvantitativa lättnaderna. Exempelvis har de svenska löptidspremierna haft en liknande utveckling som de amerikanska, vilket kan tolkas som att de kvantitativa lättnaderna i USA till viss del har påverkat svenska räntor (se diagram A3). Kapitalinflöden i tillväxtekonomierna ger också stöd för att obligationsköpen påverkat andra länder via finansiella kanaler.³³

Återhämtning i USA aktualiserar avvecklingen av obligationsköpen

I takt med att den amerikanska ekonomin växer snabbare kan Federal Reserve låta penningpolitiken bli mindre expansiv. I pressmeddelandet från Federal Open Market Committee (FOMC) i juni och vid den efterföljande presskonferensen nämndes bland annat att de pågående tillgångsköpen kan komma att minska i omfattning om arbetsmarknaden fortsätter att förbättras den närmaste tiden.

2011 redovisade Federal Reserve en plan för hur en normalisering av penningpolitiken skulle se ut. Enligt den planen är det första steget att sluta köpa obligationer.³⁴ Därefter vill man börja genomföra marknadsoperationer för att binda upp den stora mängd likviditet i betalningssystemet som obligationsköpen har gett upphov till. Det gör man genom att låta bankerna placera likviditeten hos Federal Reserve på längre löptider och till en något bättre ränta än räntan bankerna får när de bara placerar över natten. Att Federal Reserve vill göra likviditeten i betalningssystemet mindre tillgänglig beror på att man anser att det skapar bättre förutsättningar för att styra dagslåneräntan när det sedan är dags att höja styrräntan, vilket är nästa steg enligt planen. Ett sista möjligt steg är att Federal Reserve börjar sälja obligationer. Men man kan även välja att bara låta obligationerna gradvis förfalla till återbetalning och på så vis på så vis ändå återgå till en normal storlek på centralbankens tillgångsportfolio.³⁵

Redan i början av maj, efter ett starkt utfall för amerikansk sysselsättning, började en del marknadsaktörer spekulera om en eventuell gradvis minskning av obligationsköpen. När sedan Federal

³² Se exempelvis Neely, Christopher, "Unconventional Monetary Policy Had Large International Effects", Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper 2010-018E, 2010 (revised 2013).

³³ Enligt Fratzscher, Marcel, Duca, Marco Lo och Straub, Roland, "On the International Spillovers of US Quantitative Easing", European Central Bank, Working Paper Series, No. 1557, juni 2013 har de kvantitativa lättnaderna i USA haft globala konsekvenser, som bl.a. medfört kapitalinflöden i utvecklingsekonomier.

³⁴ Det inkluderar även de återinvesteringar som Federal Reserve har gjort för att behålla balansräkningen oförändrad i takt med att de mest kortfristiga obligationerna förfaller och återbetalas.

³⁵ I protokollet från FOMC-mötet i juni 2011 sågs det som sannolikt att man skulle avvärja bostadsobligationer, men låta statsobligationerna vara kvar till förfall. Vid FOMC-mötet i juni 2013 diskuterades dock om man även skulle låta innehavet av bostadsobligationer minska i takt med att dessa förfaller till återbetalning.

Reserve bekräftade och förstärkte dessa spekulationer i slutet av maj samt vid FOMC-mötet i juni blev marknadsreaktionerna stora. Marknadsaktörerna började oroa sig för vilka effekter en avveckling av obligationsköpen skulle få på tillgångspriserna. De långfristiga amerikanska räntorna steg snabbt, vilket också spillde över på andra tillgångspriser och regioner. Stats-, bostads- och företagsobligationspriser samt aktiekurser föll internationellt. När internationella investerare ville minska sina innehav av riskfyllda tillgångar i utvecklingsekonomier, samtidigt som flera av dessa ekonomier hade uppvisat en svagare ekonomisk utveckling, ledde det till kraftiga fall i värdet på flera av dessa länders valutor (se diagram A4).

Även om utvecklingen och volatiliteten i maj och juni visade att marknadsaktörerna överraskades av Federal Reserves kommunikation så var volatiliteten till stor del tillfällig. Trots uppgången i de mer långfristiga räntorna är dessa fortfarande på låga nivåer i ett historiskt perspektiv (se diagram A5).

Inför FOMC-mötet i september fanns marknadsförväntningar om att Federal Reserve skulle påbörja nedtrappningen av obligationsköp, men beslutet blev att låta de månatliga köpen vara oförändrade. Detta överraskade marknadsaktörerna, vilket ledde till att räntorna föll och att aktier och andra riskfyllda tillgångar steg i pris eftersom det betydde att penningpolitiken skulle bli mer expansiv än man hade förväntat sig.³⁶

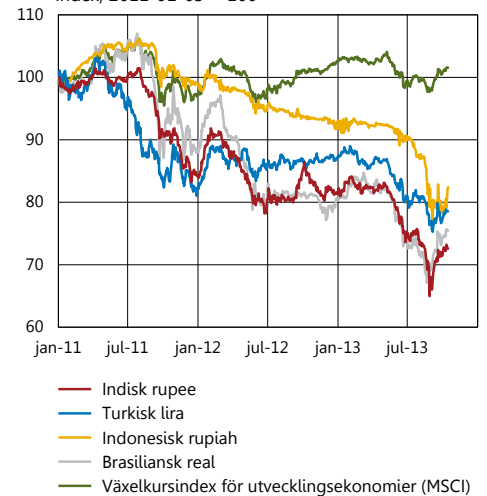
Återgång till en mer traditionell penningpolitik utgör en utmaning

Riksbankens prognos är att de positiva tecken som syns för euroområdet innebär starten på en återhämtning där och att den återhämtning som pågått i USA sedan en tid tillbaka stärks framöver. Det innebär också en gradvis normalisering av penningpolitiken i dessa delar av världen, där normaliseringen i USA är närmare förestående än den i euroområdet. Federal Reserve väntas följa sin plan för normalisering av penningpolitiken, där det första steget är att avveckla obligationsköpen genom en gradvis nedtrappning. Exakt när nedtrappningen inleds beror på hur den amerikanska ekonomin utvecklas, och även på hur osäkerheten kring finanspolitiken påverkar ekonomin.

Inför en konjunkturåterhämtning stiger normalt sett de långfristiga räntorna. Eftersom de kvantitativa lättnader som gjorts i form av obligationsköp har bidragit till att hålla de långfristiga räntorna på ovanligt låga nivåer finns det sannolikt utrymme för en större ränteuppgång än vid en normal konjunkturåterhämtning. Dock förväntas Federal Reserve anpassa normaliseringen av penningpolitiken så att ränteuppgångarna inte skapar en alltför snabb åtstramning av de samlade finansiella förhållandena. I kapitel 1 diskuteras konsekvenserna för prognosen av detta antagande om den framtida penningpolitiken i USA.

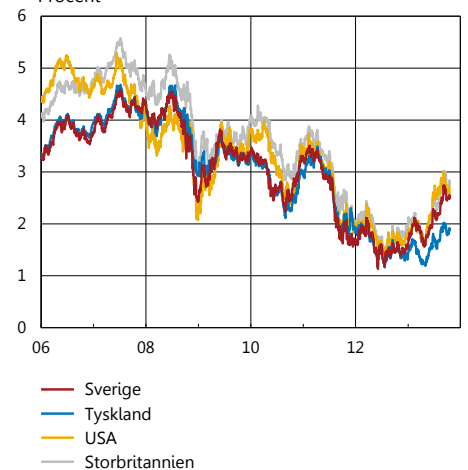
³⁶ Marknadsreaktionen visade även tydligt ett exempel på smittoeffekter i andra regioner. Den amerikanska 10-årsräntan föll med ca 17 räntepunkter efter annonseringen, medan exempelvis tyska och svenska räntor föll med knappt 10 räntepunkter.

Diagram A4. Valutor för utvalda tillväxtländer
Index, 2011-01-03 = 100



Källa: Bloomberg

Diagram A5. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent



Källa: Reuters Ecowin

Avvecklingen av kvantitativa lättnader kan skapa osäkerhet på flera sätt. Den kommande processen är till stora delar "obruten mark", där det inte finns några tidigare erfarenheter att luta sig emot när det gäller vilka effekter den har på ekonomin och de finansiella marknaderna.³⁷ Det gör att både centralbanker och marknadsaktörer kan komma att överraskas av varandras reaktioner, vilket kan skapa temporär volatilitet på marknaderna.

