



# Penningpolitisk rapport

Februari 2015



## Penningpolitisk rapport

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

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

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

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 11 februari 2015. Rapporten finns tillgänglig på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se). Där går det att utan kostnad beställa en tryckt version av rapporten eller ladda ned den i pdf-format.

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

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

---

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

# Penningpolitiken i Sverige

## PENNINGPOLITISK STRATEGI<sup>2</sup>

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

## BESLUTSPROCESSEN

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

## PRESENTATION AV RÄNTEBESLUT

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

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

# Innehåll

- KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna **5**
  - Sammanfattning **5**
  - Splittrad bild i omvärlden **8**
  - Svensk konjunktur stärks gradvis **12**
  - Penningpolitiska överväganden **17**
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker **21**
  - Oljeprisfallet beror till stor del på ett ökat utbud av olja **22**
  - Scenario: större effekter på BNP av ett ökat utbud av olja **23**
  - Scenario: oljeprisfallet påverkar inflationsförväntningarna **24**
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin **27**
  - Finansiella marknader **27**
  - Omvärlden **31**
  - Svensk ekonomi **34**
- FÖRDJUPNINGAR
- Riksbankens kompletterande penningpolitiska åtgärder **39**
- Effekter av oljeprisfallet på den globala ekonomin **45**
- Låg inflation – inte bara ett svenskt fenomen **51**
- Digitaliseringen och inflationen **55**
- Appendix **61**
  - Tabeller **62**
  - Fördjupningar 2012–2014 **65**
  - Räntebeslut 2010–2014 **66**
  - Ordlista **67**



## ■ KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Återhämtningen i omvärlden som helhet väntas fortsätta de närmaste åren, även om den går långsamt. Sedan i december har riskbilden för omvärlden förändrats, med ökad osäkerhet om konjunkturutvecklingen och ökad volatilitet på finansiella marknader. Oljepriset har fallit vilket är positivt för den globala tillväxten men har samtidigt lett till låg global inflation. Konjunkturutvecklingen skiljer sig åt mellan länder och regioner. Det tar sig uttryck i ökade skillnader i penningpolitik, mellan till exempel USA och euroområdet, och i stora rörelser på valutamarknaderna.

Den svenska konjunkturen fortsätter att förbättras i linje med prognosen i december. En svag omvärldsutveckling dämpar tillväxten men motverkas något av oljeprisfallet och en svagare krona. Efter en inbromsning i slutet av fjolåret bedöms arbetsmarknaden förstärkas. Inflationen är fortfarande låg även om den blev något högre än förväntat i december. Det finns nu tecken på att den underliggande inflationen, illustrerat av KPIF-inflationen exklusive energi, har bottnat och är på väg upp. Kronan har blivit svagare än väntat vilket också bidrar till något högre underliggande inflation framöver. Låga energipriser bedöms dock hålla ned KPIF-inflationen det närmaste året och den bedöms nå 2 procent under mitten av 2016. Det lägre oljepriset och den osäkra omvärldsutvecklingen ökar risken för att inflationen inte stiger tillräckligt snabbt.

För att understödja uppgången i den underliggande inflationen så att KPIF-inflationen närmar sig 2 procent och för att de långsiktiga inflationsförväntningarna ska vara förenliga med inflationsmålet behövs en mer expansiv penningpolitik. Riksbankens direktion har därför beslutat att sänka reporäntan med 0,1 procentenheter till -0,10 procent och återställa räntorna på finjusterande transaktioner till reporäntan +/-0,1 procentenheter. Därtill har reporäntebanan justerats ned något. Direktionen har också beslutat att köpa statsobligationer till ett belopp av 10 miljarder kronor. Om detta inte räcker för att inflationen ska stiga mot målet kan Riksbanken snabbt göra penningpolitiken ännu mer expansiv. De vidtagna åtgärderna och beredskapen att göra mer understryker att Riksbanken värnar inflationsmålet som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

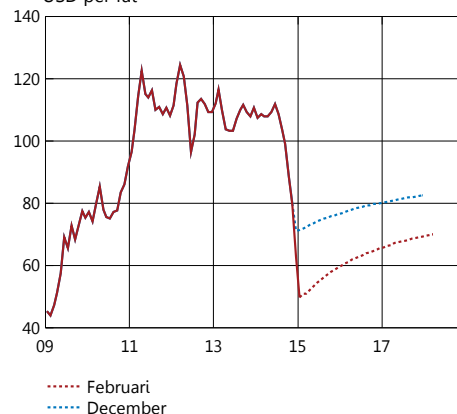
### Sammanfattning

#### ■ Trög återhämtning i omvärlden

Världsekonomin fortsätter att präglas av ökande tillväxtskillnader, såväl bland de stora ekonomierna som bland tillväxtländerna. Framförallt växer den amerikanska ekonomin i god takt, medan euroområdets tillväxt är fortsatt dämpad. Sedan i december har osäkerheten i omvärlden ökat ytterligare. Flera faktorer har bidragit till det. De ökade tillväxtskillnaderna och divergerande ränteförväntningar på ECB och Federal Reserve har gett upphov till stora växelkursrörelser med en kraftig förstärkning av dollarn. En annan osäkerhetsfaktor är oljeprisfallet och konsekvenserna av detta för oljeproducerande företag och länder, framförallt Ryssland. Förnyad ekonomisk oro i Grekland spär på osäkerheten ytterligare.

Under 2014 växte världsekonomin med strax över 3 procent. Tillväxten hämmas av att inhemsk efterfrågan i många länder, trots en mycket expansiv penningpolitik, alltjämt är svag. Mot denna bakgrund ger det senaste halvårets kraftiga oljeprisfall en välkommen draghjälp till världsekonomin. För oljeimportörer, vilket de flesta av de stora utvecklade ekonomierna är, väntas prisfallet innebära en positiv stimulans. Stora oljeexportörer, såsom Ryssland och Norge,

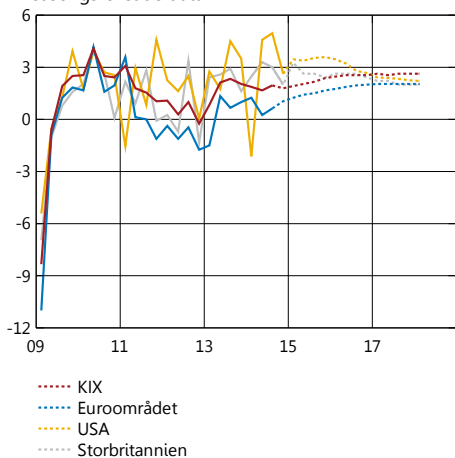
Diagram 1:1. Oljepris och terminspriser  
USD per fat



Anm. Brentolja, terminspriserna är beräknade som ett 15-dagars genomsnitt. Utfallet avser månadsgenomsnitt av spotpriser.

Källor: Macrobond och Riksbanken

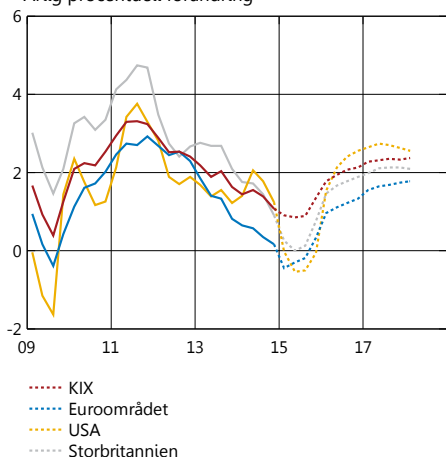
**Diagram 1:2. Tillväxt i olika länder och regioner**  
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



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

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

**Diagram 1:3. Inflation i olika länder och regioner**  
Årlig procentuell förändring



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Vid beräkning av KIX-vägd inflation används HIKP för euroområdet och KPI för övriga länder. För euroområdet visas inflation mätt med HIKP och för USA och Storbritannien mätt med KPI.

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

drabbas dock negativt (för en mer utförlig diskussion, se fördjupningen "Effekter av oljeprisfallet på den globala ekonomin").

I den penningpolitiska uppföljningen i december antogs oljeprisfallet sedan i somras ha vissa positiva effekter på den globala BNP-tillväxten. Sedan dess har oljepriset fallit ytterligare (se diagram 1:1), vilket bedöms få ytterligare positiva effekter på världsekonomin som helhet. Det är dock mycket svårt att säga hur stora effekterna på tillväxten kan bli. Estimat som bygger på historiska samband mellan oljepris och tillväxt hamnar ofta inom ett relativt stort intervall. Samtidigt finns det anledning att tro att oljeprisgenomslaget minskat över tid, bland annat till följd av en minskad energianvändning i förhållande till BNP. I huvudscenariot antas att effekterna blir måttliga såväl globalt som i Sverige (för en diskussion om vilka effekter ett antagande om ett större genomslag skulle få, se kapitel 2 "Alternativa scenarier och risker").

På många andra håll i världen, däribland i Ryssland, Asien och Latinamerika, har konjunkturutsikterna dock försämrats sedan i december. Den oljeberoende ryska ekonomin har drabbats hårt av kombinationen av oljeprisfallet och EU:s och USA:s ekonomiska och politiska sanktioner och befinner sig i en ekonomisk kris som väntas bli långvarig. Detta väntas dämpa tillväxten något i vissa länder i euroområdet och Östeuropa, som har stor handel med Ryssland. I euroområdet motverkas detta av att ECB för en mer expansiv penningpolitik med aviserade storskaliga köp av värdepapper. USA utgör den tydligaste ljuspunkten i världsekonomin för närvarande, understödd av en stark utveckling på arbetsmarknaden och optimistiska hushåll.

Sammantaget bedöms tillväxten för KIX-viktad BNP, där de länder ingår som har störst betydelse för svensk ekonomi, bli marginellt svagare de kommande åren än vad som antogs i december. Innevarande år väntas BNP-tillväxten ligga kvar på 2 procent för att därefter öka i något snabbare takt de kommande åren (se diagram 1:2).

Stora lediga resurser, svag efterfrågan och stagnerande lönetillväxt bidrar sedan tidigare till en nedåtgående trend i den KIX-vägda inflationen. Det kraftiga oljeprisfallet har förstärkt denna trend. I december gjordes en stor nedrevidering av KIX-inflationen för 2015. Sedan dess har oljepriset fallit ännu mer. I vissa råvaruexporterande länder som ingår i KIX-index, såsom Ryssland, blir inflationen dock högre än tidigare beräknat eftersom växelkursen försvagats. Innevarande år bedöms KIX-inflationen dämpas till 1 procent, med negativ inflation i såväl USA som euroområdet, för att därefter stiga och stabiliseras på strax över 2 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 1:3).

## ■ Svensk konjunktur stärks gradvis

Den långsamma återhämtningen i omvärlden avspeglas sedan en tid i en dämpad svensk export. Den svaga konsumtionstillväxten under tredje kvartalet bedöms ha varit tillfällig och konsumtionen växer



snabbare de kommande åren. Den utländska efterfrågan väntas öka gradvis vilket väntas leda till att exporten och näringslivets investeringar ökar snabbare och i större utsträckning bidrar till tillväxten 2016 och 2017. Sammantaget bedömer Riksbanken att tillväxten är normal i dagsläget och att BNP växer med 2,7 procent i år och därefter med 3,3 respektive 2,2 procent 2016 och 2017 (se diagram 1:4).

Ökningstakten i sysselsättning och arbetskraft bromsade in under fjärde kvartalet förra året och arbetslösheten var oförändrad på 7,8 procent. Inbromsningen bedöms dock vara tillfällig. När konjunkturen successivt växer sig starkare bidrar det till att arbetsmarknaden stärks ytterligare. Framåtblickande indikatorer för efterfrågan på arbetskraft, som till exempel antalet lediga jobb, tyder på att arbetsmarknaden fortsätter att stärkas framöver. Arbetslösheten väntas sjunka de kommande åren och i slutet av prognosperioden uppgå till 6,7 procent.

Inflationen är mycket låg och lägre energipriser bedöms leda till låg inflation det närmaste året. Utvecklingen motverkas dock delvis av att kronan försvagats (se även fördjupning "Effekter av oljepriset på den globala ekonomin"). Kronan bedöms nu ligga kvar på en svagare nivå lite längre än i tidigare prognos, vilket bidrar till att hålla inflationen uppe.

Den underliggande inflationen, till exempel KPIF exklusive energi, tycks ha bottnat och vara på väg upp. I takt med att resursutnyttjandet stiger väntas lönerna och priserna öka snabbare. Återhämtningen i omvärlden gör också att importpriserna bedöms stiga och bidra till högre inflation. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi bedöms därför redan nu stiga snabbare än KPIF-inflationen för att senare under prognosperioden sammanfalla med denna och nå 2 procent under inledningen av 2016 (se diagram 1:5 och 1:27). Hushållens räntekostnader för bolån stiger när reporäntan börjar höjas. Det leder i sin tur till att KPI-inflationen ökar snabbare än KPIF-inflationen från och med slutet av 2016 (se diagram 1:5 och 1:6).

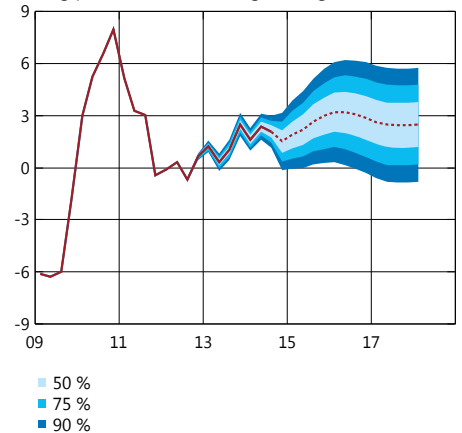
### ■ Mer expansiv penningpolitik, och beredskap att göra mer

Även om inflationen på senare tid har utvecklats ungefär som förväntat finns det en risk att lägre oljepriser dämpar inflationsförväntningarna och därmed inflationen mer än vad som antagits i prognosen. Till detta kommer den ökade osäkerheten om utvecklingen i omvärlden och på finansiella marknader.

För att understödja uppgången i den underliggande inflationen så att KPIF-inflationen närmar sig 2 procent och för att de långsiktiga inflationsförväntningarna ska vara förenliga med inflationsmålet behövs en mer expansiv penningpolitik. Riksbankens direktions har därför beslutat att sänka reporäntan med 0,1 procentenheter till -0,10 procent (se diagram 1:7). Därtill har reporäntebanan justerats ned något. På samma gång återställs räntorna på finjusterande transaktioner till reporäntan +/-0,1 procentenheter. Direktions har också beslutat att köpa statsobligationer till ett belopp av 10 miljarder

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

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

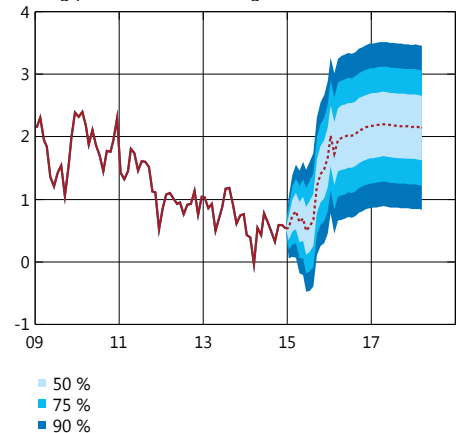


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. För BNP råder det osäkerhet även om utfallen eftersom nationalräkenskaperna revideras flera år efter första publicering.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:5. KPIF med osäkerhetsintervall**

Årlig procentuell förändring

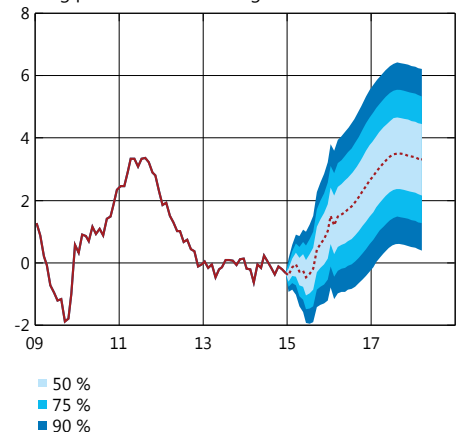


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

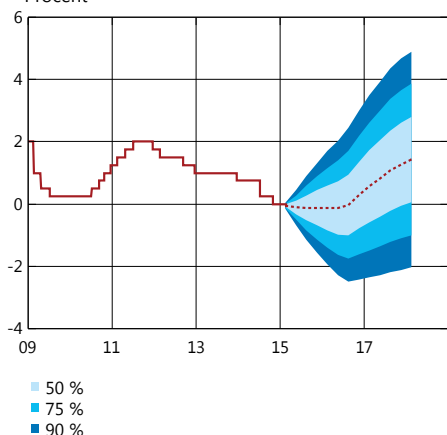
**Diagram 1:6. KPI med osäkerhetsintervall**

Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:7. Reporänta med osäkerhetsintervall**  
Procent

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

Källa: Riksbanken

kronor med löptider upp till 5 år. Om detta inte räcker för att inflationen ska stiga mot målet kan Riksbanken snabbt, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, göra penningpolitiken ännu mer expansiv (se fördjupning "Riksbankens kompletterande penningpolitiska åtgärder"). De vidtagna åtgärderna och beredskapen att göra mer understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

## Splittrad bild i omvärlden

### ■ Många osäkerhetsfaktorer påverkar finansiella marknader

De finansiella marknaderna har sedan i december präglats av en högre grad av osäkerhet än tidigare. Det är flera olika faktorer som har bidragit till att osäkerheten ökat. Till exempel är det oklart hur varaktigt oljeprisfallet är och även om det väntas få positiva nettoeffekter på den globala tillväxten riskerar det att skapa stora negativa effekter för oljeexporterande företag och länder. Nyvalet i Grekland i januari har medfört förnyad ekonomisk oro i landet kopplat till pågående samtal med internationella långgivare (EU, ECB och IMF) inför att det tidigare låneprogrammet löper ut 28 februari. Den grekiska staten är i behov av extern finansiering för att betala räntor och omfinansiera den existerande skulden till de internationella långgivarna. Samtidigt är de grekiska bankerna beroende av en finansiell livlina. Jämfört med 2012 har dock omvärldens finansiella kopplingar till den grekiska ekonomin begränsats i och med att utländska bankers och andra kapitalförvaltares fordringar till stor del har tagits över av utländska offentliga långgivare.

Skillnaderna i penningpolitik mellan de stora valutaområdena har blivit allt tydligare där ECB tillsammans med Bank of Japan vidtar ytterligare expansion i sin penningpolitik medan Federal Reserve avslutat sina kvantitativa lättnader och är på väg mot sin första styrräntehöjning. Detta sker efter en lång period då alla de stora centralbankerna samtidigt fört en expansiv penningpolitik. Att det är svårt att bedöma effekterna på kapitalflöden, tillgångspriser och växelkurser i detta nya penningpolitiska landskap skapar osäkerhet på marknaden och ger upphov till ökad volatilitet. Schweiz centralbank valde överraskande redan innan ECB hade aviserat sitt tillgångsköpsprogram att avskaffa det valutagolv mot euron som hållits sedan 2011, varpå francen stärktes kraftigt. Danmarks centralbank har vidtagit flera åtgärder vid sidan av styrräntesänkningar för att försvara sin fasta växelkurs mot euron. Många andra centralbanker runt om i världen har också valt att sänka sina styrräntor mot bakgrund av den ökade osäkerheten.

### ■ Lägre oljepris och ECB ger draghjälp åt euroområdet

Oljeprisfallet ger tillsammans med ECB:s annonserade tillgångsköpsprogram välbehövlig stimulans till tillväxten i euroområdet, vars återhämtning tappade fart under 2014. Oljeprisets positiva effekter på

konsumtion och investeringar dämpas dock av att hushåll, företag och offentlig sektor behöver minska sina höga skulder. ECB:s aviserade tillgångsköpsprogram kommer initialt att pågå åtminstone till september 2016 och under denna period motsvara cirka 10 procent av euroområdets samlade BNP men kan komma att förlängas beroende på hur inflationen utvecklas. Tillgångsköpen syftar till att förankra inflationsförväntningarna och förbättra finansieringsvillkoren för företag och hushåll, vilket stärker den inhemska efterfrågan. Den tydliga signaleringen om en fortsatt expansiv penningpolitik antas också fortsätta hålla ned värdet på euron och därigenom stimulera exporten. Uppgången i exporten hålls dock tillbaka av en svagare utveckling i oljeexporterande länder, däribland Ryssland, och i Asien och Latinamerika. Den förnyade oron kring den grekiska ekonomin har hittills inte fått några spridningseffekter till andra länder i euroområdet. I huvudscenariot antas att Grekland når en uppgörelse med sina internationella långgivare och att oron inte sprider sig till andra euroländer.

Sammantaget väntas tillväxten i euroområdet bli 1,2 procent under 2015 för att successivt stiga mot 2 procent 2017 (se diagram 1:8). Detta innebär en marginell upprevidering 2015 jämfört med bedömningen i december.

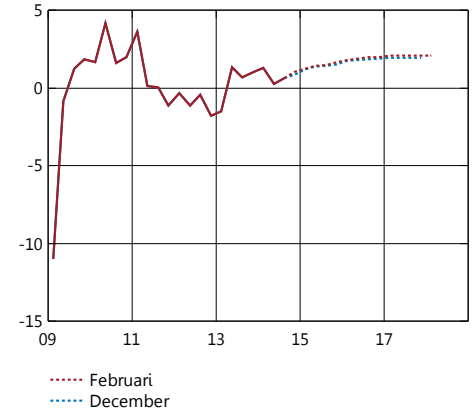
Inflationen är kraftigt nedreviderad 2015 till följd av oljeprisfallet och väntas vara negativ under större delen av året (se diagram 1:9). Inflationen ökar sedan gradvis till över 1 procent under 2016 då den negativa effekten av nedgången i energipriserna försvinner. I takt med att ekonomin stärks och lönerna ökar snabbare, väntas också inflationen stiga. Högre importpriser till följd av den svagare euron bidrar också till en uppgång i inflationen, som väntas närma sig 1,8 procent i början av 2018.

### ■ Optimistiska hushåll drivkraft i USA och Storbritannien

Den amerikanska ekonomin fortsätter att utvecklas starkt. Den redan höga konsumtionen får de kommande kvartalen ytterligare skjuts av fallande bensinpriser och en fortsatt snabb förbättring på arbetsmarknaden. Den starkare sysselsättningstillväxten väntas framöver också spilla över i högre löneökningstakt som stimulerar konsumtionen. Bostadsmarknaden har också återigen visat tecken på förbättringar. Företagens vinster är höga och förtroendet bland företagen är högre än normalt, även om en viss dämpning skett i tillverkningsindustrin de senaste månaderna, sannolikt drivet av en förstärkning av dollarn och en avmattning i aktiviteten i den oljeproducerande sektorn. Prognosen för investeringarna är därför nedreviderad de närmaste kvartalen. I och med att inflationen är låg bedöms penningpolitiken fortsätta vara expansiv ytterligare en tid. Men den väntas bli mindre expansiv framöver när resursutnyttjandet ökar. Finanspolitiken bedöms bli mindre åtstramande de kommande åren. Budgetunderskottet kan ändå fortsätta minska tack vara den starka ekonomiska tillväxten.

**Diagram 1:8. BNP i euroområdet**

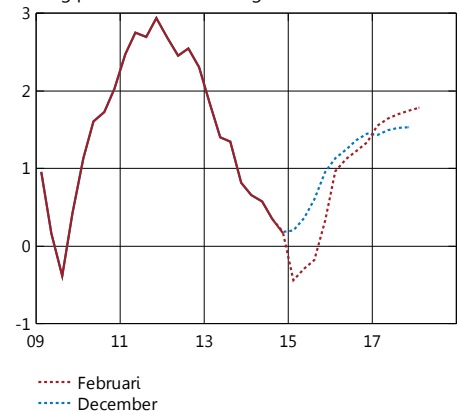
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: Eurostat och Riksbanken

**Diagram 1:9. Inflation i euroområdet**

Årlig procentuell förändring

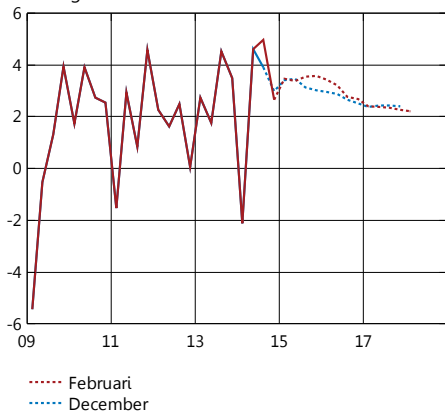


Anm. Inflation mätt med HIKP.

Källor: Eurostat och Riksbanken

**Diagram 1:10. BNP i USA**

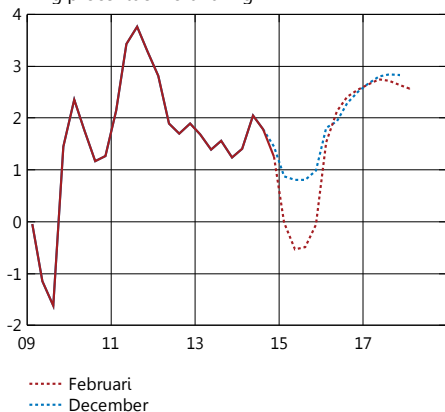
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: Bureau of Labor Statistics och Riksbanken

**Diagram 1:11. Inflation i USA**

Årlig procentuell förändring



Källor: Bureau of Labor Statistics och Riksbanken

Sammantaget är bedömningen att BNP-tillväxten i USA blir omkring 3,5 procent de kommande åren för att sedan sjunka till drygt 2,5 procent 2017. Detta innebär en upprevidering jämfört med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i december (se diagram 1:10). Upprevideringen beror främst på att olje- och bensinpriser fortsatt att falla och att arbetsmarknaden utvecklats starkt. Prognosen för KPI-inflationen är nedreviderad för 2015 på grund av det kraftiga fallet i oljepriset. När den dämpande effekten av oljeprisfallet försvinner under 2016 återgår inflationen till drygt 2 procent igen (se diagram 1:11).

BNP-tillväxten i Storbritannien väntas sjunka gradvis de kommande åren, från knappt 3 procent i år till drygt 2 procent 2017. Även här väntas den redan starka konsumtionen få en extra skjuts av fallande oljepriser. Stigande löneökningstakt och ett minskat sparande stimulerar konsumtionen framöver men detta motverkas delvis av att finanspolitiken gradvis blir stramare. Oljeprisfallet leder till låg inflation i år. Inflationen väntas återgå till 2 procent i slutet av prognosperioden då lägre arbetslöshet får lönerna och arbetskostnaderna per producerad enhet att stiga snabbare.

#### ■ Sämre konjunkturutsikter i Asien

I Kina fortsätter konjunkturen att präglas av en långsam omställning av ekonomin från en export- och investeringsledd tillväxt till en tillväxt som är mer konsumtionsdriven. Det har bidragit till att de tidigare höga tillväxttalen sjunker. Förra året var det första gången sedan Asienkrisen 1998 som BNP-tillväxten inte nådde upp till det officiella tillväxtmålet. Det låga oljepriset väntas dock underlätta omställningen av ekonomin. Kina är en stor nettoimportör av olja och det låga oljepriset bidrar till bättre offentliga finanser och starkare konsumtion. Tidigare har myndigheterna reagerat med stimulanser när ekonomin tycks vara på väg att bromsa in för fort men de väntas nu istället lägga större vikt vid att minska de risker som är kopplade till de senaste årens starka kredit- och investeringstillväxt. Nedgången i investeringarna väntas därför bli större än vad som tidigare antagits, vilket överväger oljeprisets positiva effekter på tillväxten. BNP-tillväxten antas sjunka till 6,8 procent i år och närma sig 6 procent 2017. Det närmaste året hålls KPI-inflationen tillbaka av lägre oljepris och en nedgång i fastighetspriserna. KPI-inflationen väntas sedan åter stiga till 3 procent 2017.

Japan väntas ha kommit ur recessionen under fjärde kvartalet 2014. Men den underliggande ekonomiska utvecklingen är svag, vilket bland annat avspeglas i svårigheten att få fart på konsumtionen efter momshöjningen i början av året. Dessutom tyngs den japanska ekonomin av avmattningen i Kina. Det överskuggar de positiva effekterna på tillväxten av en svagare yen och lägre oljepris. BNP-tillväxten antas stiga från 0,6 procent i år till 0,8 procent 2016, för att därefter falla tillbaka till 0,4 procent 2017 då tillväxten dämpas av en ny momshöjning. Inflationen väntas i år falla tillbaka till cirka 1 procent

och sedan stiga långsamt under prognosperioden till 2 procent, som utgör den japanska centralbankens inflationsmål.

### ■ Oljeexportörer drabbas negativt av oljeprisfallet

Den oljeberoende ryska ekonomin drabbas hårt av prisfallet på olja och av de politiska och ekonomiska sanktioner som EU och USA infört mot landet i samband med Ukrainakonflikten. Ryssland bedöms i år gå in i en långvarig recession (se diagram 1:12). Den kraftiga försvagningen av rubeln samt högre livsmedelspriser har drivit upp inflationen till höga nivåer. Importpriserna stiger och detta hämmar den inhemska konsumtionen samtidigt som sanktionerna redan har haft stora negativa effekter på företagets förtroende och investeringar. De höga räntorna och de fortsatta kraftiga kapitalutflödena påverkar också ekonomin negativt. Tillväxtprognosen för Ryssland har därför reviderats ned väsentligt sedan föregående prognos. Även om nedgången i Ryssland inte bedöms få några större direkta effekter på svensk ekonomi så kan Sverige påverkas indirekt via andra länder som har ett stort handelsutbyte med Ryssland, såsom Finland och Tyskland.

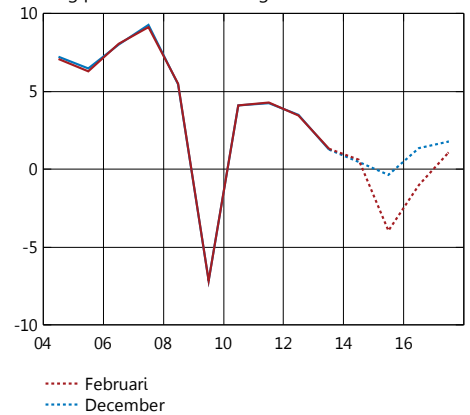
Den norska ekonomin påverkas också mycket negativt av oljeprisfallet, främst via minskade investeringar. Samtidigt fungerar den stora oljefonden, och möjligheten att använda 4 procent av denna för att täcka utgifter i statsbudgeten, som en buffert. BNP-tillväxten väntas öka i måttlig takt under prognosperioden. Den kraftiga försvagningen av den norska kronan hjälper till att stimulera exporten och hålla inflationen uppe. Utvecklingen framöver kommer förmodligen även att understödjas av en stimulerande penningpolitik. I december sänkte Norges bank sin styrränta till 1,25 procent, en nivå som ger utrymme för ytterligare sänkningar framöver om behov skulle uppstå. Försvagningen av kronan och den höga underliggande inflationen bidrar till att hålla inflationen uppe trots oljeprisfallet. Inflationen väntas stiga något över målet på 2,5 procent under de kommande åren.

### ■ Svag krona stärks framöver

Den svenska kronan har försvagats sedan den penningpolitiska uppföljningen i december, både i nominella och reala termer. Kronan har inte varit på dessa svaga nivåer sedan 2010 (se diagram 1:13). Det är framför allt mot dollarn, pundet och schweizerfrancen som kronan har försvagats. Flera andra valutor har också försvagats mot dollarn de senaste månaderna.

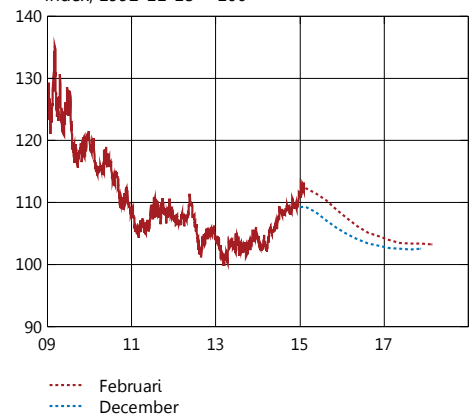
Dollarn bedöms vara fortsatt stark de närmaste kvartalen och detta bidrar till att kronan i handelsviktade termer blir kvar på svagare nivåer jämfört med prognosen i december. Kronan stärks dock gradvis under prognosperioden, både realt och nominellt. Den reala växelkursen bedöms i dagsläget vara svagare än sin långsiktiga nivå till följd av underliggande faktorer, såsom Sveriges tillväxtförutsättningar gentemot omvärlden. Osäkerheten kring kronans utveckling är dock mycket stor, inte

**Diagram 1:12. BNP i Ryssland**  
Årlig procentuell förändring



Källor: State Committee of the Russian Federation on Statistics och Riksbanken

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

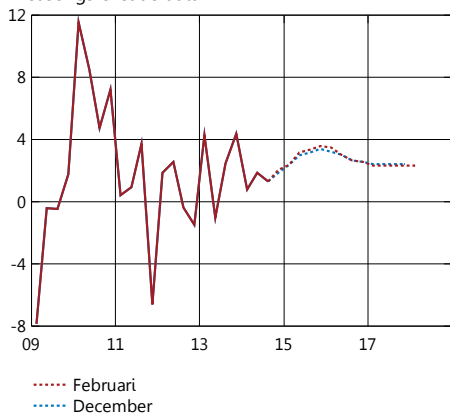


Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källa: Riksbanken

**Diagram 1:14. BNP**

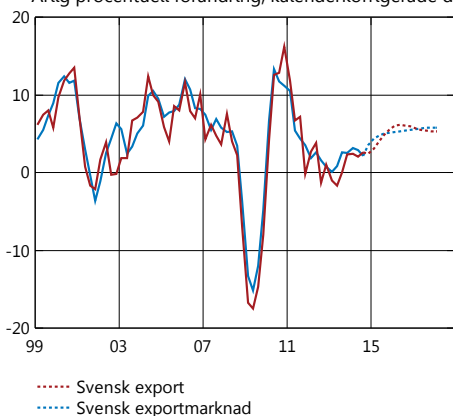
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:15. Export och svensk exportmarknad**

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data

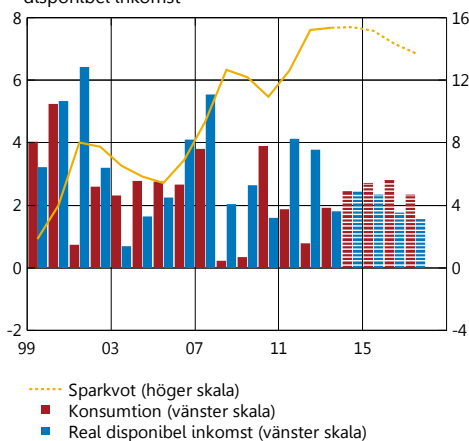


Anm. Index över svensk exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av 32 länder och täcker cirka 85 procent av den totala svenska exportmarknaden.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:16. Hushållens reala disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot**

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



Anm. Sparkvoten är inklusive kollektivt försäkringssparande. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator.

Källor: SCB och Riksbanken

minst mot bakgrund av ECB:s aviserade tillgångsköpsprogram som inleds i mars.