Ytterligare en osäkerhetsfaktor är hur den finansiella sektorn klarar av att hantera den ändrade likviditetssituation som uppstår när obligationsportföljen gradvis börjar minska. Federal Reserves köp av obligationer har skapat extra likviditet hos bankerna i form av reserver hos Federal Reserve. Bankernas gynnsamma likviditetssituation kan i värsta fall dölja problem i den finansiella sektorn som kan komma till ytan i takt med att obligationsportföljen och reserverna i systemet minskar.³⁸

Det är också oklart hur avvecklingen av kvantitativa lättnader kommer att påverka ekonomin och tillgångspriserna på ett globalt plan. Reaktionen i vissa utvecklingsekonomiers valutakurser i samband med annonseringar från Federal Reserve visar att den amerikanska penningpolitiken kan ha stor påverkan på andra länder.³⁹ Exempelvis kan fortsatta ränteuppgångar i USA leda till högre räntenivåer även i Europa. Om de skuldyngda länderna i euroområdet skulle utsättas för kraftigt stigande långfristiga räntor skulle det försvåra deras arbete med att uppnå positiva budgetsaldon och minska sina statskulder. I kapitel 2 diskuteras eventuella konsekvenser för Sverige av ett sådant scenario.

Trots att normaliseringen av penningpolitiken kan medföra osäkerhet och tillfällig turbulens på de finansiella marknaderna är den i grunden positiv. En återhämtning i USA är normalt sett positiv för tillväxten i resten av världen.

³⁷ I IMF:s World Economic Outlook från oktober 2013 finns en fördjupningsruta som studerar några episoder där Federal Reserve höjer räntan och analyserar vilka effekter åtstramningarna har haft på världsekonomin. Den generella slutsatsen är att historiskt sett har den globala tillväxten fortsatt att vara stark trots amerikansk penningpolitisk åtstramning. Eftersom erfarenheterna från att avveckla omfattande kvantitativa åtgärder är ytterst begränsade finns det dock en stor osäkerhet om vilka effekter man kan vänta sig när Federal Reserve börjar normalisera sin penningpolitik.

³⁸ I samband med att Riksbanken under 2010 avvecklade åtgärderna som hade vidtagits under den finansiella krisen uppdagades att vissa marknadsaktörer hade anpassat sina värdepappersinnehav till att det fanns ett stort överskott av likviditet. När sedan denna likviditet snabbt minskade tvingades dessa aktörer att snabbt sälja delar av dessa tillgångar, vilket orsakade tillfällig volatilitet på de berörda marknaderna. Se även Elmér, Heidi, Guibourg, Gabriela, Kjellberg, David och Nessén, Marianne, "Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen – utvärdering och lärdomar", Penning- och Valutapolitik 2012:3, Sveriges Riksbank, 2012.

³⁹ Att amerikansk penningpolitik har globala effekter har lyfts fram av bl.a. H. Rey, "The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", uppsats presenterad vid Jackson Hole-konferensen, Federal Reserve Bank of Kansas City, augusti 2013.

■ Perspektiv på utvecklingen på svensk arbetsmarknad

Utvecklingen på arbetsmarknaden är viktig för Riksbanken vid utformningen av penningpolitiken. För att få en så rättvisande bild som möjligt av mängden lediga resurser räcker det inte att enbart se till arbetslöshetsnivån. Denna fördjupning belyser arbetsmarknadsläget på flera olika sätt. Riksbankens samlade bedömning är att det finns lediga resurser på arbetsmarknaden, vilket bidrar till att inflationen är låg och motiverar den låga reporäntan. Analysen visar dock att det finns faktorer som kan innebära att det blir svårt att framöver minska arbetslösheten påtagligt. En sådan faktor är att sammansättningen av arbetslösheten har förändrats.

Arbetsmarknadsläget viktigt för penningpolitiken

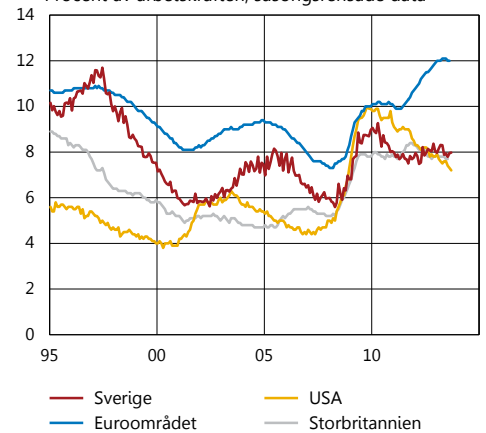
Utvecklingen på arbetsmarknaden har betydelse för utformningen av penningpolitiken. Sysselsättning och arbetslöshet påverkar lönebildningen och därigenom också inflationen. Samtidigt är graden av resursutnyttjande på arbetsmarknaden en viktig del i konjunkturanalysen och bedömningen av hur den faktiska ekonomiska utvecklingen förhåller sig till vad som kan anses vara långsiktigt hållbart.

Flera centralbankers kommunikation har på senare tid bidragit till att utvecklingen på arbetsmarknaden, och kanske särskilt arbetslösheten, har fått en tydligare roll i utformningen av penningpolitiken. Arbetslösheten används ofta som ett mått på resursutnyttjandet på arbetsmarknaden, men som också flera andra centralbanker har poängterat måste arbetsmarknadsläget bedömas utifrån en större uppsättning indikatorer. I många länder är arbetslösheten för närvarande hög i ett historiskt perspektiv (se diagram A6). Sysselsättningsgraden skiljer sig samtidigt väsentligt mellan dessa länder, vilket är en indikation på att den höga arbetslösheten har delvis olika bakgrund i de olika länderna (se diagram A7). Exempelvis är det sannolikt att arbetslösheten i varierande grad kan förklaras utifrån strukturella faktorer.

Den långsiktigt hållbara arbetslösheten i Sverige

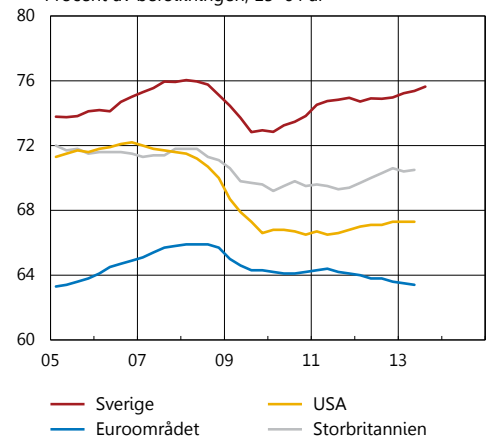
I Sverige tyder den historiskt sett höga arbetslösheten på att det finns lediga resurser på arbetsmarknaden, det vill säga att den faktiska arbetslösheten är högre än den långsiktigt hållbara arbetslösheten.⁴⁰

Diagram A6. Arbetslöshet, internationell jämförelse
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



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

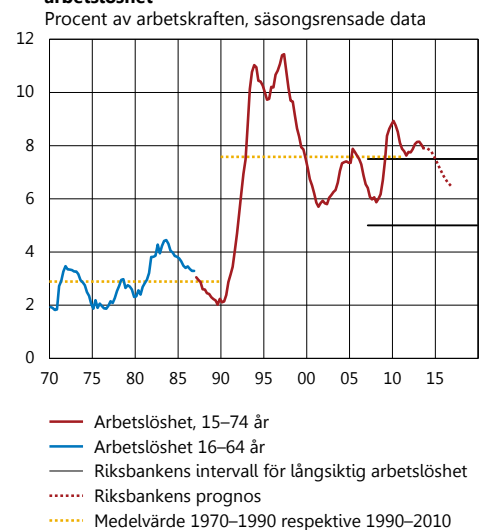
Diagram A7. Sysselsättningsgrad, internationell jämförelse
Procent av befolkningen, 15–64 år



Anm. För Sverige avses 16–64 år.

Källor: OECD och SCB

Diagram A8. Arbetslöshet och långsiktigt hållbar arbetslöshet
Procent av arbetskraften, säsongrensade data

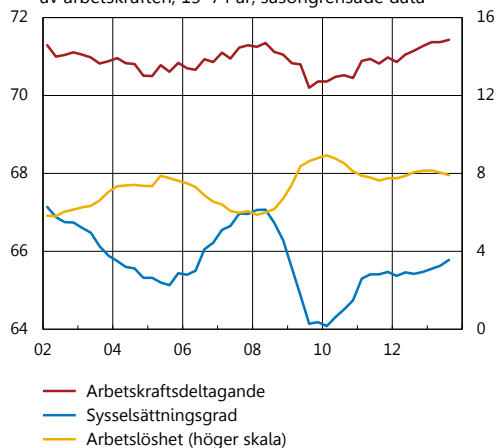


Källor: SCB och Riksbanken

⁴⁰ Den långsiktigt hållbara nivån på arbetslöshet är den nivå som bedöms vara möjlig att uppnå givet rådande institutionella förhållanden, utan att ekonomin i övrigt hamnar i obalans.