## Svensk konjunktur stärks gradvis

### ■ Den svenska konjunkturen fortsätter att förbättras

BNP-utvecklingen gynnas av att oljepriset fallit, att kronan försvagats under det senaste året och att reporäntan är mycket låg. Men samtidigt är återhämtningen i omvärlden marginellt svagare, vilket dämpar BNP-tillväxten. Sammantaget är prognosen i stort sett oförändrad jämfört med bedömningen i december. Inhemsk efterfrågan är alltjämt viktig. Den svaga tillväxten i konsumtionen under tredje kvartalet bedöms ha varit temporär och konsumtionen bedöms växa snabbare framöver. Under 2016 och 2017 väntas en gradvis ökande utländsk efterfrågan leda till att exporten och näringslivets investeringar ökar snabbare och i större utsträckning bidrar till tillväxten.

Samtantaget bedömer Riksbanken att tillväxten är normal i dagsläget. BNP växer med 2,7 procent i år och därefter med 3,3 respektive 2,2 procent 2016 och 2017 (se diagram 1:14).

### ■ Gradvis återhämtning i exportefterfrågan

Svensk export har utvecklats svagt de senaste åren. Det beror främst på att konjunkturutvecklingen på många viktiga exportmarknader har varit svag. Stämningläget i industrin är dock gott, i den senaste konjunkturbarometern steg konfidensindikatorn för tillverkningsindustrin ytterligare och ligger över ett historiskt snitt. I takt med att konjunkturen förbättras i många europeiska länder väntas exporten öka i snabbare takt (se diagram 1:15). Denna utveckling understöds av det senaste årets försvagning av kronan. Under 2014 bedöms importen ha ökat snabbare än exporten, vilket innebär att nettoexporten bidrog negativt till tillväxten. I takt med att exporten återhämtar sig väntas tillväxtbidraget från utrikeshandeln i genomsnitt bli nära noll de kommande åren.

### ■ Investeringstillväxten tilltar de kommande åren

Bostadsinvesteringarna bedöms ha ökat med nära 20 procent under 2014. Detta står i stark kontrast till den svaga tillväxten i näringslivets övriga investeringar, en utveckling som i stor utsträckning kan förklaras av den svaga konjunkturen i omvärlden. De finansiella förutsättningarna är dock goda och företagen möter gynnsamma kreditvillkor. Företagens investeringar exklusive bostäder väntas därför öka snabbare när den utländska efterfrågan stiger och bidrar till att produktionen växer snabbare och kapacitetsutnyttjandet ökar i företagen. Samtidigt väntas bostadsbyggandet plana ut på en hög nivå, vilket innebär att den kraftiga tillväxten i bostadsinvesteringarna gradvis dämpas och minskar i betydelse för investeringstillväxten.



### ■ Tillväxten i konsumtionen fortsatt hög framöver

Även om hushållens konsumtion utvecklades svagt under tredje kvartalet 2014, bedöms den fortsätta att vara en viktig drivkraft för BNP-tillväxten de kommande åren. Det finns flera faktorer som pekar på detta. Hushållens sparande som andel av inkomsterna har stigit de senaste åren och utrymmet för ökad konsumtion är därmed högt (se diagram 1:16). En gradvis förbättring på arbetsmarknaden och en stabilisering av omvärldskonjunkturen väntas dessutom öka förtroendet hos hushållen och bidra till en fortsatt god utveckling av deras konsumtion. Ökningstakten i hushållens disponibla inkomster dämpas dock något de kommande åren allteftersom finanspolitiken blir mindre expansiv. De nya amorteringskraven väntas i viss mån också dämpa konsumtionen.

### ■ Stigande bostadspriser bidrar till en ökad skuldsättning

Bostadspriserna, särskilt småhuspriserna, ökade snabbt mot slutet av 2014. Den utvecklingen väntas fortsätta de kommande åren, bland annat till följd av ett begränsat utbud av bostäder, stigande inkomster och det mycket låga ränteläget. Högre bostadspriser innebär visserligen att hushållens förmögenhet ökar, men då bostadsköpen till stor del finansieras med lån ökar även hushållens skuldsättning. Skulderna bedöms öka snabbare än hushållens inkomster de närmaste åren. Därmed ökar också skuldernas andel av de disponibla inkomsterna, den så kallade skuldkvoten, till 186 procent i början av 2018 (se diagram 1:17 och 1:18).

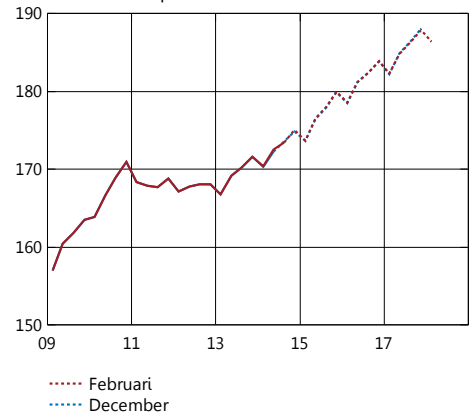
### ■ Offentliga finanser förstärks i långsam takt

I takt med att finanspolitiken blir mindre expansiv och konjunkturen förstärks väntas underskottet i de offentliga finanserna minska, men överskotts målet på 1 procent bedöms inte nås under prognosperioden. Den offentliga sektorns sparande under 2014 bedöms ha uppgått till -2,2 procent av BNP. Riksbankens prognos för det finansiella sparandet utgår från aviserade åtgärder och en bedömning baserad på hur finanspolitiken normalt anpassas till konjunkturläget samt de mål för politiken som ges av det finanspolitiska ramverket. Riksbankens prognos påverkas därmed av de rambeslut som riksdagen fattade i december. Riksbanken antar att eventuella budgetförändringar i vårpropositionen kommer att finansieras fullt ut och därmed inte få några större effekter på prognoserna för den offentliga sektorns finansiella sparande.

### ■ Det privata sparandet och överskottet i bytesbalansen minskar

Det överskott i bytesbalansen, som Sverige har haft i snart 20 år, motsvaras av att det totala finansiella sparandet är högt (se diagram 1:19). De senaste åren har sparandet varit högt i hushållssektorn samtidigt som det varit svagt i företagssektorn och negativt i den offent-

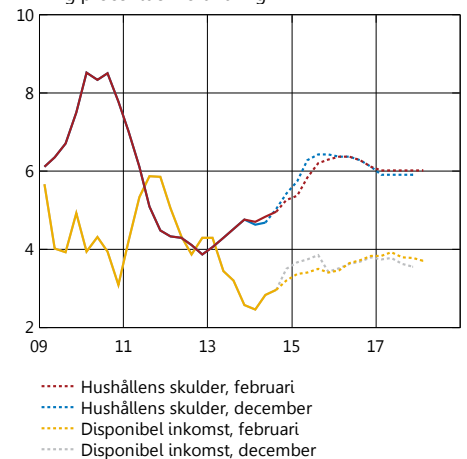
**Diagram 1:17. Hushållens skulder**  
Procent av disponibel inkomst



Anm. Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster. Summerade över de senaste fyra kvartalen.

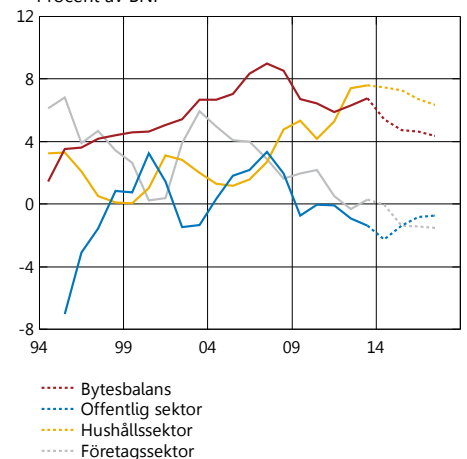
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:18. Hushållens skulder och disponibla inkomst**  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

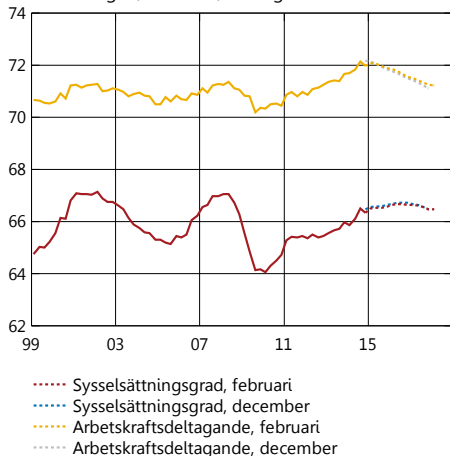
**Diagram 1:19. Bytesbalans och finansiellt sparande i olika sektorer**  
Procent av BNP



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:20. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande**

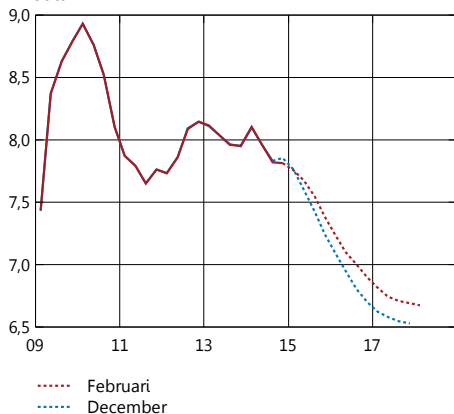
Sysselsättning och arbetskraft i procent av befolkningen, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:21. Arbetslöshet**

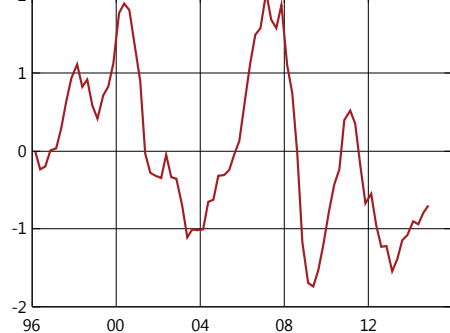
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:22. RU-indikatorn**

Standardavvikelse



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

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

liga sektorn. De kommande åren väntas hushållen dra ned på sitt sparande samtidigt som stigande investeringar innebär att företagssektorn gör detsamma. Det offentliga sparandet går emellertid i motsatt riktning och ökar gradvis. Sammantaget väntas överskottet i bytesbalansen minska de kommande åren, från 5,4 procent 2014 till 4,4 procent 2017.

### ■ Tillfällig inbromsning på arbetsmarknaden

Under sista kvartalet 2014 bromsade tillväxten i sysselsättning och arbetskraft in och arbetslösheten var oförändrad på 7,8 procent. Inbromsningen bedöms dock vara tillfällig. Framåtblickande indikatorer för efterfrågan på arbetskraft, som till exempel antalet lediga jobb, tyder på att arbetsmarknaden fortsätter att stärkas framöver. I takt med att konjunkturen förbättras fortsätter efterfrågan på arbetskraft att stiga. Sysselsättningen väntas därmed öka och arbetslösheten sjunka. Mot slutet av prognosperioden beräknas den arbetsföra befolkningen (15–74 år) växa mer än tidigare förväntat, till följd av att Migrationsverket har reviderat upp sin prognos för asylinvandringen. Därmed har också Riksbankens bedömning av utbudet av arbetskraft reviderats upp något. Sammantaget bidrar den nya bedömningen av befolkningsutvecklingen till att Riksbankens prognos för både sysselsättning och arbetslöshet har reviderats upp något. Sysselsättningsgraden i åldern 15–74 år, det vill säga sysselsatta som andel av befolkningen i denna åldersgrupp, väntas ligga kvar på dagens nivå på 66,5 procent (se diagram 1:20). Samtidigt väntas arbetskraftsdeltagandet mattas av till följd av den demografiska utvecklingen. I slutet av prognosperioden bedöms arbetslösheten uppgå till 6,7 procent, vilket är något högre än tidigare bedömning (se diagram 1:21).

### ■ Resursutnyttjandet stiger framöver

Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet i ekonomin stigit något det senaste året, men fortfarande är lägre än normalt. Antalet vakanser, det vill säga lediga jobb som skulle kunna tillsättas omedelbart, har stigit, samtidigt som rekryteringstiderna har blivit längre. Indikatorer på brist på arbetskraft har ökat den senaste tiden, framförallt inom byggindustrin. Riksbankens indikator för resursutnyttjandet har stigit de senaste två åren, men indikerar också att resursutnyttjandet fortfarande är lägre än normalt (se diagram 1:22). Kapacitetsutnyttjandet i tillverkningsindustrin, som enligt Konjunkturbarometern är lägre än ett historiskt snitt, tyder på samma sak.

Det mycket låga ränteläget tillsammans med en ökande global och inhemsk efterfrågan väntas bidra till att resursutnyttjandet stiger framöver och under loppet av 2016 bedöms resursutnyttjandet bli ungefär normalt (se diagram 1:23).



## ■ Löneökningstakten stiger gradvis

Enligt Medlingsinstitutets sammanställning uppgår de avtalade löneökningarna 2015 till 2,3 procent. Lokal lönebildning bidrar till att de slutliga lönerna normalt blir högre än vad avtalen visar. Riksbanken bedömer dock att skillnaden mellan faktiska löneutfall och avtal blir måttlig 2015 och att lönerna enligt konjunkturlönestatistiken ökar med 2,9 procent 2015, vilket är en något långsammare takt än 2014. I takt med att konjunkturen förbättras bedöms lönerna enligt konjunkturlönestatistiken öka med omkring 3,5 procent per år 2016 och 2017.

Nästa stora avtalsrörelse äger rum under 2016, då löneavtal för omkring 3 miljoner anställda i privat och offentlig sektor löper ut. En stor del av kollektivavtalen löper ut den sista mars detta år. Förutom bedömningar av framtida löneavtal är konjunktur- och arbetsmarknadsutvecklingen viktiga faktorer för Riksbankens prognoser för löneutvecklingen framöver.

Produktivitetstillväxten i svensk ekonomi är svag i år men bedöms bli starkare nästa år. Mot slutet av prognosperioden bedöms produktiviteten växa med 1,7 procent, nära ett historiskt genomsnitt sedan 1994. Sammantaget innebär detta att tillväxten i arbetskostnaderna per producerad enhet hamnar på 2 procent 2017 (se diagram 1:24). Det är i linje med ett historiskt genomsnitt från 1994. Prognosen för kostnadstrycket i svensk ekonomi är i stort sett oförändrad jämfört med bedömningen i december.

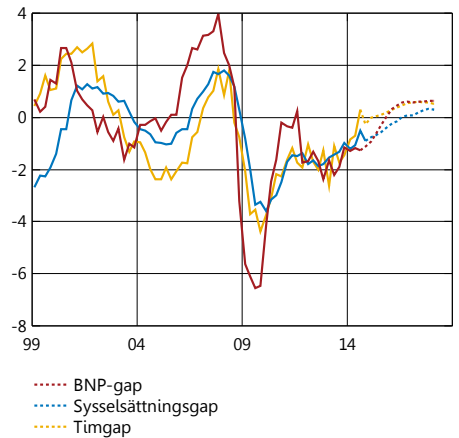
## ■ Inflationen är mycket låg

Mätt med KPI är inflationen negativ i dagsläget och bedöms inte bli positiv förrän mitten av 2015. Att inflationen är så låg beror delvis på att hushållens räntekostnader för bolån har sjunkit, vilket i sin tur beror på att reporäntan gradvis blivit allt lägre. Men även när man bortser från den effekten är inflationen betydligt lägre än Riksbankens mål. Den årliga ökningstakten i KPIF uppgick till 0,5 procent i december. I viss mån beror den låga inflationen på lägre energipriser. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi tycks ha bottnat och var i december 1,1 procent.

Sett i ett längre perspektiv finns det flera förklaringar till att inflationen är låg. Bland annat har svag efterfrågan bidragit till att ökningstakten i de internationella priserna varit långsam. Det har alltså funnits lediga resurser på arbetsmarknaden och företagen har haft svårt att föra över sina kostnadsökningar till priserna i konsumentledet. Enligt Riksbankens företagsundersökning som genomfördes i januari finns tecken på att inflationen dessutom har hållits tillbaka av strukturella förändringar, såsom ökad konkurrens (se även fördjupningen "Digitaliseringen och inflationen").

Den låga inflationen är dock inte bara en svensk företeelse. Under det senaste året har mönstret varit likartat i ett flertal länder med en nedgång i ökningstakten i många undergrupper i konsumentprisindex. Särskilt tjänstepriserna har ökat långsamt det senaste året i

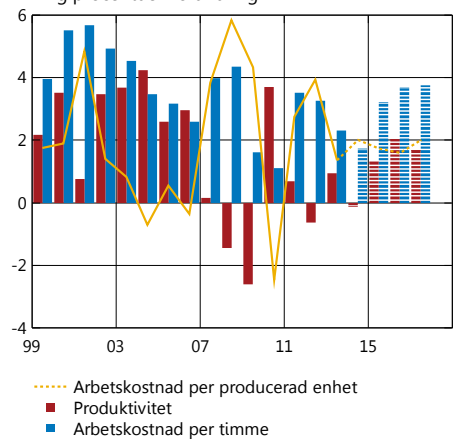
**Diagram 1:23. BNP-gap, sysselsättningsgap och timgap**  
Procent



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

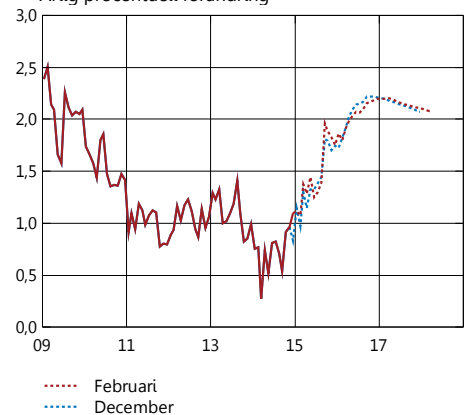
Källor: SCB och Riksbanken

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



Källor: SCB och Riksbanken

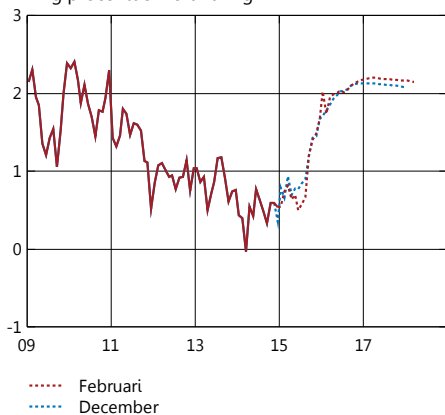
**Diagram 1:25. KPIF exklusive energi**  
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

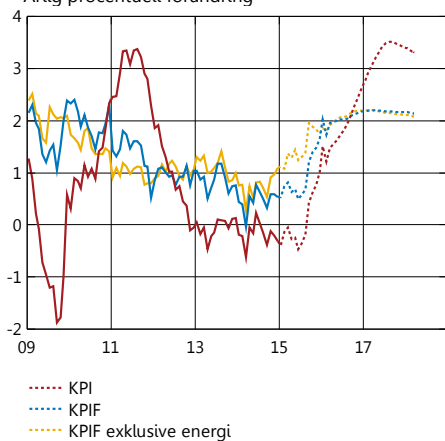
Källor: SCB och Riksbanken

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



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

**Diagram 1:27. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi**  
Årlig procentuell förändring



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

både Sverige och euroområdet (se fördjupning "Låg inflation – inte bara ett svenskt fenomen").