Diagram A9. Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet

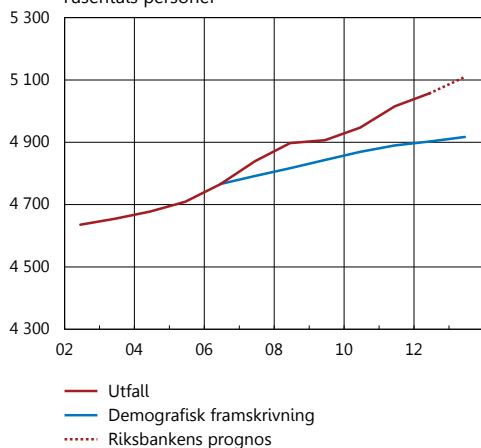
Procent av befolkningen respektive procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källa: SCB

Diagram A10. Arbetskraften, utfall och prognos jämfört med demografisk framskrivning

Tusentals personer

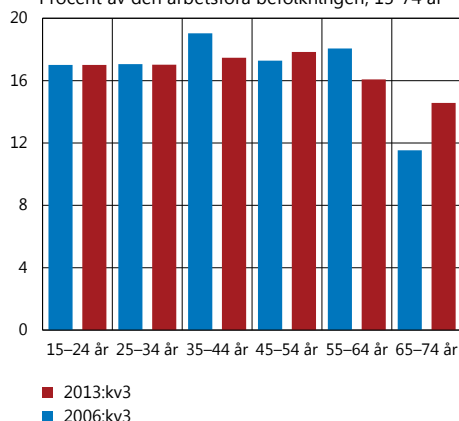


Anm. Demografiska framskrivningen konstanthåller detaljerade relationer i arbetsmarknadsläget 2006 och visar för åren därefter effekter på arbetsmarknaden av att befolkningen ändras till antal och sammansättning. Se även fotnot 42.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A11. Befolkningen i olika åldersgrupper

Procent av den arbetsföra befolkningen, 15–74 år



Källa: SCB

Riksbankens bedömning är att den långsiktiga arbetslösheten ligger i intervallet 5 till 7,5 procent (se diagram A8).⁴¹ Bedömningen utgår från antagandet att arbetslösheten 2006 var nära den långsiktigt hållbara nivån. Därutöver bygger bedömningen på antaganden om effekterna av dels de reformer som genomförts på den svenska arbetsmarknaden sedan 2006, dels den demografiska utvecklingen under perioden.⁴² Det breda intervallet i Riksbankens bedömning speglar hur osäkra de olika antagandena är.

Osäkerheten om den långsiktigt hållbara arbetslösheten och dess utveckling över tid är dock bara en av svårigheterna med att bedöma resursutnyttjandet på arbetsmarknaden. Bilden kompliceras ytterligare av att arbetslöshet är ett på flera sätt oprecist mått på mängden lediga resurser. Exempelvis är de arbetslösa en heterogen grupp som har skilda möjligheter att hitta ett arbete. Samtidigt finns det andra grupper av befolkningen i arbetsför ålder som står relativt nära arbetsmarknaden, trots att de inte aktivt söker jobb och därmed inte klassas som arbetslösa.⁴³

För att följa upp bedömningen av långsiktig arbetslöshet och kunna göra en samlad bedömning av mängden lediga resurser på arbetsmarknaden, så kompletterar Riksbanken analysen av arbetslösheten genom att studera en bred uppsättning arbetsmarknadsindikatorer.

Arbetskraften har ökat snabbt trots svag demografisk utveckling

I spåren av krisen 2008–2009 steg arbetslösheten när sysselsättningsgraden föll (se diagram A9). Efter en tids återhämtning steg arbetslösheten återigen under 2011 och 2012, men under denna period var sysselsättningsgraden ungefär oförändrad. Uppgången i arbetslösheten berodde i stället på att arbetskraften ökade mer än sysselsättningen.

Antalet personer i arbetskraften kan förändras av olika orsaker. För det första kan förändringarna bero på den demografiska utvecklingen, det vill säga hur befolkningen förändras till antal och sammansättning. För det andra kan de bero på trender i arbetskraftsdeltagandet, alltså hur stor andel av befolkningen eller en befolkningsgrupp som väljer att delta i arbetskraften. År 2013 väntas det vara ungefär 340 000 fler personer i arbetskraften än 2006. Till ökningen bidrar den demografiska utvecklingen med ungefär 150 000 personer, medan positiva trender i arbetskraftsdeltagandet i ett flertal befolkningsgrupper bidrar med resterande 190 000 personer (se diagram A10).

Befolkningen väntas ha ökat med ungefär 425 000 personer mellan 2006 och 2013. Den största ökningen har skett i

⁴¹ Se fördjupningen "Den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad" i Penningpolitisk rapport, juli 2012, Sveriges riksbank.

⁴² En anledning till att utgå från 2006 är att resursutnyttjandet i ekonomin totalt sett inte var långt från balans då, vilket underlättar när man beräknar arbetsmarknadseffekterna av de demografiska förändringar som väntas inträffa enligt SCB:s befolkningsprognos. En demografisk framskrivning av arbetsmarknaden görs i två steg. För ett startår skapas utgångsläget av observerade relativa nyckeltal (t ex sysselsättningsgrad, dvs. sysselsatta relativt folkmängd) i befolkningen indelad i dimensionerna ålder (ettårsklasser), kön och ursprung. Sedan konstanthålls utgångslägets detaljerade relationer och arbetsmarknaden skrivs fram med hjälp av SCB:s utfall och prognos för folkmängden i nämnda befolkningsgrupper. Se även diagram A10 och A12.

⁴³ I AKU räknas befolkningen i åldern 15–74 år som befolkningen i arbetsför ålder. Här nedan används "befolkningen" synonymt med detta.

åldersgruppen 65–74 år som nu utgörs främst av den talrika 40-talist-generationen. Befolkningens ålderssammansättning har därmed förändrats så att en högre andel nått en ålder då arbetskraftsdeltagandet är lågt (se diagram A11). Sammantaget bidrar den demografiska utvecklingen till en ökning av antalet i arbetskraften, men en minskning av arbetskraftsdeltagandet (se diagram A10 och A12). Trendmässiga förändringar i olika gruppers arbetskraftsdeltagande motverkar dock denna minskning. Faktum är att arbetskraftsdeltagandet har stigit trendmässigt i flertalet åldersgrupper, i synnerhet bland 65–74-åringarna (se diagram A13). En annan trend är att arbetskraftsdeltagandet bland utrikes födda har ökat generellt sett mer än bland inrikes födda.

Arbetskraftsökningen mellan 2006 och 2013 har varit överraskande stor. Arbetskraftsdeltagandet tenderar visserligen att variera med konjunkturcykeln, men det talar snarast för minskad arbetskraft eftersom konjunkturläget bedöms vara något svagare nu än 2006. De trendmässiga förändringarna i olika gruppers arbetskraftsdeltagande bedöms i stället bero på förändringar i deras beteende. De reformer som genomförts på den svenska arbetsmarknaden sedan 2006 är en av orsakerna till dessa förändringar och därmed att arbetskraften ökat mycket.⁴⁴

Förändrad sammansättning av gruppen arbetslösa

Eftersom sysselsättningsgraden är ungefär oförändrad sedan 2006 har det gradvis högre arbetskraftsdeltagandet hittills inneburit att arbetslösheten ökat. Att antalet i arbetskraften har stigit antas dock öka möjligheterna för sysselsättningen att växa framöver och därmed kan arbetslösheten falla tillbaka.

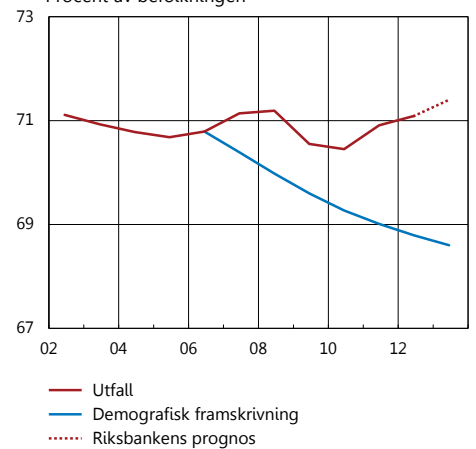
Precis som i fallet med arbetskraften, så medför den demografiska utvecklingen och trenderna i vissa gruppers arbetskraftsdeltagande att arbetslöshetens sammansättning har förändrats. Till att börja med utgör grupper som tenderar att ha svårt att hitta ett jobb även i goda tider en större andel av de arbetslösa i dag än 2006 (se diagram A14). Arbetsförmedlingen brukar lyfta fram fyra grupper som "utsatta" arbetslösa – personer med en funktionsnedsättning som medför nedsatt arbetsförmåga, individer i åldern 55–64 år, utomeuropeiskt födda och personer med förgymnasial utbildning.⁴⁵

Vidare utgör ungdomar en historiskt sett hög andel av de arbetslösa. Till skillnad från de utsatta grupperna, så tenderar arbetsmarknadssituationen för de unga att vara starkt beroende av konjunkturen (se diagram A15) och endast en mindre del av dem drabbas av långvarig arbetslöshet. Slutligen är det intressant att notera att gruppen heltidsstuderande arbetslösa också har ökat som

⁴⁴ Se fördjupningen "Den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad" i Penningpolitisk rapport, juli 2012, Sveriges riksbank.