### ■ Prisfallet på olja drar ner inflationen det närmaste året

En förklaring till den låga inflationen på senare tid är att oljepriset fallit kraftigt. Under februari har oljepriset varit högre än de lägsta noteringarna i januari, sammantaget är dock oljepriset på en lägre nivå än i föregående prognos. Terminalsprissättningen på marknaden för råolja tyder på att oljepriset kommer att stiga snabbare framöver än tidigare väntat (se diagram 1:1). Den direkta effekten av fallet i oljepriset väntas därmed dämpa inflationen i något högre grad 2015, men å andra sidan bidra till högre inflation 2016. Förutom direkta effekter på drivmedelspriser uppstår även fördröjda effekter då det låga oljepriset dämpar andra kostnader och priser, exempelvis transportkostnader (se även fördjupningen "Effekter av oljeprisfallet på den globala ekonomin").

Sedan prognosen i december har också prognosen för växelkursen reviderats. Kronan väntas nu förbli svag en längre tid, vilket dämpar effekten av de fallande energipriserna och bidrar till att hålla uppe inflationen. KPIF-inflationen exklusive energi har dessutom överraskat på uppsidan de senaste månaderna och det finns tecken på att den har bottnat. Till exempel har priserna i både producent- och importled fortsatt stiga (se diagram 3:26). Sammantaget har prognosen för KPIF exklusive energi reviderats upp något det närmaste året, trots att indirekta effekter av oljeprisfallet väntas dämpa inflationen (se diagram 1:25).

### ■ Inflationen stiger framöver

I takt med att konjunkturen i omvärlden gradvis förbättras ökar efterfrågan på svenska varor och tjänster. Tillsammans med en allt starkare inhemsk efterfrågan innebär detta att resursutnyttjandet successivt stiger i den svenska ekonomin. Den låga reporäntan bidrar till den utvecklingen. Under senare delen av prognosperioden väntas löneökningarna gradvis bli högre och möjligheterna för företagen att höja sina priser bli större.

Samtantaget är förutsättningarna goda för att inflationen ska stiga under kommande år. KPIF-inflationen väntas öka under andra halvan av 2015 för att i slutet av året uppgå till drygt 1,5 procent (se diagram 1:26). Inflationen enligt KPIF exklusive energi stiger till en början snabbare för att senare under prognosperioden sammanfalla med KPIF-inflationen och nå 2 procent under inledningen av 2016. Hushållens räntekostnader för bolån stiger när reporäntan börjar höjas. Det leder i sin tur till att KPI-inflationen ökar snabbare än KPIF-inflationen 2016 och 2017 (se diagram 1:27). Ökningstakten i KPI väntas som högst bli 3,5 procent under andra halvåret 2017 (se diagram 1:28). I perioder med stora ränteförändringar ger KPIF-inflationen, som inte inkluderar den direkta effekten av ändrade

räntor, en bättre bild av inflationstrycket än KPI. På lång sikt sammanfaller dock KPI- och KPIF-inflationen.

## Penningpolitiska överväganden

Riksbankens direktion har beslutat att sänka reporäntan med 0,1 procentenheter till  $-0,10$  procent och att återställa räntorna på finjusterande transaktioner till reporäntan  $\pm 0,1$  procentenheter. Därtill har reporäntebanan justerats ned något. Direktionen har också beslutat att köpa nominella statsobligationer till ett belopp av 10 miljarder kronor. Om detta inte räcker för att inflationen ska stiga mot målet kan Riksbanken snabbt göra penningpolitiken ännu mer expansiv. De vidtagna åtgärderna och beredskapen att göra mer understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

### ■ Den svenska konjunktoren stärks men inflationen är för låg

Återhämtningen i omvärlden som helhet väntas fortsätta de närmaste åren, även om den går långsamt. Sedan i december har riskbilden för omvärlden dock förändrats, med ökad osäkerhet om konjunkturutvecklingen och ökad volatilitet på finansiella marknader. Oljepriset har fallit vilket är positivt för den globala tillväxten men har samtidigt lett till låg global inflation. Förutom rörelserna i oljepriset beror den ökade osäkerheten också bland annat på den senaste tidens utveckling i Grekland och Ryssland. Konjunkturutvecklingen skiljer sig åt mellan länder och regioner. Det tar sig uttryck i ökade skillnader i penningpolitiken. I USA och Storbritannien förväntas centralbankerna höja sina styrräntor i år, medan ECB och flera andra centralbanker har gjort penningpolitiken mer expansiv. Dessa skillnader har bidragit till stora rörelser på valutamarknaderna.

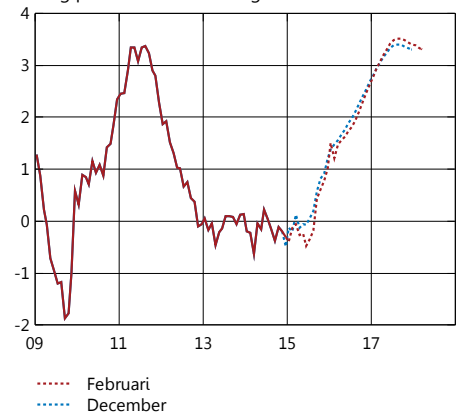
Den svenska konjunktoren fortsätter att förbättras i linje med prognosen i december. En svag omvärldsutveckling dämpar tillväxten men motverkas något av oljeprisfallet och den svaga kronan. Efter en inbromsning i slutet av fjolåret bedöms arbetsmarknaden förstärkas.

Inflationen är fortfarande låg även om den blev något högre än förväntat i december. Det finns nu tecken på att den underliggande inflationen, illustrerat av KPIF-inflationen exklusive energi, har bottnat och är på väg upp. Kronan har blivit svagare än väntat vilket också bidrar till något högre underliggande inflation framöver. Låga energipriser bedöms dock hålla ned KPIF-inflationen det närmaste året. I takt med att resursutnyttjandet stiger väntas lönerna öka snabbare och det blir lättare för företagen att föra vidare sina kostnadsökningar. KPIF-inflationen väntas därmed stiga och nå 2 procent under mitten av 2016.

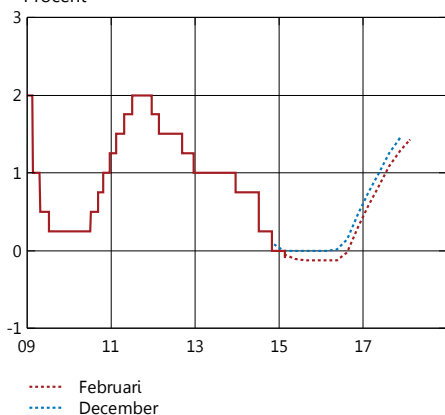
### ■ Lägre räntor ger stöd åt inflationsuppgången

Inflationen har på senare tid utvecklats ungefär som förväntat men det finns en risk att lägre oljepriser dämpar inflationsförväntningarna

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

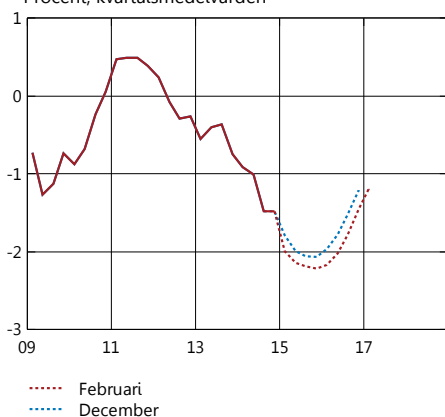


Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:29. Reporänta**  
Procent

Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

**Diagram 1:30. 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.

Källor: SCB och Riksbanken

och därmed inflationen mer än vad som antagits i prognosen. Till detta kommer den ökade osäkerheten om utvecklingen i omvärlden och på finansiella marknader. För att understödja uppgången i den underliggande inflationen så att KPIF-inflationen närmar sig 2 procent och för att de långsiktiga inflationsförväntningarna ska vara förenliga med inflationsmålet behövs en mer expansiv penningpolitik.

Reporäntan sänks nu till  $-0,10$  procent och reporäntebanan justeras ned. På samma gång återställs räntorna på finjusterande transaktioner. Kortare marknadsräntor väntas därmed sjunka vilket leder till lägre finansieringskostnader för bankerna och lägre räntor till hushåll och företag. Lägre räntor i ekonomin stimulerar konsumtion och investeringar vilket bedöms leda till att efterfrågan stiger och inflationstrycket ökar. En lägre ränta väntas även ge en något svagare växelkurs vilket leder till högre priser på importerade varor och en högre inflation.

Räntebanan innebär att reporäntan ligger kvar på  $-0,10$  procent tills KPIF-inflationen är nära 2 procent. Först under andra halvåret 2016 bedöms det vara lämpligt att börja höja reporäntan. Då är KPIF-inflationen nära 2 procent, BNP-tillväxten har varit relativt hög i drygt ett år och arbetslösheten har fallit en tid. Reporäntan stiger därefter gradvis och når  $1,4$  procent i början av 2018. Det är en mycket låg reporänta i ett skede då konjunkturen är god, resursutnyttjandet är nära sin normala nivå och KPIF-inflationen är i linje med inflationsmålet. Både den nominella och reala reporäntan är lägre än i den penningpolitiska uppföljningen i december (se diagram 1:29 och 1:30).

När räntan är nära sin nedre gräns kan penningpolitiken göras mer expansiv genom köp av statsobligationer. Inom kort kommer Riksbanken att genomföra sådana köp till ett belopp av 10 miljarder kronor. Även denna åtgärd bidrar till att göra penningpolitiken mer expansiv. Om behov finns är Riksbanken beredd att snabbt köpa statsobligationer i betydligt större skala.

### ■ Mer expansiv penningpolitik, och beredskap att göra mer

De åtgärder som Riksbanken nu vidtar med sänkt reporänta, återställda räntor på finjusterande transaktioner och köp av statsobligationer understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen. För att säkerställa att inflationen stiger mot målet är Riksbanken redo att vid behov snabbt, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Det handlar i första hand om att sänka reporäntan ytterligare, skjuta höjningar av reporäntan på framtiden och utöka köpen av statsobligationer. Därtill kan det bli aktuellt med ett program för utlåning till företag via banker (se fördjupningen "Riksbankens kompletterande penningpolitiska åtgärder").

### ■ Åtgärder behövs för att dämpa riskerna med hushållens skuldsättning

Den expansiva penningpolitiken ger fortsatt stimulans åt konjunkturen men bidrar även till att trenderna med stigande bostadspriser och skuldsättning hos hushållen fortsätter. Detta ökar sårbarheten i svensk ekonomi. Finansinspektionens förslag om ett amorteringskrav är ett steg i rätt riktning, men bedöms endast få marginella effekter på hushållens skuldsättning. Det krävs därför ytterligare åtgärder för att minska riskerna. Sådana åtgärder kommer att behöva införas gradvis under en längre tidsperiod. Ansvar för detta vilar på andra politikområden än penningpolitiken. Bland de tänkbara åtgärderna finns en skärpning av bolånetaket, en begränsning av andelen bolån till rörlig ränta, en justering av ränteavdragen, ett införande av miniminivåer i bankernas kvar-att-leva-på-kalkyler samt en utökad boendebeskattning. Dessutom är åtgärder som ökar utbudet av bostäder och leder till en bättre fungerande bostadsmarknad nödvändiga.

### ■ Osäkerhet i konjunktur- och inflationsutsikterna

Sedan i december har riskbilden för omvärlden förändrats, med ökad osäkerhet om konjunkturutvecklingen och ökad volatilitet på finansiella marknader. Om utvecklingen förvärras i till exempel Grekland, Ryssland eller Ukraina kan spridningseffekterna till euroområdet och, i förlängningen, Sverige bli större än vad som antas i huvudscenariot.

Kronans växelkurs har sedan december fortsatt att försvagas. Det är framförallt den amerikanska dollarn som har förstärks mot många valutor. Kronan förväntas ligga kvar ungefär på dagens nivå under den närmaste tiden för att därefter långsamt stärkas i handelsvägda termer. Men skillnader mellan penningpolitiken i olika länder och regioner samt ECB:s stora tillgångsköp gör växelkursen ovanligt svårbedömd, och det kan inte uteslutas att kronan förstärks tidigare och snabbare än i prognosen. Det skulle i så fall kunna leda till att det tar längre tid innan inflationen stiger mot målet.

Inflationen väntas stiga gradvis i takt med att konjunkturen stärks både i omvärlden och i Sverige. De nu vidtagna åtgärderna bidrar till detta genom att stimulera efterfrågan. Flera faktorer skapar dock osäkerhet om hur snabbt inflationen kommer att stiga framöver. Världsmarknadspriset på olja har det senaste halvåret sjunkit kraftigt, vilket lett till lägre energipriser. Detta dämpar KPI-inflationen både direkt via lägre priser på drivmedel och el, och indirekt via lägre prisökningar på övriga varor och på tjänster. Hur stora dessa indirekta effekter blir är svårt att avgöra och det finns en risk att inflationen blir lägre än i huvudscenariot. Särskilt allvarligt är det om de låga energipriserna leder till ett tydligt fall i inflationsförväntningarna hos företag, hushåll och arbetsmarknadens parter. I kapitel 2 i denna rapport diskuteras ett sådant scenario, där lägre långsiktiga inflationsförväntningar leder till att inflationen stiger betydligt lång-

sammare än i huvudscenariot och där penningpolitiken därför behöver göras än mer expansiv.

Bostadspriserna ökar snabbt. I prognosen faller prisökningstakten visserligen tillbaka något, men under de närmaste åren väntas bostadspriserna trots det växa betydligt snabbare än hushållens disponibla inkomster. Även kvoten mellan hushållens skulder och de disponibla inkomsterna stiger. En fortsatt trend uppåt i skuldkvoten medför en risk för att ekonomin utvecklas på ett sätt som inte är långsiktigt hållbart. Om hushållen av ett eller annat skäl skulle minska sina skulder snabbt kan efterfrågan och arbetslösheten påverkas kraftigt. I så fall kan det också medföra långvariga svårigheter att stabilisera inflationen runt inflationsmålet.

De vidtagna åtgärderna visar att Riksbanken är redo att vid behov snabbt agera, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv och säkerställa att inflationen stiger mot målet (se fördjupningen " Riksbankens kompletterande penningpolitiska åtgärder").

## ■ KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker

**I detta kapitel presenteras två alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen, och hur penningpolitiken kan komma att utformas om dessa scenarier skulle bli verklighet.**

**Världsmarknadspriset på olja har ungefär halverats sedan juni 2014. Prisfallet bedöms till största del bero på ett ökat utbud av olja och väntas därför bidra till att stärka återhämtningen i omvärlden och i Sverige. Effekterna är dock osäkra och i huvudscenariot bedöms svensk BNP påverkas måttligt. I ett mer gynnsamt scenario får oljeprisfallet större positiva effekter på BNP-tillväxten. Inflationen blir då också något högre än i huvudscenariot men eftersom inflationen är låg i utgångsläget finns ändå utrymme för penningpolitiken att avvakta med räntehöjningar.**

**Fallet i oljepriset verkar dämpande på svensk inflation. Hur mycket inflationen dämpas beror bland annat på hur inflationsförväntningarna påverkas. När inflationen redan i utgångsläget är låg och har varit låg under en lång tid finns det en risk för att det låga oljepriset spiller över i ännu lägre inflationsförväntningar. I ett sådant scenario tar det längre tid innan KPIF-inflationen når 2 procent och penningpolitiken behöver då bli ännu mer expansiv.**

Oljepriset har fallit med cirka 50 procent sedan juni 2014. I huvudscenariot antas att prisfallet det senaste halvåret till stor del beror på att utbudet av olja har ökat. Dessutom har en svagare global tillväxt bidragit till att den globala efterfrågan på olja successivt reviderats ned. Oljeprisfallet bidrar, allt annat lika, till en lägre inflationsprognos. Och eftersom en ökning av oljeutbudet antas vara den viktigaste orsaken till prisfallet bidrar det också till att BNP-tillväxten påverkas positivt.

Osäkerheten om oljeprisets utveckling framöver är stor. Om oljepriset exempelvis skulle stiga snabbt igen blir effekterna på inflationen tillfälliga. Om oljepriset i stället skulle falla ytterligare från dagens nivå skulle det bidra till ännu lägre inflation. Men här bortses från denna osäkerhet om oljeprisets utveckling. Istället fokuserar vi på svårigheterna i att bedöma hur ett visst oljeprisfall påverkar den svenska ekonomin.

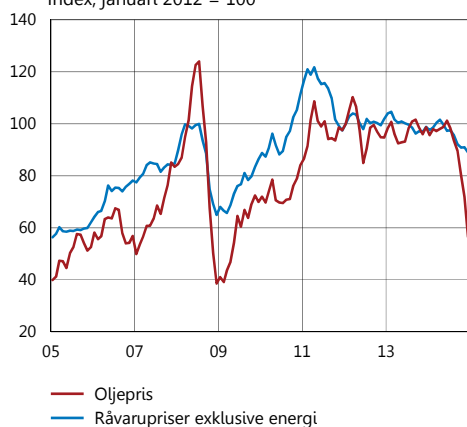
En svårighet består i att uppskatta den relativa betydelsen av olika drivkrafter bakom oljeprisfallet. Hur stor del av prisfallet beror av ett ökat utbud av olja, och hur stor del beror av sämre globala tillväxtutsikter? En annan svårighet handlar om att avgöra storleken på de effekter som exempelvis ett ökat oljeutbud har på BNP-tillväxt och inflation. En jämförelse av ett antal olika studier av dessa effekter visar på en förhållandevis stor spridning i resultaten.<sup>3</sup>

Det första alternativscenariot illustrerar att de realekonomiska effekterna av ett oljeprisfall orsakat av ett ökat utbud av olja är osäkra.<sup>4</sup> I huvudscenariot finns ett antagande om att storleken på dessa effekter är ganska måttliga. Ett varaktigt prisfall på 10 procent bedöms innebära att BNP-nivån på sikt blir cirka 0,1 procentenheter högre. I alternativscenariot antas i stället att den positiva effekten på BNP blir större. Inflationen påverkas dock ganska lite i scenariot och penningpolitiken behöver därför inte reagera.

<sup>3</sup> Se tabell A1 i fördjupningen "Effekter av oljeprisfallet på den globala ekonomin" i denna penningpolitiska rapport.

<sup>4</sup> Scenarierna i detta kapitel är konstruerade med Riksbankens allmänna jämviktsmodell Ramses. För en beskrivning av modellen, se Adolfsen, M., Laséen, S., Christiano, L., Trabandt M. och Walentin, K., "Ramses II: Model description", Occasional Paper nr 12, 2013.

**Diagram 2:1. Råvarupriser**  
Index, januari 2012 = 100



Anm. IMF:s oljeprisindex är ett oviktat medelvärde av Brent, WTI och Dubai Fateh. Råvaror exklusive energi består av livsmedel, jordbruksvaror och metaller. Månadsdata t.o.m. december 2014.  
Källa: IMF

Det andra alternativscenariot belyser att effekterna på inflationsförväntningarna och inflationen är osäkra. Inflationen i Sverige är låg och har varit låg under en längre tid. Samtidigt har inflationsförväntningarna sjunkit gradvis de senaste åren (se diagram 3:27). I detta läge finns en risk att oljeprisfallet påverkar inflationsförväntningarna ytterligare. Detta förstärker effekterna på inflationen och det tar då längre tid för inflationen att nå tillbaka till 2 procent. I ett sådant scenario behöver därför penningpolitiken bli mer expansiv.

## Oljeprisfallet beror till stor del på ett ökat utbud av olja<sup>5</sup>

Oljepriset i dollar har fallit med cirka 50 procent sedan juni 2014. Prisrörelserna för olika råvaror samvarierar, men under det senaste halvåret har fallet i oljepriset varit betydligt större än prisfallen för många andra råvaror (se diagram 2:1). Detta tyder på att faktorer som är specifika för produktionen av olja i stor utsträckning ligger bakom prisfallet. Enligt Arezki och Blanchard (2014) kan 65–80 procent av oljeprisfallet till och med december förra året förklaras av att utbudet ökat.<sup>6</sup>

Vilken relativ betydelse de bakomliggande faktorerna har för oljeprisutvecklingen är dock osäkert. Under 2000-talet berodde den trendmässiga uppgången i råvarupriserna främst på en ökad efterfrågan på råvaror i utvecklingsländerna, och då framför allt i Kina. Denna stigande internationella efterfrågan har samtidigt påverkat den svenska handeln med omvärlden positivt. Höga råvarupriser har då sammanfallit med en relativt god ekonomisk utveckling i Sverige.

Under senare tid har dock utbudet påverkat priserna mer än efterfrågan. Produktionen av skifferolja har exempelvis ökat kraftigt i USA de senaste åren, vilket har fått varaktiga effekter på utbudet. Sedan sommaren 2014 har oljeproduktionen ökat också i Ryssland, Irak och Libyen. Fallet i oljepriset förstärktes ytterligare under senhösten då oljekartellen OPEC beslutade att inte minska sin produktion av olja. Med ett oljepris runt 60 dollar visar beräkningar att cirka en tredjedel av oljeproduktionen i världen är olönsam.<sup>7</sup> På längre sikt kommer därför prisfallet sannolikt leda till en dämpning i utbudet och en uppgång i oljepriset, vilket avspeglas i terminspriserna på råolja (se diagram 1:1).

Förändringar i energipriser påverkar inflationstakten relativt snabbt. Effekterna kan delas upp i direkta och indirekta effekter. Den direkta effekten beror på att oljelerade produkter som drivmedel och eldningsolja ingår i de vanliga måtten på inflation. Storleken på denna direkta effekt kan beräknas utifrån förändringarna i oljepriset, och den beror i mindre utsträckning på orsakerna till prisfallet. De indirekta effekterna uppkommer då priserna på andra varor och

<sup>5</sup> I fördjupningen "Effekter av oljeprisfallet på den globala ekonomin" i denna penningpolitiska rapport görs en bredare analys av orsakerna bakom oljeprisfallet och effekterna på världsekonomin.

<sup>6</sup> Arezki och Blanchard (2014), "Seven questions about the recent oil price slump", IMFdirect blog, 22:a december 2014. Se även Världsbanken (2015), "Global economic prospects", som gör en liknande bedömning.  
<sup>7</sup> Bank of Canada, *Monetary Policy Report*, January 2015.



tjänster påverkas. Ett exempel är att kostnaderna för transporter med lastbil blir lägre när bensinen blir billigare<sup>8</sup>

Drivkrafterna bakom nedgången i oljepriset blir mer avgörande för att uppskatta de realekonomiska effekterna. Om oljepriset faller till följd av ett större utbud av olja så ökar hushållens konsumtionsutrymme samtidigt som företagens kostnader minskar. Oljeprisfallet får då effekter som liknar effekterna av en skattesänkning. Om oljeprisfallet i stället orsakas av en svagare konjunktur i omvärlden så över-skuggas de positiva effekterna av en minskad efterfrågan på svensk export, och dessutom minskar förtroendet bland hushållen. Ett exempel på detta är oljeprisfallet i samband med den finansiella krisen 2008–2009.

## Scenario: större effekter på BNP av ett ökat utbud av olja

I huvudscenariot antas måttliga positiva effekter av ett lägre oljepris på svensk BNP. Ett tioprocentigt fall i oljepriset som beror på ett ökat utbud av olja bedöms innebära att BNP-nivån i slutet på prognosperioden, allt annat lika, blir 0,1 procent högre. I detta scenario antas att denna effekt i stället blir 0,3 procent. Även effekterna på omvärldens BNP antas vara större än i huvudscenariot.

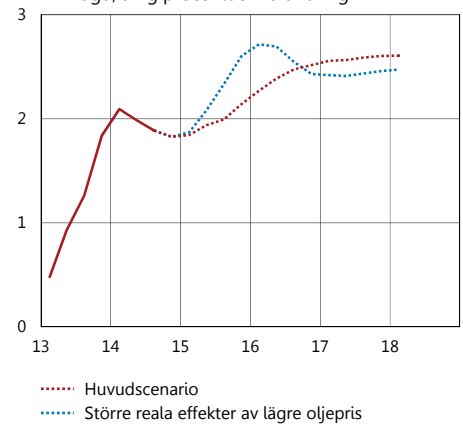
Effekterna av ett oljeprisfall kan beräknas med en ekonometrisk modell. En rad antaganden måste då göras och osäkerheten i sådana skattningar är stor. De skattade effekterna beror bland annat på hur modellen ifråga är konstruerad och vilken tidsperiod man studerar. Ett sätt att illustrera denna osäkerhet är att sammanställa resultaten från ett antal olika studier.<sup>9</sup>

Det kan också vara svårt att med någon större precision avgöra i vilken grad ett oljeprisfall beror på olika faktorer. Både ett ökat utbud av olja respektive en svagare internationell efterfrågan leder normalt till ett lägre oljepris, men effekterna på BNP blir olika. Om exempelvis ett ökat utbud tillmäts en större betydelse än i huvudscenariot för att förklara oljeprisfallet blir de positiva effekterna på BNP-tillväxten större.

Ett ökat utbud av olja påverkar den svenska ekonomin via två direkta effekter. Hushållens konsumtionsutrymme ökar då en mindre andel av inkomsterna spenderas på oljerelaterade varor, till exempel bensin (en positiv efterfrågeeffekt). Samtidigt minskar företagens energikostnader vilket innebär att produktionen kan öka utan att företagens totala kostnader ökar (en positiv utbudseffekt).

I scenariot växer BNP i den KIX-viktade omvärlden snabbare (se diagram 2:2). Efterfrågan på svenska exportvaror ökar då snabbare. Detta bidrar, tillsammans med de direkta effekterna, till att svensk BNP växer snabbare än i huvudscenariot (se diagram 2:3). En högre tillväxt innebär också att efterfrågan på arbetskraft växer något

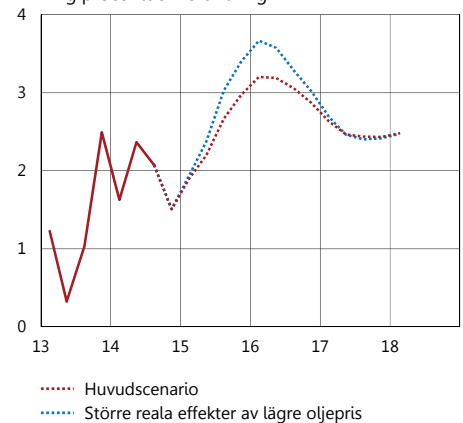
**Diagram 2.2. BNP i omvärlden**  
KIX-vägd, årlig procentuell förändring



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

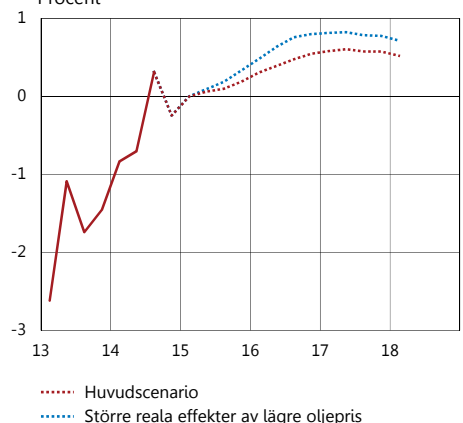
Källor: Nationella källor och Riksbanken

**Diagram 2.3. BNP**  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2.4. Timgap**  
Procent



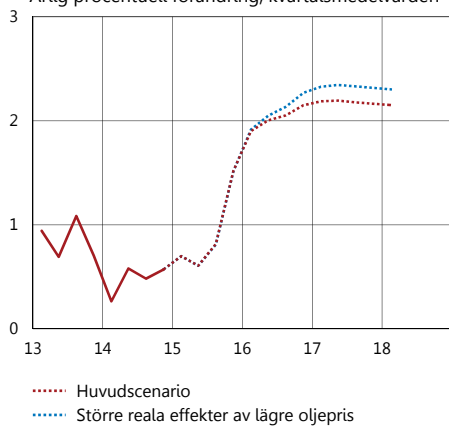
Källor: SCB och Riksbanken

<sup>8</sup> M. Bjellerup och M. Lof, "Oljeprisets effekter på svensk inflation", *Ekonomiska kommentarer* nr 4, 2008, Sveriges riksbank.

<sup>9</sup> Se tabell A1 i fördjupningen "Effekter av oljeprisfallet på den globala ekonomin" i denna penningpolitiska rapport.

**Diagram 2:5. KPIF**

Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

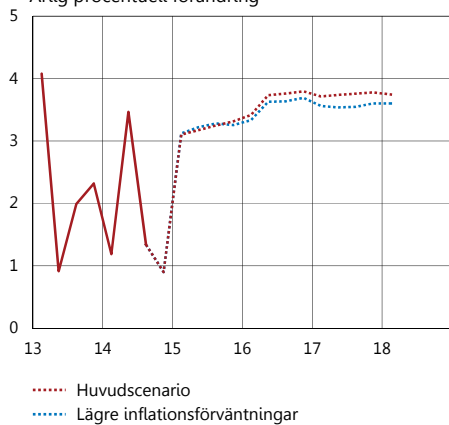


Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:6. Nominella löner**

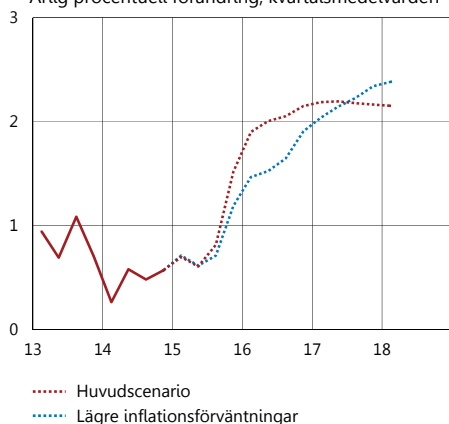
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:7. KPIF**

Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

snabbare, vilket här illustreras av att timgapet blir högre (se diagram 2:4). En ökad rekrytering bland företagen bidrar till löneökningar som är något högre än i huvudscenariot, och till att kostnaderna stiger lite snabbare. På så sätt leder det högre resursutnyttjande också till att inflationen blir något högre än i huvudscenariot (se diagram 2:5).

Att inflationen och resursutnyttjandet blir något högre än i huvudscenariot kunde tala för en något högre ränta. Men eftersom effekterna på inflationen är relativt små blir även effekterna på reporäntan, enligt en enkel penningpolitisk handlingsregel, ganska små.<sup>10</sup> Mot prognosperiodens slut börjar dessutom resursutnyttjandet att normaliseras, samtidigt som KPIF-inflationen närmar sig 2 procent. Därmed framstår behovet av en mer åtstramande penningpolitik som begränsat och räntebanan antas därför vara oförändrad.

I scenariot antas, sammanfattningsvis, att de positiva effekterna av ett lägre oljepris på realekonomin blir större än i huvudscenariot. Ett sådant scenario är gynnsamt för svensk ekonomi. Samtidigt är inflationen och inflationsförväntningarna låga i dagsläget. Det finns därför utrymme för Riksbanken att avvakta med reporäntehöjningar även om inflationen skulle stiga något snabbare än i huvudscenariot.

## Scenario: oljeprisfallet påverkar inflationsförväntningarna

I detta scenario antas att fallet i oljepriset, via påverkan på inflationsförväntningarna, får större effekter på inflationen än vad som är fallet i huvudscenariot. Ehrmann (2014) visar i en empirisk studie att i länder med inflationsmålspolitik där inflationen varit låg under en längre tid brukar inflationsförväntningarna påverkas på flera sätt. Bland annat blir förväntningarna ofta mer bakåtblickande, vilket innebär att de i högre grad styrs av den faktiska inflationen och därmed i mindre utsträckning av centralbankens inflationsmål. Förväntningarna påverkas vidare annorlunda av olika inflationsutfall. När inflationen visar sig bli lägre än förväntat påverkar detta förväntningarna mer än då inflationen blir högre än väntat. Därtill skiljer sig inflationsprognoserna åt mer mellan olika prognosmakare. Sammanfattningsvis innebär detta att inflationsförväntningarna är mindre förankrade vid centralbankens inflationsmål i länder som upplevt låg inflation under en längre tid.<sup>11</sup>

Inflationen i Sverige har varit låg under en tid och inflationsförväntningarna på längre sikt har sjunkit gradvis (se diagram 3:27). Med detta utgångsläge finns alltså en risk att oljeprisfallet kan påverka inflationsförväntningarna mer än normalt.

I scenariot antas svenska företag påverkas mer av den senaste tidens inflationsutveckling, och i synnerhet av oljeprisfallet, när de sätter sina priser. Detta innebär att inflationsförväntningarna blir

<sup>10</sup> I Ramses beskrivs penningpolitiken av en handlingsregel där reporäntan beror positivt på inflationen och resursutnyttjandet, mätt med timgapet.

<sup>11</sup> Ehrmann, Michael (2014), "Targeting inflation from below – how do inflation expectations behave?", Working Paper 2014-52, Bank of Canada.

lägre än i huvudscenariot. Därigenom förstärks effekterna av oljeprisfallet på inflationen. I scenariot antas att inflationsförväntningarna på ett års sikt blir cirka 0,4 procentenheter lägre än i huvudscenariot. Samtidigt antas även att löneförväntningarna hos arbetsmarknadens parter i större utsträckning påverkas av att inflationen är låg.

Inflationsförväntningarna påverkar ekonomin via olika kanaler och de slutliga effekterna på den svenska ekonomin beror på hur penningpolitiken utformas. I scenariot antas penningpolitiken följa en enkel handlingsregel där reporäntan är det penningpolitiska instrument som finns att tillgå.

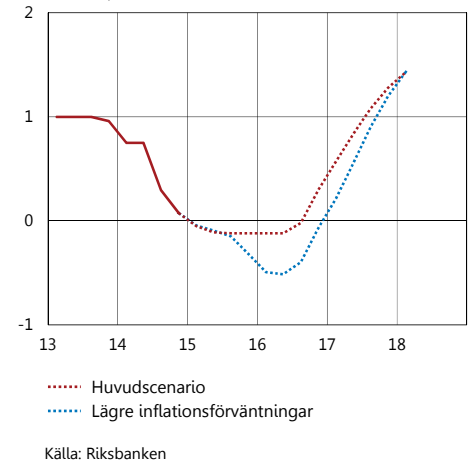
Låga inflationsförväntningar påverkar företagens prissättning och får därmed en direkt påverkan på inflationen. Eftersom även arbetsmarknadens parter förväntar sig lägre inflation i scenariot kan löneutvecklingen förväntas bli svagare än i huvudscenariot (se diagram 2:6). Att reallönerna blivit högre än väntat på grund av den låga inflationen de senaste åren kan också hålla tillbaka avtal och löneglidning. Detta medför att företagen förväntar sig lägre kostnadsökningar framöver, vilket gör att företagen höjer sina priser i långsammare takt. Inflationen blir därmed lägre och når upp till 2 procent först i början av 2017 (se diagram 2:7). Eftersom inflationen blir lägre än i huvudscenariot blir även reporäntan lägre (se diagram 2:8).