⁴⁵ Erfarenheter visar att vissa grupper av befolkningen i större utsträckning riskerar långa arbetslöshetstider efter att ha förlorat jobbet. För mer information om utsatta grupper på arbetsmarknaden, se Arbetsmarknadsrapport 2013, Arbetsförmedlingen, sid. 54. Det råder betydande överlappning mellan olika utsatta grupper på arbetsmarknaden och AKU är inte nedbruten tillräckligt långt så att dubbelräkning kan undvikas. Dessutom saknas information om funktionsnedsättning hos den arbetsföra befolkningen i AKU, så här används Arbetsförmedlingens verksamhetsstatistik i stället. AKU tecknar dock en snarlik bild, där de utsatta grupperna förefaller ha ökat som andel av de arbetslösa. Exempelvis utgör utrikes födda nu en större andel av de arbetslösa, trots att sysselsättningsgraden ökat mer bland dem än bland inrikes födda.

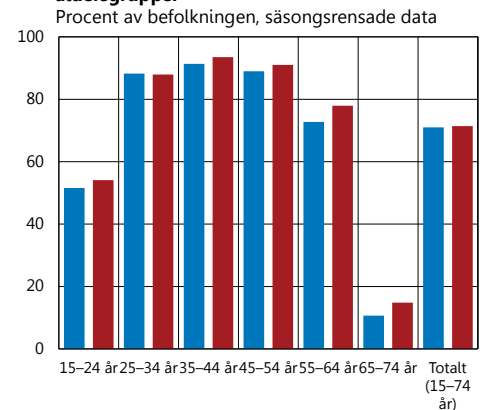
Diagram A12. Arbetskraftsdeltagande, utfall och prognos jämfört med demografisk framskrivning
Procent av befolkningen



Anm. Demografiska framskrivningen konstanthåller detaljerade relationer i arbetsmarknadsläget 2006 och visar för åren därefter effekter på arbetsmarknaden av att befolkningen ändras till antal och sammansättning. Se även fotnot 42.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A13. Arbetskraftsdeltagande i olika åldersgrupper
Procent av befolkningen, säsongsrensade data

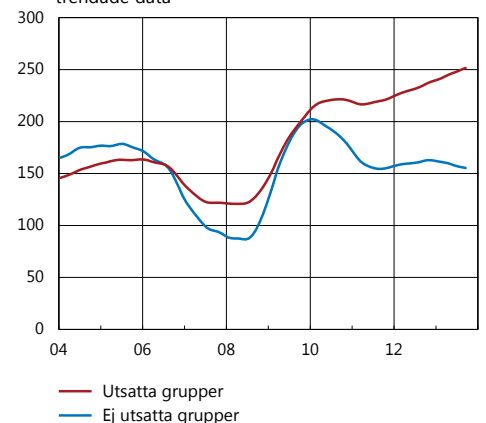


■ 2013:kv3
■ 2006:kv3

Källa: SCB

Diagram A14. Arbetslösa, utsatta grupper på arbetsmarknaden

Antal arbetslösa, tusentals, säsongsrensade och trendade data

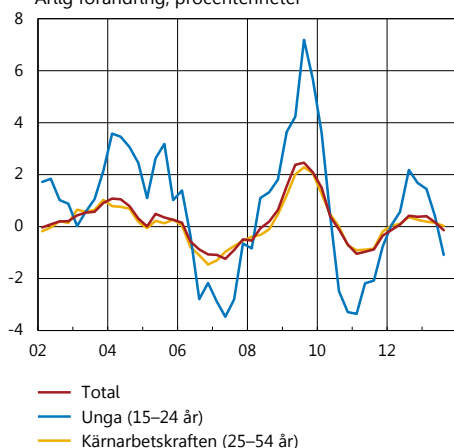


Anm. Arbetslösa inklusive personer i program med aktivitetsstöd. Utsatta grupper definierade enligt Arbetsförmedlingen. Se även fotnot 45.

Källa: Arbetsförmedlingen

Diagram A15. Arbetslöshet och ungdomsarbetslöshet

Årlig förändring, procentenheter

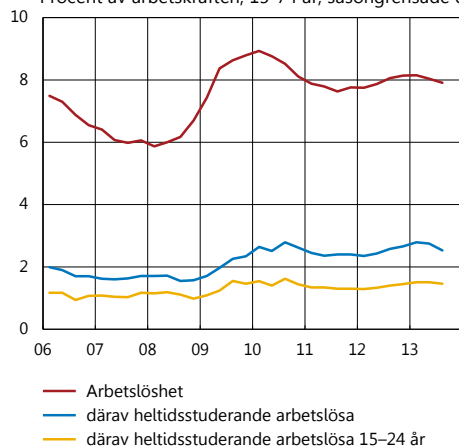


Anm. Arbetslöshet räknas som antal arbetslösa i procent av arbetskraften.

Källa: SCB

Diagram A16. Arbetslöshet

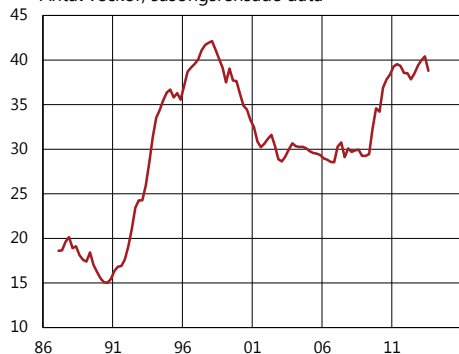
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data



Källa: SCB

Diagram A17. Genomsnittlig arbetslöshetstid, 20-64 år

Antal veckor, säsongrensade data



Källa: SCB

andel av de arbetslösa sedan 2006 (se diagram A16). Ökningen beror i huvudsak på att allt fler deltar i arbetsmarknadspolitiska program – i praktiken långtidsarbetslösa i varierande åldrar – men även på att andelen unga arbetslösa har ökat. Unga arbetslösa utgörs till stor del av gymnasieelever och högskolestudenter och överlappar därmed i stor utsträckning gruppen heltidsstuderande arbetslösa.

Sammantaget talar den förändrade sammansättningen av gruppen arbetslösa sedan 2006 för att de lediga resurserna på arbetsmarknaden i praktiken är begränsade i dagsläget, trots den höga arbetslösheten. Bilden av att de arbetslösa till större del består av utsatta grupper speglas också av att den genomsnittliga arbetslöshetstiden fortsatt är ovanligt lång, efter att ha stigit i spåren av krisen 2008–2009 (se diagram A17). Fler förefaller ha svårt att hitta ett jobb och drabbas därmed av långtidsarbetslöshet, särskilt arbetslöshetstider längre än ett år.

Inga tydliga tecken på förbättrad matchningseffektivitet

För ett år sedan konstaterade Riksbanken att en av orsakerna till den höga arbetslösheten är att matchningseffektiviteten på den svenska arbetsmarknaden försämrats, det vill säga att det tar längre tid för arbetslösa och arbetsgivare att finna varandra. Därför gjordes bedömningen att det skulle komma att ta längre tid för arbetslösheten att sjunka tillbaka.⁴⁶ För att matchningen ska förbättras krävs att ekonomin anpassar sig bättre till arbetskraftsutbudet, vilket antas ske över tid. Det saknas dock fortfarande tydliga tecken på att matchningseffektiviteten har börjat förbättras. Till exempel är chansen för de arbetslösa att få jobb fortsatt liten, i förhållande till hur den historiskt sett har samvarierat med arbetskraftsefterfrågan (se diagram A18).

Andra lediga resurser på arbetsmarknaden än arbetslösa?

Vid sidan om de arbetslösa finns fler grupper som är relevanta vid bedömningen av mängden lediga resurser. Vissa grupper befinner sig utanför arbetskraften, men ändå förhållandevis nära arbetsmarknaden, exempelvis personer som vill ha och kan ta ett jobb, men inte sökt något. Denna grupp benämns i AKU som latent arbetssökande och kan praktiskt taget ses som en del av arbetskraftsutbudet, trots att de inte uppfyller villkoren för att i statistiken klassas som del av arbetskraften. Och bland de sysselsatta finns det många som vill arbeta mer än de gör. Tillsammans med de arbetslösa utgör latent arbetssökande och undersysselsatta det så kallade outnyttjade arbetskraftsutbudet.

De latent arbetssökande och de undersysselsatta har, precis som de arbetslösa, blivit fler sedan 2006 (se diagram A19). Det faktum att det finns latent arbetssökande och undersysselsatta åskådliggör att mängden lediga resurser på arbetsmarknaden påverkas av fler faktorer än arbetslöshet.

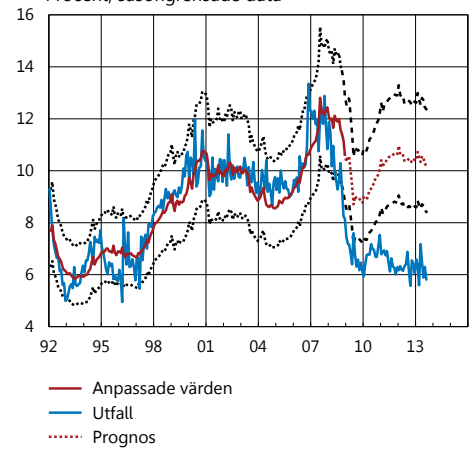
⁴⁶ Se fördjupningen "Har arbetsmarknadens funktionssätt förändrats?" i Penningpolitisk rapport, oktober 2012, Sveriges riksbank.