Inflationsförväntningarna påverkar även den förväntade realräntan. Om penningpolitiken hålls oförändrad skulle realräntan bli högre när inflationsförväntningarna sjunker. Hushåll och företag skulle då skjuta upp konsumtion och investeringar. Tillsammans med en långsammare löneökningstakt skulle detta bidra till att dämpa efterfrågan jämfört med huvudscenariot.

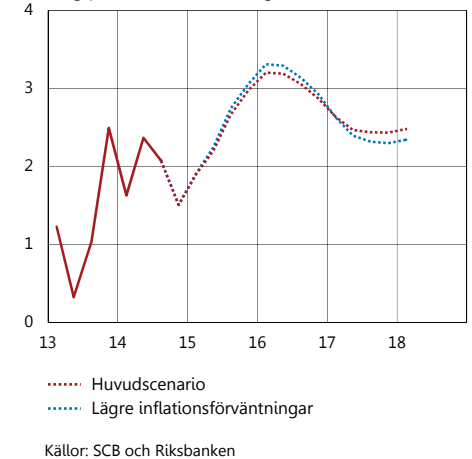
Eftersom penningpolitiken blir mer expansiv i scenariot påverkas dock realräntan i mindre utsträckning jämfört med huvudscenariot och de negativa effekterna på ekonomin mildras. Skillnaderna i den realekonomiska utvecklingen jämfört med huvudscenariot blir små (se diagram 2:9). Löneökningstakten och inflationen blir också högre än vad som skulle bli fallet med en oförändrad penningpolitik. Att löneökningstakten sammantaget ändå blir lägre än i huvudscenariot bidrar, utöver effekterna av en mer expansiv penningpolitik, till att efterfrågan på arbetskraft ökar. Detta illustreras av att timgapet blir något högre än i huvudscenariot (se diagram 2:10).

Sammanfattningsvis innebär scenariot att oljeprisfallet, via lägre inflationsförväntningar, får större påverkan på inflationen. Inflationen blir lägre än i huvudscenariot och därmed blir reporäntan lägre. Detta ska tolkas mer allmänt som att penningpolitiken behöver bli mer expansiv. Men det behöver inte nödvändigtvis innebära att reporäntan blir lägre utan liknande effekter kan uppnås med andra penningpolitiska åtgärder (se fördjupning "Riksbankens kompletterande penningpolitiska åtgärder").

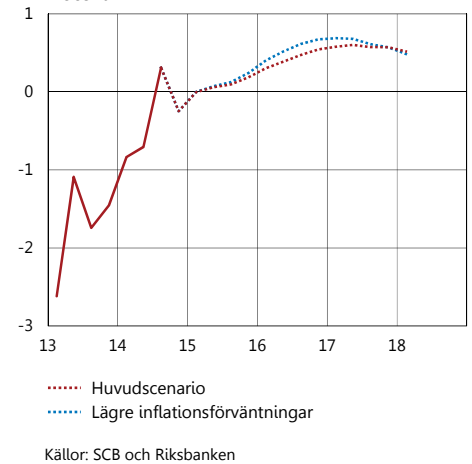
**Diagram 2:8. Reporänta**  
Procent, kvartalsmedelvärden



**Diagram 2:9. BNP**  
Årlig procentuell förändring



**Diagram 2:10. Timgap**  
Procent





## ■ KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin

I detta kapitel presenteras dels ny information sedan den penningpolitiska uppföljningen i december, dels bedömningen av den ekonomiska utvecklingen de närmaste kvartalen.

Den globala konjunktoren fortsätter att vara svag, men utvecklingen skiljer sig åt mellan flera av de stora ekonomierna. Den ekonomiska tillväxten i euroområdet väntas ha varit långsam under slutet av fjolåret och inledningen av 2015. Den amerikanska ekonomin väntas däremot växa tydligt snabbare under samma period. De låga oljepriserna antas ha stärkt den globala tillväxten och dämpat den på många håll redan låga inflationen. Utvecklingen på de finansiella marknaderna präglas bland annat av osäkerheten om hur den senaste tidens förändringar av penningpolitiken och de låga oljepriserna sammantaget kommer att påverka världsekonomin.

I Sverige fortsätter hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna att hålla uppe BNP-tillväxten. Tillväxten det tredje kvartalet var något svagare än normalt. Publicerad statistik tyder dock på en något starkare utveckling under det fjärde kvartalet och under det första kvartalet i år bedöms tillväxten tillta ytterligare något. Tillväxten i sysselsättningen och arbetskraftsdeltagandet dämpades och arbetslösheten var i stort sett oförändrad det fjärde kvartalet. Arbetslösheten bedöms dock minska i långsam takt den närmaste tiden.

Inflationen i Sverige fortsätter att vara låg även om den i december blev något högre än förväntat. Fallande el- och drivmedelspriser bidrog till den låga inflationen. I januari fortsatte dessa priser att falla samtidigt som råoljepriset på spot- och terminsmarknaden var lågt vilket bidrar till att prognosen för KPIF-inflationen har reviderats ned för de närmaste månaderna. KPIF-inflationen exklusive energipriserna, som uppgick till 1,1 procent i december, har däremot reviderats upp något för de närmaste månaderna.

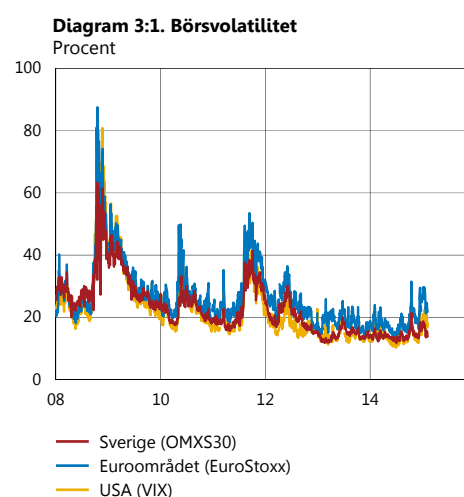
### Finansiella marknader

#### ■ Osäkra oljepriseffekter ger oro på de finansiella marknaderna

De internationella finansmarknaderna har sedan december präglats av det fortsatta fallet i oljepriset, och osäkerheten om vilka konsekvenser det kan få för världsekonomin. Det råder också en osäkerhet hos marknadsaktörerna om när Federal Reserve börjar höja sin styrrenta, och vilka konsekvenser det får i ett läge när exempelvis ECB och Bank of Japan fortsätter att föra en än mer expansiv penningpolitik. De finansiella marknaderna påverkades också av att den schweiziska centralbanken (SNB) avskaffade sitt valutagolv. Den ökade oron för den ekonomiska utvecklingen i Grekland och den fortsatta turbulensen kring Ryssland har också satt avtryck på de finansiella marknaderna.

Volatiliteten på aktie- och valutamarknaderna har ökat till nivåer som varit ovanliga de senaste åren (se diagram 3:1). Börsutvecklingen har kännetecknats av ganska stora rörelser, både uppåt och nedåt, men har sedan den penningpolitiska uppföljningen i december stigit något (se diagram 3:2). Den höga volatiliteten har inneburit en ökad efterfrågan på mer säkra tillgångar, såsom räntebärande värdepapper, vilket i sin tur medfört att avkastningen på dessa har sjunkit.

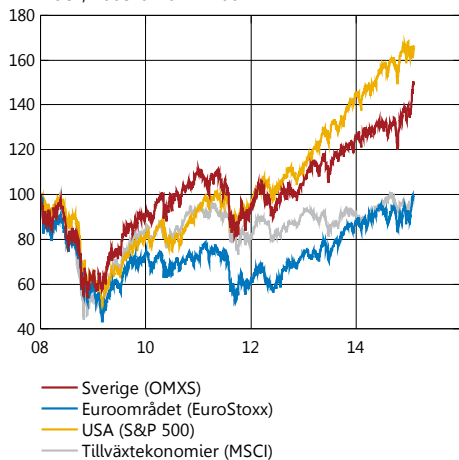
Den amerikanska dollarn har utvecklats starkt, vilket sannolikt är en konsekvens av att USA:s ekonomi är relativt stark och att den



Anm: Implicit volatilitet beräknad från indexoptionspriser.

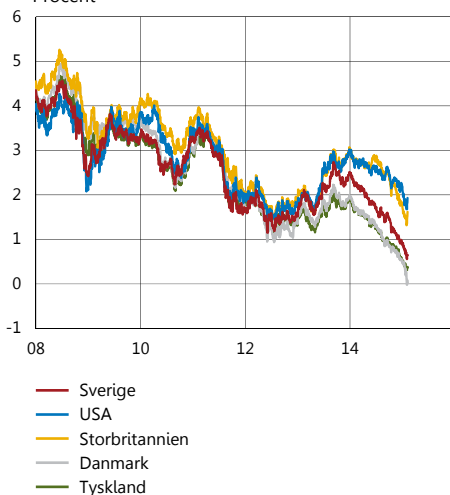
Källor: Reuters EcoWin, STOXX Limited och Chicago Board Options Exchange

**Diagram 3:2. Börsutveckling**  
Index, 2008-01-02 = 100



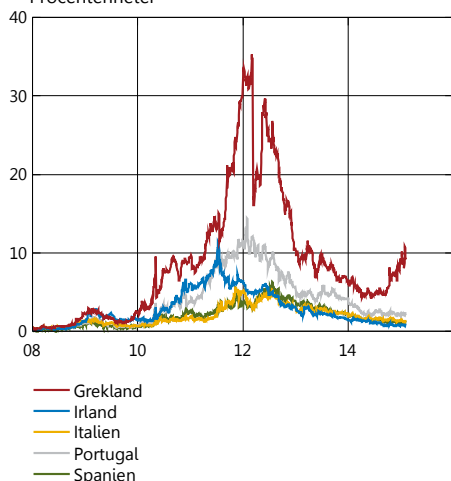
Källor: Macrobond, Morgan Stanley Capital International, Standard & Poor's och STOXX Limited

**Diagram 3:3. Statsobligationer, 10 års löptid**  
Procent



Källa: Macrobond

**Diagram 3:4. Skillnad i statsobligationsränta mot Tyskland**  
Procentenheter



Anm. Statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.  
Källa: Macrobond

amerikanska penningpolitiken väntas bli mindre expansiv än i många andra länder.

### ■ Statsobligationsräntor på rekordlåga nivåer

De långfristiga statsobligationsräntorna i exempelvis Tyskland, Storbritannien och Sverige är nu lägre än vid publiceringen av den penningpolitiska uppföljningen i december. I flera länder såsom Tyskland, Danmark och Sverige är räntorna på de tioåriga statsobligationerna på rekordlåga nivåer (se diagram 3:3). Detta kan delvis bero på att ECB kommer att göra penningpolitiken ännu mer expansiv genom att köpa långfristiga statsobligationer. Detta i ett läge då styrräntorna redan är på historiskt låga nivåer.

### ■ Skuldproblemen för Grekland åter i fokus

I Grekland innebar nyvalet den 25 januari ett regeringsskifte. Detta har ökat osäkerheten på de finansiella marknaderna om den nya grekiska regeringens förmåga att nå en överenskommelse med de internationella långgivarna (EU, ECB och IMF) om Greklands lånevillkor. Visserligen avslutas Greklands låneprogram med övriga euroländer och IMF den 28 februari, men den grekiska staten är i fortsatt behov av extern finansiering för att kunna betala räntorna och omfinansiera den existerande skulden till ECB och IMF. Grekiska banker, som har haft betydande utflöden från inlåningskonton under den senaste tiden, är också beroende av en finansiell livlina. Den senaste tiden har också de grekiska statsobligationsräntorna stigit kraftigt. Den 4 februari meddelade ECB att från den 11 februari kommer man inte längre tillåta grekiska statspapper som säkerhet vid lån. De grekiska bankerna får från detta datum vända sig till den grekiska centralbanken.

Andra skuldyngda länder i euroområdet har hittills inte påverkats av utvecklingen i Grekland. Statsobligationsräntorna i exempelvis Spanien och Italien har följt motsvarande räntor i övriga större euroländer (se diagram 3:4).

### ■ Oljepriset har fallit kraftigt

Oljepriset fortsatte att falla under december och början av januari. Priset på Brentolja har fallit med närmare 10 procent sedan den penningpolitiska rapporten i december och med omkring 50 procent sedan juni (se diagram 1:1). Prisfallet har lett till lägre aktiekurser för företag med kopplingar till oljeindustrin, vilket i sin tur haft en negativ påverkan på bredare börsindex. Samtidigt är ett lägre oljepris positivt för konsumenter och oljeberoende produktion, vilket gynnar tillväxten, se fördjupningen "Effekter av oljeprisfallet på den globala ekonomin". Osäkerheten kring varaktigheten och följdeffekterna av det senaste halvårets fall i oljepriset har dock gjort det svårare för investerare att bedöma hur den globala tillväxten kommer att utvecklas och har därmed bidragit till ökad volatilitet på de finansiella marknaderna.

### ■ ECB har beslutat om tillgångsköp och Fed överväger högre styrränta

Penningpolitiken i euroområdet och USA fortsätter att skilja sig åt. ECB beslutade i januari att genomföra omfattande köp av tillgångar för att göra penningpolitiken mer expansiv, medan Fed under hösten slutade att expandera sin balansräkning och har börjat signalera ett behov av att höja styrräntan.

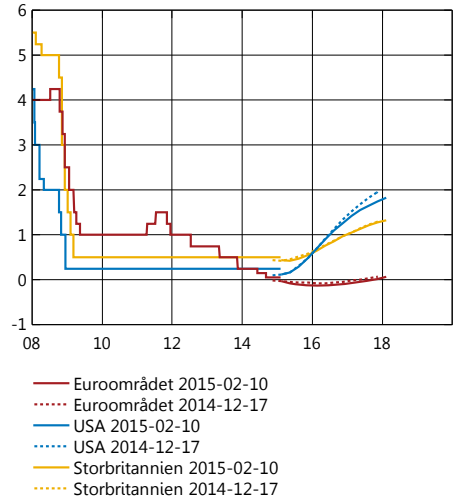
Den fortsatt låga inflationen och de låga inflationsförväntningarna var viktiga faktorer bakom ECB:s beslut att börja genomföra kvantitativa lättnader i form av köp av tillgångar, med fokus på statsobligationer. ECB annonserade att man från och med mars kommer att köpa obligationer för 60 miljarder euro per månad fram till och med september 2016, eller tills man ser en varaktig förbättring i utvecklingen för inflationen i euroområdet.<sup>12</sup> Tillgångsköpen kommer att fördelas mellan de olika länderna efter de nationella centralbankernas kapitalandel i ECB. Utöver de annonserade tillgångsköpen beslutade ECB även att sänka räntan för de återstående TLTRO-lånen som annonserades under 2014.<sup>13</sup> Enligt terminsprissättningen tror marknadsaktörerna att styrräntan i euroområdet kommer att förbli oförändrad under en lång tid framöver (se diagram 3:5).

Den amerikanska arbetsmarknaden fortsätter att utvecklas positivt, men bland annat osäkerheten på de finansiella marknaderna har gjort att marknadsförväntningarna om den framtida styrräntan förblivit i stort sätt oförändrade sedan december. Enligt terminsprissättningen tror marknadsaktörerna nu på en första höjning slutet av året (se diagram 3:5). Den bilden stöds av förväntningarna som enkäter ger.

### ■ Expansiv penningpolitik i euroområdet har påverkat andra centralbanker

Förväntningarna på vilka följer ECB:s köp av tillgångar får har även haft effekter på andra länders centralbanker. SNB övergav i januari sitt valutakursgolvet för den schweiziska francen mot euron och sänkte istället sin målränta till -0,75 procent från tidigare -0,25 procent. Beslutet ledde till en kraftig förstärkning av schweizerfrancen. Sedan valutakursgolvet infördes 2011 har det hindrat schweizerfrancen att stärkas mot euron, men det har också bidragit till att centralbankens balansräkning ökat kraftigt genom att valutaserven byggts upp när banken köpt utländsk valuta. En sådan ökning ökar riskerna för att centralbanken ska göra förluster. SNB upphörde med valutakursgolvet för att undvika att balansräkningen skulle öka ytterligare i ett läge där ECB:s penningpolitik blir mer expansiv.

**Diagram 3:5. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning**  
Procent



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar den officiella styrräntan.

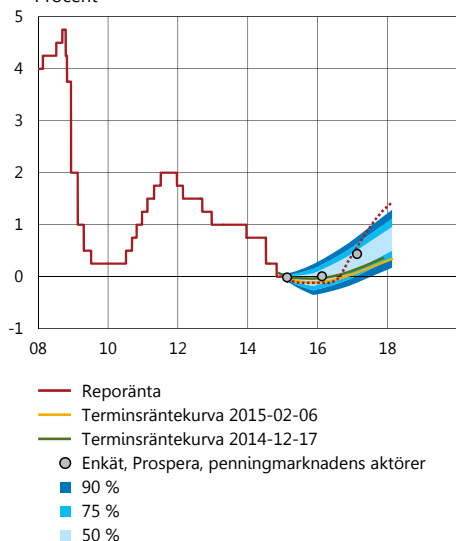
Källor: Macrobond och Riksbanken

<sup>12</sup> En mindre del av dessa månatliga köp av säkerställda obligationer och så kallade asset-backed securities (ABS) beslutades redan i september i fjol.

<sup>13</sup> För en förklaring till TLTRO-lån, se ordlistan längst bak i denna rapport.



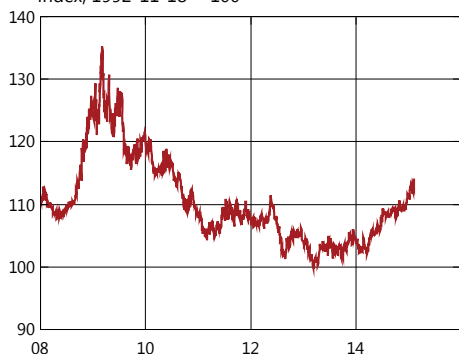
**Diagram 3:6. Reporänteförväntningar i Sverige, mätta med terminsräntor och enkätundersökning**  
Procent



Anm: Terminsräntorna beskriver förväntad dagslåneränta. Enkäter och terminsräntor är olika mått på penningpolitiska förväntningar. Intervallet illustrerar den historiska skillnaden mellan Prosperas enkätundersökning och terminsräntekurvan.

Källor: Macrobond, TNS Sifo Prospera och Riksbanken

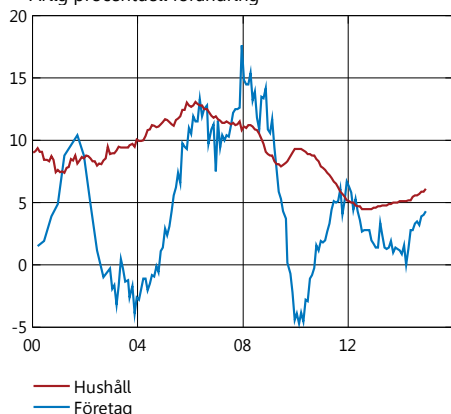
**Diagram 3:7. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX**  
Index, 1992-11-18 = 100



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

Källa: Riksbanken

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



Anm. MFIs utlåning till hushåll och icke-finansiella företag enligt finansmarknadsstatistiken justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån från 2006.

Källa: SCB

Efter att SNB avskaffade sitt valutagolv har även den danska kronan, som är knuten till euron, satts under visst tryck. För att undvika en förstärkning av den danska kronan har Danmarks Nationalbank sänkt sin styrränta i fyra steg till  $-0,75$  procent. Vidare har de intervenerat kraftfullt på valutamarknaden och valutareserven har bara under januari månad ökat med 106,3 miljarder danska kronor, motsvarande omkring 5 procent av BNP. Dessutom har den danska staten tills vidare ställt in planerade emissioner av statsobligationer för att på så vis få ner räntorna på obligationer med längre löptider.

### ■ Svenska terminsräntor har sjunkit

De svenska terminsräntorna har sjunkit sedan den penningpolitiska uppföljningen i december, vilket kan tolkas som att förväntningarna på reporäntan har blivit lägre (se diagram 3:6). Terminsräntorna för 2015 och större delen av 2016 är negativa, vilket kan betyda att marknadsaktörerna ser en viss sannolikhet att Riksbanken kan låta reporäntan bli negativ. Enligt terminspriseringen förväntar sig marknadsaktörer en första höjning av reporäntan under 2017, men enligt Prosperas enkätundersökning väntas en första höjning under andra halvåret 2016.

### ■ Kronan svagare sedan december

Kronan har försvagats i handelsvägda termer (se diagram 3:7). Utvecklingen har dock varierat mot olika valutor. Dollarn har varit stark mot många valutor och kronan har försvagats med cirka 10 procent gentemot dollarn. Kronan har även försvagats mot exempelvis pundet. Kronan har sammantaget förstärkts något mot euron sedan den penningpolitiska uppföljningen i december, men volatiliteten mellan valutorna har varit ganska stor periodvis. En anledning till att förändringen mot euron är relativt liten är att marknadsaktörerna förväntar sig att både ECB och Riksbanken kommer att föra en ännu mer expansiv penningpolitik.

### ■ Gynnsamma finansiella förutsättningar för hushåll och företag

De genomsnittliga räntorna på nyutlåning från monetära finansiella institut till hushåll och företag var i stort sett oförändrade i december jämfört med månaden innan och är därmed kvar på historiskt låga nivåer. Även räntorna på svenska företagsobligationer är låga vilket bör gynna de större och medelstora företag som har tillgång till dessa marknader.

Både företagens och hushållens kredittillväxt fortsätter att öka i ungefär samma takt som tidigare (se diagram 3:8). Utlåningen till företagen växte i december med 4,3 procent uttryckt i årlig procentuell förändring. Flera faktorer indikerar att kredit- och finansieringsvillkoren för företagen generellt sett är gynnsamma. Blancolånen till företag växer, vilket visar att bankerna i högre utsträckning är beredda att låna ut till företag utan säkerhet. Enkätundersökningar från



Konjunkturinstitutet och Almi ger också en bild av att företagen generellt sett inte har några problem med sin finansiering. Detta tillsammans med låga räntenivåer har skapat gynnsamma finansiella förutsättningar för svenska företag.

### ■ Villapriserna ökar snabbare

Kredittillväxten för hushållen var 6,1 procent uttryckt i årlig procentuell förändring i december, en ökning med 0,2 procentenheter från november. Bolån utgör cirka 80 procent av den totala utlåningen till svenska hushåll och det är ökningen av dessa lån som till största delen förklarar kredittillväxten.

Priserna på bostäder fortsätter att öka stadigt (se diagram 3:9). Enligt statistik från Valueguard steg villapriserna med 15,5 procent uttryckt i årlig procentuell förändring i december, medan bostadsrätterna steg med 14,6 procent. SCB:s fastighetsprisindex visar på växande bostadspriser och under det fjärde kvartalet steg priserna på småhus med 8,6 procent i årstakt. Hushållen förväntar sig också att priserna fortsätter att stiga framöver.

## Omvärlden

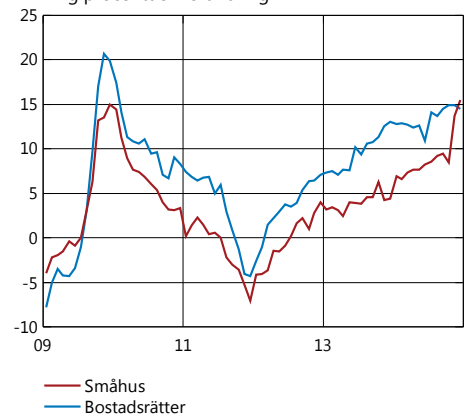
### ■ Ojämn återhämtning i omvärlden

Den ekonomiska återhämtningen i omvärlden fortskrider långsamt, även om det låga oljepriset sannolikt bidragit positivt till den globala tillväxten. Utvecklingen fortsätter också att skilja sig åt mellan de stora ekonomierna. I USA och Storbritannien växer BNP relativt snabbt, samtidigt som tillväxten i euroområdet är svagare (se diagram 3:10). BNP-utvecklingen i flera tillväxtländer ger också en bild av en mer dämpad tillväxt framöver. Rysslands ekonomi utvecklas mycket svagt och landet väntas gå in i recession i år. Den kinesiska ekonomin växer snabbt i förhållande till flera andra ekonomier, men tillväxten dämpades under 2014 och väntas i år bli svagare än vad den varit tidigare.

### ■ Blandade signaler från euroområdet

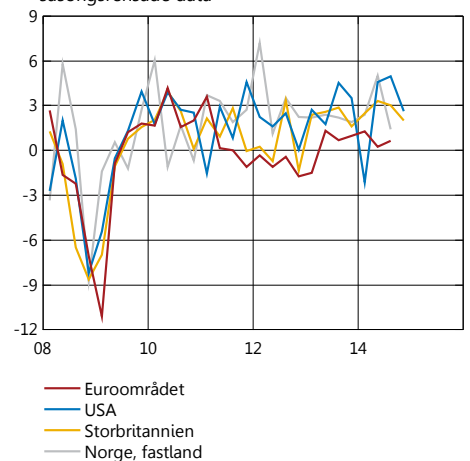
Statistik för euroområdet ger en splittrad bild av utvecklingen under det fjärde kvartalet i fjol. Omsättningen i detaljhandeln fortsatte att stiga i december, och för kvartalet som helhet innebär det en markant uppgång jämfört med kvartalet innan. Industriproduktionen steg i november, i synnerhet i de mindre länderna. I stora länder, som Tyskland, Frankrike och Spanien, utvecklades industriproduktionen emellertid svagt. Förtroendeindikatorerna för januari indikerar en svagt positiv utveckling med stigande konsumentförtroende och inköpschefsindex. De kraftigt försämrade utsikterna för den ryska ekonomin har fått viss negativ påverkan på tillväxten i bland annat Tyskland. Det låga oljepriset väntas stimulera hushållens konsumtion och bidra till en högre BNP-tillväxt de närmaste kvartalen.

**Diagram 3:9. Priser på småhus och bostadsrätter**  
Årlig procentuell förändring



Källa: Valueguard

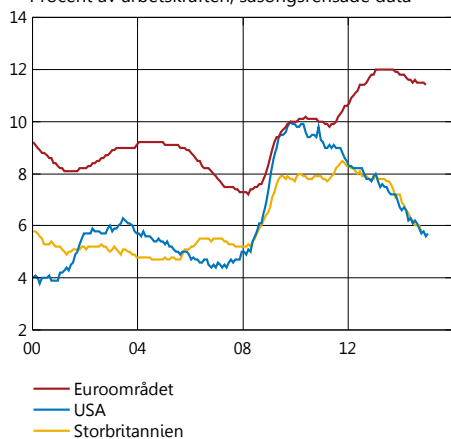
**Diagram 3:10. BNP i omvärlden**  
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



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

**Diagram 3:11. Arbetslöshet**

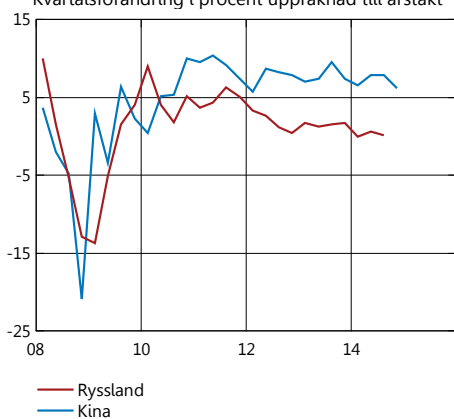
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



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

**Diagram 3:12. BNP i Ryssland och Kina**

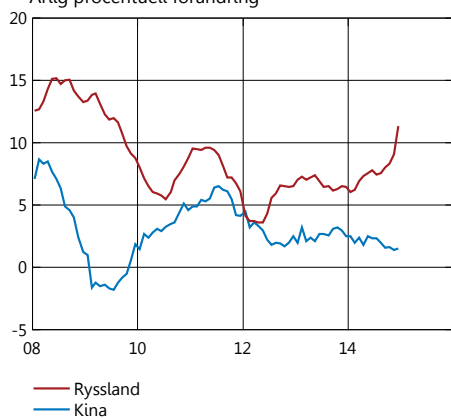
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt



Källor: State Committee of the Russian Federation on Statistics och Macrobond

**Diagram 3:13. KPI i Ryssland och Kina**

Årlig procentuell förändring



Källor: State Committee of the Russian Federation on Statistics och State National Bureau of Statistics

Enligt ECB:s senaste Bank Lending Survey fortsatte bankernas kreditvillkor för utlåning att förbättras under fjärde kvartalet 2014. Samtidigt rapporterade bankerna en fortsatt ökad nettoefterfrågan på lån. För första gången sedan mitten av 2011 noterades också en nettoökning av efterfrågan på lån till investeringar.

#### ■ Positiva hushåll driver USA:s ekonomi framåt

Den amerikanska ekonomin fortsätter att utvecklas väl. BNP ökade tredje och fjärde kvartalet med 5 procent respektive knappt 3 procent, jämfört med de föregående kvartalen och uppräknat till årstakt (se diagram 3:10). Det var främst hushållens konsumtion som bidrog till BNP-tillväxten båda kvartalen.

Det lägre oljepriset medför en betydande stimulans till hushållen och det innebär också lägre produktionskostnader för företagen. Hushållen, inte minst de med låga inkomster, gynnas av att bensinpriset har fortsatt att sjunka i snabb takt. Däremot innebär det lägre oljepriset negativa effekter för den oljeproducerande sektorn, och investeringarna väntas bli lägre jämfört med prognosen i december. Den totala effekten på den amerikanska BNP-tillväxten bedöms dock vara positiv.

Hushållens förtroende har fortsatt att stärkas och var i januari det högsta på drygt tio år enligt University of Michigan Index. Företagens förtroende har dämpats från en hög nivå enligt inköpschefsindex. Sannolikt har förstärkningen av dollarn och de negativa effekterna för den oljeproducerande sektorn bidragit till att dämpa företagets förtroende.

Arbetsmarknaden fortsätter att utvecklas positivt. Sysselsättningen ökade i december med 329 000 arbetstillfällen och i januari med 257 000. Arbetslösheten steg i januari en aning till 5,7 procent (se diagram 3:11), men det beror främst på en kraftig ökning i arbeidskraftsdeltagandet. Sammantaget tyder ny statistik på att BNP-tillväxten under det första kvartalet 2015 hamnar på drygt 3 procent jämfört med föregående kvartal uppräknat till årstakt.

#### ■ Svag tillväxt i Ryssland

Rysslands tillväxt är svag och har påverkats negativt av Ukrainakonflikten och de efterföljande sanktionerna, främst i form av lägre investeringar (se diagram 3:12). Oljeprisfallet har dämpat tillväxten ytterligare samtidigt som det har bidragit till att kraftigt försvaga rubeln vilket i sin tur har lett till en högre inflation (se diagram 3:13). I mitten av december ökade oron på de ryska finansiella marknaderna vilket medförde stor volatilitet på både aktie- och valutamarknaden. I samband med detta höjde den ryska centralbanken styrräntan från 10,5 till 17 procent för att stabilisera rubelfallet och dämpa inflationen. I slutet av januari sänktes dock styrräntan till 15 procent. BNP bedöms ha sjunkit i slutet på förra året och i början på 2015.

### ■ Den brittiska ekonomin växer i relativt snabb takt

Den brittiska ekonomin har vuxit i snabb takt sedan i början av 2013, främst tack vare stigande inhemsk efterfrågan. BNP steg med 3,0 procent från det andra till det tredje kvartalet, uppräknat till årstakt (se diagram 3:10).

Indikatorer tyder på en fortsatt stark tillväxt de närmaste kvartalen. Detaljhandelns försäljning har stigit snabbt de senaste månaderna och var i november drygt sex procent högre än för ett år sedan. Industriproduktionen har också en stigande trend från en låg nivå. Såväl hushållen som företagen har visserligen blivit något mindre optimistiska på senare tid, men förtroendet är fortfarande på höga nivåer. Den positiva utvecklingen på arbetsmarknaden har fortsatt också under fjärde kvartalet. Sysselsättningen har stigit och arbetslösheten har fallit till under sex procent (se diagram 3:11).

### ■ Sämre tillväxtutsikter i Norge till följd av oljeprisfallet

Den norska ekonomin påverkas tydligt av oljeprisutvecklingen, som väntas leda till lägre investeringar och en svagare BNP-tillväxt. Kapacitetsutnyttjandet i tillverkningsindustrin fortsatte att sjunka under det fjärde kvartalet medan inköpschefsindex för sektorn steg till över 50 i januari. Norge har dock goda möjligheter att motverka de sämre tillväxtutsikterna med stimulerande finans- och penningpolitik. Den norska kronan har i januari stärkts i värde mot euron efter försvagningen i samband med Norges banks räntesänkning i december.

### ■ Tillväxten mattas av i Kina

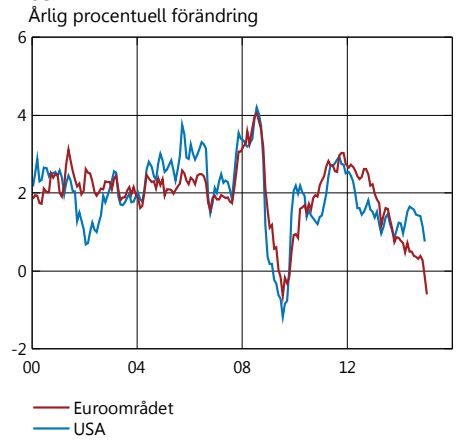
Kinas BNP växte under 2014 med 7,4 procent vilket var den lägsta tillväxttakten sedan 1990. BNP-tillväxten fjärde kvartalet 2014 uppgick till 6,1 procent jämfört med tredje kvartalet och uppräknat till årstakt (se diagram 3:12). De flesta indikatorer pekar på att tillväxten har mattats av under de senaste månaderna. Investeringsstillväxten har dämpats, särskilt inom tillverkningsindustrin och fastighetssektorn, och importen har fallit. Förtroendet inom tillverkningsindustrin är fortsatt svagt. Däremot har exporten varit relativt stark och indikatorer pekar på en starkare konsumtion.

### ■ Fallande oljepris dämpar inflationen

Det senaste halvårets kraftigt fallande oljepris har lett till lägre inflation i de flesta länder (se diagram 3:14 och 3:15). Inflationen rensat för energipriserna har dock varit relativt oförändrad de senaste månaderna (se diagram 3:16). För euroområdet finns även preliminär statistik för januari som visar att inflationen föll ytterligare till -0,6 procent. Det är fortsatt energipriser som står för den största minskningen, men även inflationen rensat för energipriser föll och uppgick preliminärt till 0,4 procent.