För påtagligt lägre arbetslöshet krävs även andra åtgärder än expansiv penningpolitik

Riksbankens samlade bedömning är att det finns lediga resurser på arbetsmarknaden i nuläget, vilket är en av faktorerna som motiverar en expansiv penningpolitik. Samtidigt finns ett antal faktorer och omständigheter som kan innebära att det blir svårt att framöver minska arbetslösheten påtagligt. För det första talar sammansättningen av gruppen arbetslösa och arbetslöshetstidens längd för att de arbetslösa i genomsnitt står längre från arbetsmarknaden nu än de gjort de senaste årtiondena. För det andra syns det ännu inga tydliga tecken på att matchningseffektiviteten förbättras. Dessutom pekar variationen i det outnyttjade arbetskraftsutbudet på att lediga resurser på arbetsmarknaden handlar om mer än enbart arbetslöshet.

De väntade konjunkturförbättringarna bör visserligen sätta positiva avtryck på arbetsmarknaden. Men att bedöma storleken på den konjunkturrelaterade arbetslösheten är mycket svårt. Om det skulle visa sig att denna är förhållandevis liten krävs främst åtgärder inom andra politikområden än penningpolitiken för att uppnå en låg arbetslöshet på sikt.

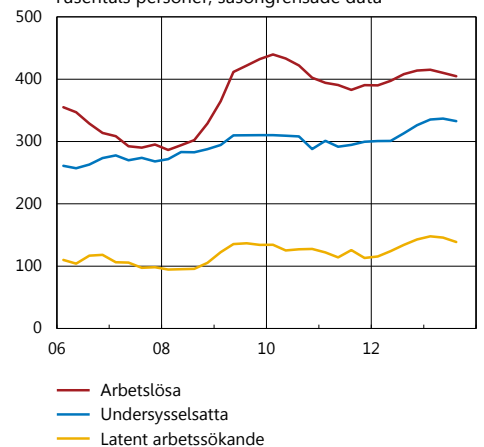
Diagram A18. Jobbchans – utfall och prognos
Procent, säsongrensade data



Anm. Det historiska sambandet mellan jobbchansen och arbetsmarknadsläget är skattat för perioden 1992-2008. Givet detta samband har sedan den faktiska utvecklingen för arbetsmarknadsläget använts för att prognosticera hur jobbchansen borde ha utvecklats (röd streckad linje). Den blå linjen visar att den faktiska jobbchansen blivit betydligt lägre, vilket pekar på mindre effektiv matchning. De svarta streckade linjerna avser 95 % prognosintervall.

Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken

Diagram A19. Det outnyttjade arbetskraftsutbudet
Tusentals personer, säsongrensade data



Källa: SCB

■ Makrotillsyn och penningpolitik

En viktig lärdom från den finansiella krisen är att det inte räcker med tillsyn av enskilda institut för att värna den finansiella stabiliteten. Det behövs också en aktiv politik för att hantera och motverka risker som hotar det finansiella systemet som helhet. Detta nya politikområde kallas makrotillsyn. Dess syfte är både att öka det finansiella systemets motståndskraft mot störningar, och att förebygga uppbyggnaden av finansiella obalanser i ekonomin. Regeringen har nyligen föreslagit att Finansinspektionen ska få det huvudsakliga ansvaret för makrotillsynsverktygen, inklusive den kontracykliska kapitalbufferten. Att ansvarsförhållandet har klargjorts skapar bättre förutsättningar för att minska riskerna med bland annat hushållens skuldsättning. I takt med att olika makrotillsynsverktyg införs och kunskapen ökar om hur de fungerar i praktiken, kommer konsekvenserna för penningpolitiken att gradvis bli tydligare. Riksbankens uppgifter och mål är oförändrade. Precis som tidigare kommer Riksbanken att behöva följa och analysera risker och motståndskraft i det finansiella systemet, dels för att se hur dessa påverkar den allmänna ekonomiska utvecklingen och därmed penningpolitiken, dels för att bidra till att främja den finansiella stabiliteten.

Den finansiella krisen som bröt ut hösten 2008, efter att den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers kraschade, har visat vilka enorma kostnader som drabbar samhället när det finansiella systemet inte fungerar.⁴⁷ I många länder gick företag och banker i konkurs med en hög arbetslöshet som följd. Skuldbördan i den offentliga sektorn steg när stater var tvungna att gå in och stödja banksystemet. Det medförde i sin tur stora neddragningar i den offentliga verksamheten.

En viktig lärdom från den finansiella krisen är att det inte räcker med tillsyn av enskilda institut för att värna den finansiella stabiliteten utan att det också behövs en aktiv politik för att hantera och motverka risker som hotar det finansiella systemet som helhet. Det innebär ett tydligare fokus på att förebygga systemrisker, det vill säga att förebygga risker som hotar det finansiella systemets funktionsförmåga. Därför pågår nu ett omfattande internationellt arbete för att stärka motståndskraften i det finansiella systemet. Ett nytt politikområde, så kallad makrotillsyn, har växt fram, vars syfte är att öka det finansiella systemets motståndskraft mot störningar, men också att förebygga uppbyggnaden av finansiella obalanser i ekonomin.⁴⁸ Makrotillsynen ska ses som ett komplement till den traditionella tillsynen (mikrotillsynen) som fokuserar på enskilda institut.

I det internationella arbetet spelar det europeiska makrotillsynsorganet ESRB (European Systemic Risk Board) en viktig roll. ESRB har bland annat gett en rekommendation om delmål och instrument för

⁴⁷ Samhällskostnaden av den globala finanskrisen, i termer av utebliven tillväxt, har av vissa ekonomer uppskattats till mellan 1 och 5 gånger global BNP, se Haldane, Andrew (2010), The \$100 Billion Question. Tal, Bank of England.

⁴⁸ Begreppet makrotillsyn har dock funnits sedan 1970-talet, se Clement, Piet (2010), The term 'macroprudential': origins and evolution. BIS Quarterly Review March 2010.

makrotillsyn i EU-länderna.⁴⁹ Man bidrar därmed till att länderna i EU utvecklar en väl genomtänkt verktygslåda för makrotillsyn. Makrotillsynsverktygen delas normalt in i strukturella verktyg, det vill säga sådana som är avsedda att minska de strukturella riskerna i den finansiella sektorn, och cykliska verktyg, som är avsedda att variera över tiden.

Regeringen föreslår att Finansinspektionen ska få huvudansvaret för makrotillsynsverktygen

Regeringen har nyligen föreslagit att Finansinspektionen ska få det huvudsakliga ansvaret för makrotillsynsverktygen, inklusive den kontracykliska kapitalbufferten.⁵⁰ Regeringen föreslår också att ett formaliserat finansiellt stabilitetsråd inrättas, bestående av finansmarknadsministern och cheferna för Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden. Rådet ska vara ett forum med protokollförda möten men inte ett beslutsfattande organ. Rådet ger de deltagande parterna möjlighet att diskutera risker i det finansiella systemet och sina bedömningar av lämpliga åtgärder för att hantera och motverka sådana risker.

Att regeringen kommit med besked om var ansvaret för makrotillsynsverktygen ska ligga är positivt. Det skapar bättre förutsättningar att minska riskerna med bland annat hushållens skuldsättning. Men arbetet med att motverka finansiella obalanser är relevant för flera olika politikområden. Det är därför bra att de myndigheter som arbetar med dessa frågor genom det formaliserade stabilitetsrådet får en möjlighet att mötas och föra diskussioner.

Riksbankens uppgifter och mål är i och med detta oförändrade. Riksbanken ska upprätthålla ett fast penningvärde och främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Det senare handlar i praktiken om att främja stabiliteten i det finansiella systemet. Riksbanken ska därutöver, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken vars syfte är att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Det ger Riksbanken en central roll när det gäller att säkerställa att den makroekonomiska utvecklingen är hållbar och stabil.

Makrotillsyn och penningpolitik verkar delvis genom samma kanaler

Penningpolitik och makrotillsyn påverkar båda de finansiella förhållandena på olika finansiella marknader. Styrräntan har en direkt inverkan på den ränta bankerna tillämpar när de lånar till och från varandra från en dag till nästa. Förändringar i denna så kallade dagslåneränta sprider sig sedan till räntor med längre löptider och högre kreditrisk. Riksbanken publicerar en prognos för styrräntan, vilken också bidrar till att påverka räntor med längre löptider. Bankerna finansierar mycket av sin utlåning med inlåning som ofta har en relativt kort löptid. Penningpolitiken påverkar därför bankernas

⁴⁹ ESRBs uppgifter är att identifiera risker för stabiliteten i det finansiella systemet i EU och att utfärda varningar och/eller rekommendationer vid allvariga risker.

⁵⁰ Se Finansdepartementet (2013), Ett förstärkt ramverk för finansiell stabilitet, promemoria, 26 augusti, 2013.

finansieringskostnader och mängden krediter i ekonomin när styrräntan ändras. En höjning av styrräntan dämpar normalt sett efterfrågan och inflationstakten i ekonomin och omvänt när styrräntan sänks.⁵¹

Även vissa makrotillsynsverktyg verkar genom att på olika sätt begränsa eller öka mängden krediter i ekonomin.⁵² Den **kontra-cykliska kapitalbufferten** är ett nytt verktyg som ingår som en del av det kommande kapitaltäckningsregelverket, Basel III.⁵³ Under perioder då riskerna i det finansiella systemet ökar ska bankerna bygga upp kapitalbuffertar, som sedan kan användas när riskerna realiserar eller minskar.⁵⁴ Verktyget kommer därmed att ha en direkt effekt på det finansiella systemets motståndskraft men kan också bidra till att begränsa kredittillväxten och skulduppbyggnaden. Det är normalt sett dyrare för bankerna att finansiera sig med eget kapital än med lån.⁵⁵ En höjning av kapitalbufferten kommer därför att öka bankernas finansieringskostnader, vilket kan medföra högre utlåningsräntor och därmed minskad utlåning. Den kontracykliska kapitalbufferten påverkar dock mer explicit än penningpolitiken relativpriset på risk i ekonomin. En höjning av bufferten fördröjar riskfylld utlåning relativt sett mer än utlåning med liten risk.

Den kontracykliska kapitalbufferten är ett kraftfullt men trubbigt verktyg som påverkar all utlåning från bankerna. Om eventuella problem skulle vara koncentrerade till en viss sektor kan **sektorsvisa kapitalkrav**, det vill säga kapitalkrav riktade mot en viss sektor, vara mer effektiva. Transmissionsmekanismen för sektorsvisa kapitalkrav påminner om den som gäller för den kontracykliska kapitalbufferten. Även i detta fall påverkas relativpriserna, men förändringen sker mellan olika sektorer snarare än efter risk. Om kapitalkraven ökar för en viss sektor blir finansieringskostnaderna för denna sektor alltså högre relativt andra sektorer. Det tenderar att minska utlåningen till den sektorn. Ett sätt att införa sektorsvisa kapitalkrav är att anpassa **risk-vikterna** på tillgångarna till en viss sektor. Det kan exempelvis vara att höja riskvikterna för bolån i förhållande till andra lån.⁵⁶ Det ökar bankernas finansieringskostnader för just bolån och innebär förmodligen att bolåneräntorna höjs mer än andra utlåningsräntor.

Till skillnad från övriga verktyg som nämnts så har **bolånetaket** en direkt påverkan på efterfrågan på krediter, eftersom det begränsar storleken på hushållets lån i förhållande till värdet på huset. Syftet

⁵¹ Se även Hopkins, Elisabeth, Lindé, Jesper och Söderström, Ulf (2009), Transmissionsmekanismen och den finansiella krisen. *Penning- och valutapolitik*, 2009:2. Sveriges riksbank.

⁵² För en översikt av makrotillsyn och dess verktyg, se Nordh Berntsson, Christina och Molin, Johan (2012), Ett svenskt ramverk för makrotillsyn. *Penning- och valutapolitik*, 2012:1. Sveriges riksbank och Smets, Frank (2013), Financial stability and monetary policy: How closely interlinked? *Penning- och valutapolitik*, 2013:3, under utgivning. Sveriges riksbank.

⁵³ Basel III är ett regelverk som togs fram efter finanskrisens utbrott och som ställer krav på bankernas kapital och likviditet. Inom EU börjar det nya regelverket tillämpas i januari 2014 och det ska vara infört fullt ut i januari 2019.

⁵⁴ Att kapitalbufferten är kontracyklisk innebär att den varierar över tiden. I goda tider när ekonomin är stark och systemriskerna tenderar att öka ska bankerna stärka sin kapitalställning. När tiderna blir sämre och systemriskerna realiserar eller avtar ska buffertkravet sänkas så att bankerna kan täcka sina förluster utan att behöva minska på kreditgivningen, se Juks, Reimo, (2012), Tillämpning av Baselkommitténs standardmetod för att fastställa det buffertkrav som ska tillämpas för kontracykliska kapitalbuffertar i Sverige. *Ekonomisk kommentar* nr 1, 2013. Sveriges riksbank.

⁵⁵ Det finns även argument som talar för att kostnaden för eget kapital kan minska med en lägre skuldsättning. En lägre skuldsättning minskar risken för aktieägarna och deras kompensation för risk kan därmed bli lägre, se Modigliani, Franco och Miller, Merton (1958), The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48 (3), 261–297.

⁵⁶ För att bestämma kapitalkravet multipliceras först bolånet med en så kallad riskvikt som ska återspegla riskerna i bankernas bostadsutlåning. Det resulterar i ett riskvägt belopp och det är detta belopp som är föremål för kapitalkrav.

med att använda bolånetaket som makrotillsynsverktyg är att minska riskerna för en ohållbar skulduppbyggnad samt att öka bankernas motståndskraft, genom att förlusterna vid fallissemang blir lägre.

Det finns också skillnader mellan penningpolitik och makrotillsyn

Penningpolitiken och många makrotillsynsverktyg verkar alltså genom liknande kanaler och har snarlika effekter, men det finns också avgörande skillnader. Penningpolitiken spelar en viktig roll för hushållens och företagens inflationsförväntningar. Dessa är viktiga för bland annat företagens prissättning och lönebildningen. Penningpolitiken har också stor betydelse för växelkursutvecklingen. Makrotillsynsverktygens effekt på dessa variabler är mer osäker.

Vidare finns det skillnader vad beträffar hur väl målen för de bägge politikområdena kan kvantifieras. Prisstabilitetsmålet kan relativt enkelt mätas och kvantifieras med hjälp av KPI. Att verka för ett stabilt finansiellt system handlar till stor del om att undvika händelser som i och för sig har låg sannolikhet men som kan innebära stora kostnader. Därmed är målet betydligt svårare att fånga i termer av ett värde.

Slutligen kan penningpolitiken i vissa avseenden vara ett "bredare" verktyg än makrotillsynsverktygen. Till exempel kan styrräntan vara mer effektiv än makrotillsynsverktygen om en kreditexpansion sker i delar av den finansiella sektorn som inte omfattas av de finansiella regleringarna. Regleringar som bara avser vissa delar av det finansiella systemet riskerar att kringgås (det uppstår så kallat "regulatory arbitrage"). Detta har uttryckts av Jeremy Stein vid den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, som att "changes in rates may reach into corners of the market that supervision and regulation cannot".⁵⁷

Koppling mellan olika politikområden

Kopplingen mellan makrotillsyn och penningpolitik handlar alltså om olika verktygs effekter men också om avvägningen mellan olika mål. De olika målen prisstabilitet, makroekonomisk stabilitet och finansiell stabilitet är inte oberoende av varandra. Det går till exempel knappast att upprätthålla prisstabilitet och makroekonomisk stabilitet när en finansiell kris inträffar. Samtidigt byggs finansiella obalanser ofta upp i tider då ekonomin är överhettad. Men finansiella obalanser kan också byggas upp under relativt lugna förhållanden, vilket den senaste finansiella krisen är ett exempel på. Det finns också en koppling som beror på att de olika politikområdenas verktyg slår olika brett och att finansiella regleringar kan kringgås, som påpekats ovan. Penningpolitiken kan därför i vissa fall fungera som ett komplement till makrotillsynen. Styrräntan och makrotillsynsverktygen kan alltså både motverka och understödja varandras mål.

⁵⁷ Se Stein, Jeremy C. (2013), *Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses*. Anförande vid "Restoring Household Financial Stability after the Great Recession: Why Household Balance Sheets Matter", forsknings-symposium sponsrat av Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri.

Makrotillsyn och penningpolitik har även kopplingar till andra politikområden såsom finanspolitik och mikrotillsyn. Finanspolitiska åtgärder som exempelvis en begränsning av möjligheterna att göra avdrag för räntekostnader kan medverka till att minska risken för att finansiella obalanser byggs upp. Åtgärder som bedöms vara lämpliga för enskilda institut från ett mikrotillsynsperspektiv kan i vissa situationer sammantaget leda till systemrisk i det finansiella systemet. Det finns alltså kopplingar mellan flera olika politikområden inte bara i krissituationer utan också i den förebyggande politiken. Det finansiella stabilitetsrådet kommer att utgöra ett viktigt forum för diskussioner av sådana kopplingar.

Makrotillsynen påverkar makroekonomin och därmed förutsättningarna för penningpolitiken

Eftersom olika makrotillsynsåtgärder påverkar den ekonomiska utvecklingen kommer Riksbanken att behöva ta hänsyn till detta när penningpolitiken utformas. Om exempelvis efterfrågan skulle dämpas till följd av makrotillsynsåtgärder behöver penningpolitiken ta hänsyn till detta. På liknande sätt tar Riksbanken redan idag hänsyn till vad som görs inom andra politikområden som till exempel finanspolitiken.

Finanspolitiken påverkar efterfrågan i ekonomin via bland annat den offentliga sektorns inkomster och utgifter. När exempelvis skatterna ändras påverkas hushållens konsumtion och företagets investeringar och därmed i slutändan även efterfrågan och inflationen. I det penningpolitiska beslutsunderlaget görs prognoser för den ekonomiska utvecklingen och där ingår även effekterna från finanspolitiken. Vanligtvis antas att finanspolitiken följer sitt historiska mönster, bestämt av konjunkturutvecklingen och uppsatta mål.

De makroekonomiska effekterna av de nya makrotillsynsverktygen kommer också att behöva integreras i det penningpolitiska beslutsunderlaget. Men det kommer också att finnas skillnader eftersom det inte finns något historiskt mönster av makrotillsyn att utgå ifrån och eftersom målen för makrotillsynen är svårare att kvantifiera än finanspolitikens mål. Analysen av hur olika makrotillsynsverktyg påverkar den makroekonomiska utvecklingen kommer i och med detta succesivt att behöva utvecklas och tydliggöras.

Både penningpolitiken och makrotillsynen påverkar risker

En ohållbar skulduppbyggnad kan försämra möjligheterna att mer långsiktigt stabilisera inflationen runt inflationsmålet och uppnå en balanserad ekonomisk utveckling. Penningpolitiken kan i sig medverka till att finansiella obalanser byggs upp. När räntan hålls låg under en lång tid kan det medföra att aktörerna i ekonomin börjar förvänta sig att den låga räntan är bestående. Det kan leda till att de ökar sin skuldsättning på ett ohållbart sätt. Det penningpolitiska beslutet innebär därför en avvägning mellan kortsiktiga effekter på inflations- och konjunkturutsikterna och mer långsiktiga risker

förknippade med en ohållbar skulduppbyggnad.⁵⁸ De långsiktiga riskerna förknippade med hushållens skulder bör dock minska när makrotillsynsåtgärder genomförs.

Införandet av nya makrotillsynsverktyg kommer på ett eller annat sätt att påverka förutsättningarna för penningpolitiken. Men hur den påverkas och i vilken takt är svårt att avgöra i nuläget. Det finns fortfarande bara begränsad erfarenhet av hur makrotillsynen fungerar i praktiken. Den akademiska forskningen på området är dessutom i sin linda, vad gäller både empiriska och teoretiska studier. Men i takt med att olika makrotillsynsverktyg införs och kunskapen ökar om hur de fungerar i praktiken, kommer konsekvenserna för penningpolitiken att gradvis bli tydligare. Riksbanken kommer, precis som tidigare, att behöva följa och analysera risker och motståndskraft i det finansiella systemet, dels för att se hur dessa påverkar den allmänna ekonomiska utvecklingen, och därmed penningpolitiken, dels för att bidra till att främja den finansiella stabiliteten.

⁵⁸ För en utförlig beskrivning se fördjupningen "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen" i Penningpolitisk rapport, juli 2013.

■ Appendix

- Tabeller
- Fördjupningar 2011-2013
- Ränitebeslut 2009-2013
- Ordlista

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport/uppföljning anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2013 kv 2	2013 kv 3	2013 kv 4	2014 kv 4	2015 kv 4	2016 kv 4
Reporänta	1,0	1,0 (1,0)	1,0 (1,0)	1,2 (1,3)	2,2 (2,3)	2,9

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2012	2013	2014	2015	2016
KPI	0,9 (0,9)	0,0 (0,1)	1,2 (1,3)	2,7 (2,6)	2,9
KPIF	1,0 (1,0)	0,9 (1,0)	1,3 (1,4)	1,9 (1,9)	2,0
KPIF exkl. energi	1,0 (1,0)	1,2 (1,3)	1,5 (1,6)	2,0 (2,0)	2,1
HIKP	0,9 (0,9)	0,5 (0,6)	1,3 (1,4)	1,9 (1,9)	2,0

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2012	2013	2014	2015	2016
Reporänta	1,5 (1,5)	1,0 (1,0)	1,0 (1,0)	1,8 (1,9)	2,7
10-årsränta	1,6 (1,6)	2,2 (2,2)	3,0 (3,0)	3,7 (3,7)	4,2
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	106,1 (106,1)	102,7 (102,7)	102,3 (102,1)	101,5 (101,2)	101,2
Offentligt finansiellt sparande*	-0,4 (-0,6)	-1,3 (-1,4)	-1,1 (-0,9)	-0,2 (0,1)	0,6

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2012	2013	2014	2015	2016
Euroområdet	0,14	0,47	-0,6 (-0,5)	-0,4 (-0,4)	1,3 (1,3)	1,9 (1,9)	2,1
USA	0,19	0,09	2,8 (2,8)	1,6 (1,6)	3,0 (3,2)	3,5 (3,5)	3,3
Japan	0,06	0,03	2,0 (2,0)	1,9 (1,6)	2,1 (1,9)	1,1 (1,3)	1,2
Kina	0,15	0,08	7,8 (7,8)	7,6 (7,4)	7,3 (7,4)	7,0 (7,5)	7,0
KIX-vägd	0,79	1,00	1,0 (1,0)	1,0 (1,0)	2,3 (2,4)	2,8 (2,9)	3,0
Världen (PPP-vägd)	1,00	-	3,2 (3,1)	2,9 (3,0)	3,7 (3,9)	4,0 (4,2)	4,1

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen 2012 enligt IMF. Konjunkturinstitutet uppdaterar vikterna för kronindexet KIX i början av varje år, med tre års eftersläpning. Siffrorna i tabellen är baserade på nya KIX-vikter för 2010 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	2012	2013	2014	2015	2016
Euroområdet (HIKP)	2,5 (2,5)	1,5 (1,5)	1,5 (1,5)	1,6 (1,6)	1,7
USA	2,1 (2,1)	1,5 (1,5)	1,8 (2,0)	2,1 (2,2)	2,4
Japan	0,0 (0,0)	0,3 (0,1)	3,2 (2,1)	2,0 (1,9)	1,7
KIX-vägd	2,6 (2,6)	2,0 (2,0)	2,2 (2,2)	2,2 (2,3)	2,3

	2012	2013	2014	2015	2016
Styrränta i omvärlden, procent	0,4 (0,4)	0,2 (0,2)	0,2 (0,3)	0,5 (0,5)	1,0
Råoljepris, USD/fat Brent	112 (112)	109 (109)	105 (105)	99 (99)	95
Svensk exportmarknad	1,6 (1,7)	0,9 (0,8)	5,1 (5,2)	6,5 (6,6)	7,0

Anm. Styrränta i omvärlden avser en sammanvägning av USA, euroområdet, Norge och Storbritannien.

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

Tabell 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2012	2013	2014	2015	2016
Hushållens konsumtion	1,6 (1,5)	2,0 (2,0)	3,2 (3,1)	3,3 (3,3)	2,5
Offentlig konsumtion	0,7 (0,7)	1,0 (0,9)	0,9 (0,7)	1,2 (1,1)	1,1
Fasta bruttoinvesteringar	3,1 (3,2)	-3,2 (-2,7)	4,6 (5,2)	7,5 (7,5)	5,4
Lagerinvesteringar*	-1,2 (-1,1)	0,4 (0,5)	-0,1 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,0
Export	0,7 (0,8)	-1,4 (-2,2)	4,0 (4,0)	6,5 (6,6)	6,7
Import	-0,6 (0,0)	-0,9 (-2,5)	4,4 (4,2)	6,9 (6,9)	7,2
BNP	1,0 (0,7)	0,7 (1,2)	2,6 (2,7)	3,5 (3,6)	2,7
BNP, kalenderkorrigerad	1,3 (1,1)	0,8 (1,2)	2,7 (2,8)	3,3 (3,3)	2,5
Slutlig inhemsk efterfrågan*	1,5 (1,5)	0,6 (0,7)	2,6 (2,6)	3,3 (3,3)	2,5
Nettoexport*	0,6 (0,4)	-0,3 (0,0)	0,0 (0,2)	0,2 (0,3)	0,2
Bytesbalans (NR), procent av BNP	6,2 (6,7)	5,7 (6,3)	5,5 (6,2)	5,3 (6,1)	5,2

* 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

	2012	2013	2014	2015	2016
Folkmängd, 16-64 år	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,4 (0,4)	0,5 (0,5)	0,5
Potentiellt arbetade timmar	0,5 (0,5)	0,5 (0,5)	0,6 (0,6)	0,6 (0,6)	0,6
BNP, kalenderkorrigerad	1,3 (1,1)	0,8 (1,2)	2,7 (2,8)	3,3 (3,3)	2,5
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	0,6 (0,6)	0,5 (0,3)	1,3 (1,2)	1,3 (1,3)	1,0
Sysselsatta, 15-74 år	0,6 (0,6)	1,0 (0,9)	0,9 (0,8)	1,1 (1,2)	0,9
Arbetskraft, 15-74 år	0,8 (0,8)	1,0 (1,0)	0,7 (0,6)	0,5 (0,4)	0,3
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,0 (8,0)	8,0 (8,1)	7,8 (7,9)	7,2 (7,2)	6,6

* Procent av arbetskraften

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

	2012	2013	2014	2015	2016
Timplön, KL	3,0 (3,0)	2,6 (2,6)	2,8 (2,8)	3,2 (3,2)	3,4
Timplön, NR	3,1 (3,2)	2,7 (2,8)	3,0 (3,1)	3,4 (3,5)	3,7
Arbetsgivaravgifter*	0,3 (0,2)	-0,1 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0
Arbetskostnad per timme, NR	3,4 (3,4)	2,5 (2,8)	3,0 (3,1)	3,4 (3,5)	3,7
Produktivitet	0,7 (0,5)	0,2 (0,8)	1,4 (1,6)	2,0 (2,0)	1,5
Arbetskostnad per producerad enhet	2,7 (2,9)	2,3 (2,0)	1,6 (1,4)	1,4 (1,4)	2,2

* 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 8a. Alternativscenario: ökad finansiell oro, omvärldsvariabler

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015	2016
BNP i omvärlden	1,0 (1,0)	1,9 (2,3)	2,6 (2,8)	3,1 (3,0)
Styrränta i omvärlden, procent	0,2 (0,2)	0,1 (0,2)	0,1 (0,5)	0,5 (1,0)
Inflation i omvärlden	2,0 (2,0)	2,2 (2,2)	2,1 (2,2)	2,1 (2,3)

* Procent av arbetskraften

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Asterisk, anmärkning och källor avser tabell 8-13.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 8b. Alternativscenario: ökad finansiell oro, oförändrad penningpolitik

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015	2016
Reporänta, procent	1,0 (1,0)	1,0 (1,0)	1,8 (1,8)	2,7 (2,7)
BNP-tillväxt	0,8 (0,8)	2,6 (2,7)	2,7 (3,3)	1,9 (2,5)
Timgap, procent	-1,4 (-1,4)	-0,8 (-0,7)	-0,5 (0,0)	-0,5 (0,4)
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,0 (8,0)	7,8 (7,8)	7,3 (7,2)	7,0 (6,6)
KPIF	0,9 (0,9)	1,2 (1,3)	1,6 (1,9)	1,4 (2,0)
KPI	0,0 (0,0)	1,1 (1,2)	2,4 (2,7)	2,3 (2,9)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	102,7 (102,7)	102,0 (102,3)	100,4 (101,5)	99,1 (101,2)

Tabell 8c. Alternativscenario: ökad finansiell oro, mer expansiv penningpolitik

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015	2016
Reporänta, procent	1,0 (1,0)	0,8 (1,0)	1,3 (1,8)	2,0 (2,7)
BNP-tillväxt	0,8 (0,8)	2,6 (2,7)	3,1 (3,3)	2,4 (2,5)
Timgap, procent	-1,4 (-1,4)	-0,8 (-0,7)	-0,3 (0,0)	0,1 (0,4)
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,0 (8,0)	7,8 (7,8)	7,2 (7,2)	6,6 (6,6)
KPIF	0,9 (0,9)	1,3 (1,3)	1,8 (1,9)	1,9 (2,0)
KPI	0,0 (0,0)	0,9 (1,2)	2,3 (2,7)	2,6 (2,9)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	102,7 (102,7)	102,3 (102,3)	101,7 (101,5)	101,6 (101,2)

Tabell 9a. Alternativscenario: starkare omvärld, omvärldsvariabler

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015	2016
BNP i omvärlden	1,1 (1,0)	2,7 (2,3)	3,0 (2,8)	3,0 (3,0)
Styrränta i omvärlden, procent	0,2 (0,2)	0,3 (0,2)	0,6 (0,5)	1,5 (1,0)
Inflation i omvärlden	2,0 (2,0)	2,2 (2,2)	2,3 (2,2)	2,4 (2,3)

Tabell 9b. Alternativscenario: starkare omvärld, oförändrad penningpolitik

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015	2016
Reporänta, procent	1,0 (1,0)	1,0 (1,0)	1,8 (1,8)	2,7 (2,7)
BNP-tillväxt	0,8 (0,8)	3,0 (2,7)	3,9 (3,3)	3,0 (2,5)
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,0 (8,0)	7,7 (7,8)	6,9 (7,2)	6,2 (6,6)
KPIF	0,9 (0,9)	1,4 (1,3)	2,2 (1,9)	2,6 (2,0)
KPI	0,0 (0,0)	1,2 (1,2)	3,0 (2,7)	3,4 (2,9)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	102,7 (102,7)	102,4 (102,3)	102,3 (101,5)	103,7 (101,2)

Tabell 9c. Alternativscenario: starkare omvärld, penningpolitisk åtstramning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015	2016
Reporänta, procent	1,0 (1,0)	1,0 (1,0)	2,4 (1,8)	3,5 (2,7)
BNP-tillväxt	0,8 (0,8)	3,0 (2,7)	3,6 (3,3)	2,4 (2,5)
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,0 (8,0)	7,7 (7,8)	7,0 (7,2)	6,5 (6,6)
KPIF	0,9 (0,9)	1,4 (1,3)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)
KPI	0,0 (0,0)	1,3 (1,2)	3,3 (2,7)	3,2 (2,9)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	102,7 (102,7)	102,4 (102,3)	101,2 (101,5)	101,1 (101,2)

Tabell 10a. Alternativscenario: högre reporänta

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015	2016
Reporänta, procent	1,1 (1,0)	1,2 (1,0)	1,9 (1,8)	2,7 (2,7)
BNP-gap, procent	-1,8 (-1,7)	-1,0 (-0,8)	0,0 (0,3)	0,1 (0,3)
Timgap, procent	-1,4 (-1,4)	-0,8 (-0,7)	-0,2 (0,0)	0,2 (0,4)
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,0 (8,0)	7,8 (7,8)	7,3 (7,2)	6,7 (6,6)
KPIF	0,9 (0,9)	1,2 (1,3)	1,7 (1,9)	1,9 (2,0)
KPI	0,0 (0,0)	1,2 (1,2)	2,4 (2,7)	2,8 (2,9)

Tabell 10b. Alternativscenario: lägre reporänta

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015	2016
Reporänta, procent	0,9 (1,0)	0,8 (1,0)	1,8 (1,8)	2,8 (2,7)
BNP-gap, procent	-1,7 (-1,7)	-0,6 (-0,8)	0,5 (0,3)	0,5 (0,3)
Timgap, procent	-1,4 (-1,4)	-0,5 (-0,7)	0,2 (0,0)	0,4 (0,4)
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,0 (8,0)	7,7 (7,8)	7,0 (7,2)	6,5 (6,6)
KPIF	0,9 (0,9)	1,4 (1,3)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)
KPI	0,0 (0,0)	1,1 (1,2)	2,9 (2,7)	2,9 (2,9)

Fördjupningar 2011-2013⁵⁹

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?

2013

- 2013 Februari** USA undviker stora finanspolitiska åtstramningar
- 2013 Februari** Hushållens balansräkning och den makroekonomiska bedömningen
- 2013 Februari** Perspektiv på penningpolitiska förväntningar och terminräntor
- 2013 Juli** Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen
- 2013 Juli** Kostnadsutvecklingen och inflationen
- 2013 Juli** Ett långsiktigt perspektiv på kronan

⁵⁹ En förteckning över fördjupningar från och med 1993 och framåt finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Räntebeslut 2009-2013⁶⁰

Mötesdatum	Beslut (procentenheter)	Reporänta (procent)	Penningpolitisk rapport
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
2013			
12 februari	0	1,00	Februari 2013
16 april	0	1,00	Penningpolitisk uppföljning
2 juli	0	1,00	Juli 2013
4 september	0	1,00	Penningpolitisk uppföljning

⁶⁰ 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.

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

ESRB: European Systemic Risk Board. Europeiska systemrisknämnden ansvarar för makrotillsynen av det finansiella systemet inom EU.

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

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

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

Federal funds rate: Federal Reserves styrränta.

Federal Reserve: Den amerikanska centralbanken.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Köpeskillingskoefficient: En fastighets köpeskilling dividerat med dess taxeringsvärde.

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

Löpande priser: Uttrycker det nominella värdet av ett flöde eller stock och är inte justerat för värdetförändringar 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.

Refüränta: Den europeiska centralbankens styrränta.

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

Resursutnyttjande: Utnyttjandet av produktionsresurserna arbetskraft och kapital.

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

Riksbankslagen: Lagen där Riksbankens arbetsuppgifter har fastställts.

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

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

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

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

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

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

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

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

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



MIX
Pepper från
ansvarfulla källor
FSC® C113148

PRODUKTION: SVERIGES RIKSBANK. TRYCK: TMG STHLM AB

ISSN 1654-1049 (tryckt)

ISSN 2000-1932 (online)