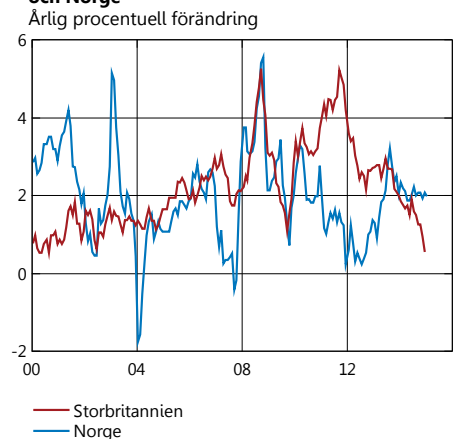
I flera länder har de lägre oljepriserna dock motverkats av andra faktorer. I Norge, där inflationen uppgick till 2,1 procent i december,

**Diagram 3:14. Konsumentpriser i euroområdet och USA**



Anm. Euroområdet avser HIKP, USA avser PCE-deflatorn.  
Källor: Bureau of Labor Statistics och Eurostat

**Diagram 3:15. Konsumentpriser i Storbritannien och Norge**



Källor: Office for National Statistics och Statistisk centralbyrå

**Diagram 3:16. Inflation exklusive energi**



Anm. Euroområdet avser HIKP exklusive energi och USA KPI exklusive energi.  
Källor: Macrobond och EcoWin

**Diagram 3:17. Barometerindikatorn**

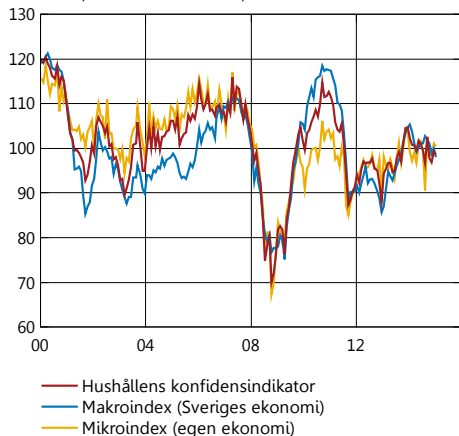
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Källa: Konjunkturinstitutet

**Diagram 3:18. Konfidensindikatorer för hushåll**

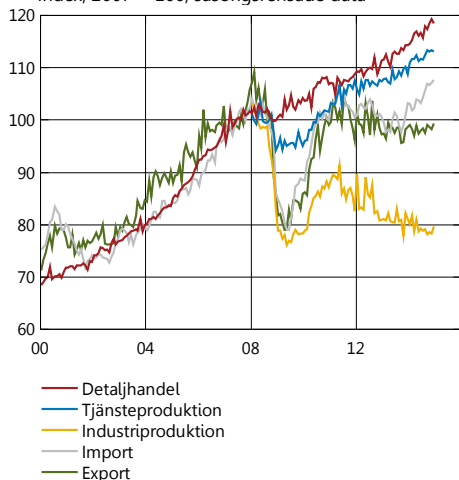
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Källa: Konjunkturinstitutet

**Diagram 3:19. Månadsstatistik för produktion och efterfrågan**

Index, 2007 = 100, säsongrensade data



Källa: SCB

har en svag krona sannolikt bidragit till att hålla inflationen uppe (se diagram 3:15). Därmed ligger inflationstakten nära inflationsmålet på 2,5 procent. I Kina har genomslaget på inflationen motverkats av skatthöjningar på olja och ökade priser på livsmedel. I december uppgick inflationen till 1,5 procent (se diagram 3:13).

I Ryssland har inflationen å andra sidan stigit snabbt och är nu på en hög nivå. Detta beror på att den ryska rubeln har försvagats kraftigt, samtidigt som sanktioner på livsmedel har bidragit till stigande priser på dessa varor. Hög inflation förekommer även i andra länder. I till exempel Brasilien är inflationen hög på grund av höga transportkostnader och stigande livsmedelspriser.

## Svensk ekonomi

### ■ Den svenska konjunkturen förbättras

Förtroendet hos hushåll och företag har stärkts under hösten. Barometerindikatorn, som sammanfattar förväntningarna hos svenska hushåll och företag, sjönk marginellt i januari men är fortfarande starkare än normalt (se diagram 3:17). Även inköpschefsindex för tillverkningsindustrin har stigit och är nära sitt historiska genomsnitt. Riksbankens företagsundersökning som genomfördes i januari tyder också på en fortsatt tillväxt det fjärde kvartalet. Företagens syn på den framtida konjunkturen är något mer optimistisk än tidigare och osäkerheten har minskat något sedan undersökningen i september även om den fortfarande är hög.

Det senaste året har hushållens konsumtion och bostadsinvesteringar varit viktiga drivkrafter för BNP-tillväxten medan exporten har utvecklats svagt. Månadsdata för bland annat detaljhandeln och utrikeshandeln tyder på att denna utveckling fortsatte även det fjärde kvartalet. Sammantaget väntas BNP ha ökat med drygt 2 procent fjärde kvartalet 2014 jämfört med tredje kvartalet, uppräknat till årstakt. För det första kvartalet i år bedöms tillväxten tillta ytterligare något.

### ■ Hushållens konsumtion fortsatt viktig drivkraft för tillväxten

Under det fjärde kvartalet 2014 ökade omsättningen i detaljhandeln med 1,6 procent jämfört med det tredje kvartalet. Hushållens förtroende, som det mäts enligt Konjunkturinstitutets konfidensindikator, var i januari nära sitt historiska genomsnitt (se diagram 3:18). SCB:s bredare månadsindikator för hushållens konsumtion tyder dock på en dämpad konsumtionstillväxt det fjärde kvartalet. Sammantaget bedöms hushållens konsumtion öka snabbare än normalt under både det fjärde kvartalet 2014 och det första kvartalet 2015.

### ■ Fortsatt dämpad exporttillväxt

Den låga efterfrågan i omvärlden har dämpat exporten och industriproduktionen de senaste åren (se diagram 3:19). Framför allt har

exporten av varor utvecklats svagt. Månadsstatistik för utrikeshandeln tyder på att den svaga trenden i varuexporten har fortsatt under det fjärde kvartalet 2014. Samtidigt är exportorderingsgången nära sitt historiska genomsnitt. Tillsammans med en gradvis förbättring av efterfrågan i omvärlden talar detta för en något högre tillväxt i exporten i år. Det senaste året har exporten ökat långsammare än importen vilket bidragit till en lägre BNP-tillväxt. Denna utveckling väntas fortgå även de kommande kvartalen, men i mindre grad när tillväxten i exporten ökar.

### ■ Svaga investeringar till följd av en svag efterfrågan i omvärlden

Bostadsinvesteringarna har ökat snabbt det senaste året (se diagram 3:20). Samtidigt har den dämpade tillväxten i exporten bidragit till att industriproduktionen och maskininvesteringarna har utvecklats svagt. Det finns få indikationer på en snar vändning. Enligt Konjunkturbarometern var kapacitetsutnyttjandet i tillverkningsindustrin lägre än normalt under det fjärde kvartalet. SCB:s undersökning av näringslivets investeringsplaner i oktober, den så kallade investeringsenkäten, tyder på en svag investeringstillväxt både 2014 och 2015. Enligt Riksbankens företagsintervjuer som genomfördes i januari är det få företag inom tillverkningsindustrin som planerar att öka sina investeringar under det kommande halvåret. En gradvis starkare efterfrågan väntas dock bidra till att investeringstillväxten breddas till fler sektorer än bostäder de närmaste kvartalen.

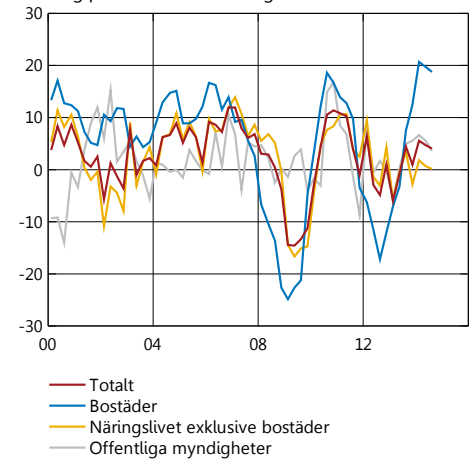
### ■ Arbetslösheten är oförändrad på kort sikt

Tillväxten i sysselsättningen och arbetskraften dämpades under fjärde kvartalet och utvecklades även något svagare än Riksbankens prognos i december. Arbetslösheten var oförändrad och uppgick till 7,8 procent (se diagram 3:21).

Indikatorer för efterfrågan på arbetskraft ser dock alltjämt positiva ut. Antalet nyanmälda lediga platser hos arbetsförmedlingen stiger samtidigt som antalet varsel är på låga nivåer. Även anställningsplanerna enligt Konjunkturbarometern tyder på att antalet lediga jobb kommer att öka den närmaste tiden. Enligt Riksbankens företagsintervjuer som genomfördes i januari är det något fler företag som planerar att anställa på kort sikt jämfört med undersökningen i september. Samtidigt uppger många företag att de nu har rationaliseringarna vad gäller personalstyrkan bakom sig.

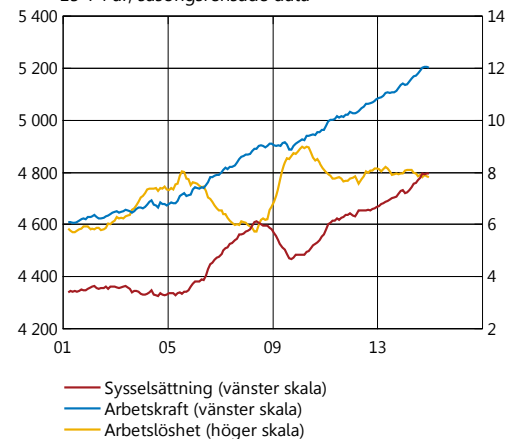
Sammantaget talar nyinkommen information för en något starkare tillväxt i sysselsättning och arbetskraft den närmaste tiden. Arbetslösheten väntas dock sjunka långsammare under första halvåret i år och bli något högre än Riksbankens senaste bedömning.

**Diagram 3:20. Fasta bruttoinvesteringar**  
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

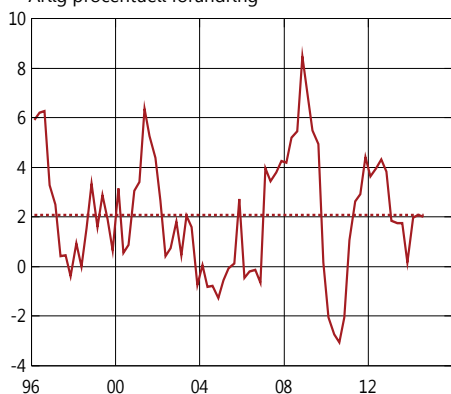
**Diagram 3:21. Sysselsatta, arbetskraft och arbetslöshet**  
Tusentals personer respektive procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongsrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde.

Källor: SCB och Riksbanken

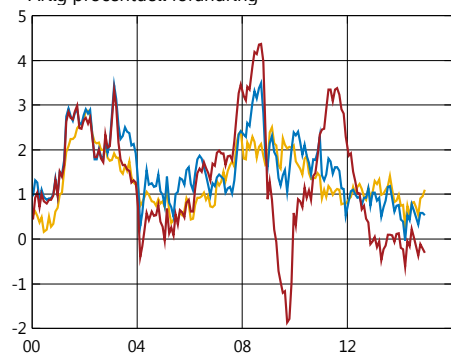
**Diagram 3:22. Arbetskostnad per producerad enhet**  
Årlig procentuell förändring



Anm: Streckad linjer avser genomsnitt för perioden 1996 till senaste utfall

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:23. Konsumentpriser**  
Årlig procentuell förändring



— KPI  
— KPIF  
— KPIF exklusive energi

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källa: SCB

Antalet arbetade timmar enligt nationalräkenskaperna utvecklades oväntat starkt under tredje kvartalet. Utfallet bedöms delvis vara tillfälligt och antalet arbetade timmar väntas ha sjunkit något under det fjärde kvartalet. Ny information från AKU för fjärde kvartalet tyder på att utvecklingen av antalet arbetade timmar blir något starkare under inledningen av 2015 jämfört med bedömningen i december.

### ■ Stora skillnader i löneutveckling mellan olika mått

Enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet ökade lönerna i hela ekonomin under fjolårets elva första månader med i genomsnitt 2,8 procent uttryckt i årlig procentuell förändring. Statistiken är fortfarande preliminär och revideras vanligtvis upp när retroaktiva utbetalningar tillkommer. Prognoserna för de närmaste månaderna samt för revideringar av den hittills inkomna statistiken innebär att lönerna i hela ekonomin bedöms öka med 3,0 procent i år.

Timlönerna i hela ekonomin enligt nationalräkenskaperna ökade i fjol betydligt långsammare än vad konjunkturlönestatistikens löne-mått indikerar.<sup>14</sup> Arbetskostnaderna per timme bedöms ha ökat med omkring 1,7 procent uttryckt i årlig procentuell förändring under fjolåret. Produktivitetstillväxten, mätt som årlig procentuell förändring, väntas ha blivit negativ under det fjärde kvartalet, vilket medför att tillväxttakten blir negativ även för helåret. Arbetskostnaderna per producerad enhet ökade med omkring 1,8 procent uttryckt i årlig procentuell förändring under fjolåret, vilket är något mindre än ett genomsnitt sedan 1994 (se diagram 3:22). Trots en högre tillväxttakt i produktiviteten väntas kostnadstrycket stiga det första kvartalet i år.

### ■ Något högre inflation än väntat i december

Inflationstakten enligt konsumentprisindex, KPI, var -0,3 procent i december (se diagram 3:23). Den låga KPI-inflationen hänger delvis samman med att hushållens räntekostnader för bolån har sjunkit, vilket i sin tur beror på att reporäntan gradvis blivit allt lägre.

Men även om man bortser från effekten av sjunkande räntekostnader är inflationen låg. Inflationstakten enligt KPI med fast ränta (KPIF) var 0,5 procent i december. En orsak till att även KPIF-inflationen var låg är den senaste tidens fall i el- och drivmedelspriserna. Rensat för energipriser uppgick den årliga ökningstakten i KPIF till 1,1 procent.

För samtliga tre inflationsmått var decemberutfallet något högre än bedömningen i december. Det berodde i första hand på att tjänstpriserna steg snabbare än väntat. Det var speciellt priser på utrikes resor som var överraskande höga och en viss rekyl är därför att vänta

<sup>14</sup> Det finns flera faktorer som kan tänkas bidra till att lönemåtten skiljer sig åt under 2014. En mer temporär faktor är att det är en ovanligt stor positiv effekt av urvalsrotationen i konjunkturlönestatistikens undersökning för näringslivet. Nivån på de avtalade löneökningarna i hela ekonomin är marginellt lägre 2014 än 2013 vilket gör att det finns skäl att tro att konjunkturlönernas ökningstakt 2014 ska vara mer i linje med ökningstakten 2013, det vill säga runt 2,5 procent. Man bör också ha i åtanke att nationalräkenskapernas lönemått baseras på två olika statistikällor vilket gör att det blir osäkert och dessutom kan statistiken komma att revideras flera år bakåt i tiden. Antalet arbetade timmar är också ett mer osäkert mått än till exempel antalet anställda. Divideras lönesumman med antalet anställda i stället hamnar ökningstakten närmare konjunkturlönestatistikens mått på löneutvecklingen. För mer information om skillnaderna mellan de olika lönemåtten se Medlingsinstitutets årsrapport "Avtalsrörelsen och lönebildningen 2010".



när januariutfallet publiceras. Prisökningstakten på tjänster ökade i slutet av 2014 men är fortsatt lägre än sitt historiska genomsnitt (se diagram 3:24).

Prisökningstakten på varor, som blev mindre negativ under 2013, har legat nära ett historiskt genomsnitt under hela 2014. Denna utveckling hänger delvis samman med att växelkursen har försvagats. Den årliga procentuella förändringen i varupriserna (exklusive energi och livsmedel) sjönk tillbaka något jämfört med i november och uppgick till  $-0,7$  procent i december (se diagram 3:24).

### ■ Fortsatt låg inflation på kort sikt

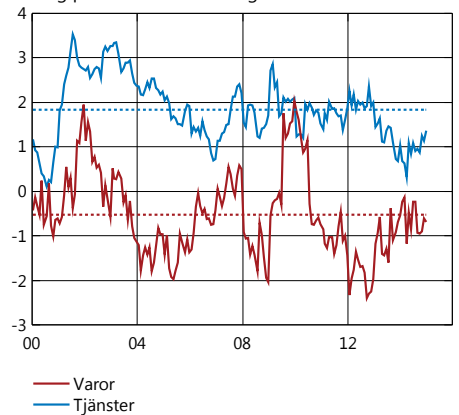
Inflationen bedöms bli låg under den närmaste tiden. Olika mått på den underliggande inflationen tyder dock på att nedgången i inflationen avstannat (se diagram 3:25). Kronan är svag och när det gäller importerade konsumtionsvaror har prisindex i producentled fortsatt att stiga (se diagram 3:26). Dessutom visar Konjunkturbarometern för första kvartalet att fler företag än tidigare räknar med att höja priser-na. Detta gäller bland annat för detaljhandeln där det är en högre andel företag än det historiska genomsnittet som planerar att höja sina priser. Däremot visar Riksbankens senaste företagsundersökning att nivån på planerade prisökningar dämpats, i synnerhet för konsumentnära företag. Sammantaget bedöms KPIF-inflationen exklusive energipriserna bli högre under de närmaste månaderna än vad som bedömdes i december.

Om man inkluderar de volatila energipriserna har KPIF-inflationen i stället reviderats ned något. Detta beror på att drivmedelspriserna fortsatte att falla väsentligt under slutet av december och januari. Även om drivmedelspriserna liksom råoljaet på både spot- och terminsmarknaden har vänt uppåt i början av februari, så bedöms drivmedelspriserna vara lägre än prognosen i december ytterligare en tid. Utöver detta bidrar även elpriserna till att prognosen för KPIF-inflationen reviderats ned för de närmaste månaderna. Inflationstakten mätt med KPI och KPIF bedöms bli  $-0,2$  respektive  $0,7$  procent i genomsnitt första kvartalet i år.

### ■ Inflationförväntningarna har fallit på samtliga horisonter

Enligt undersökningar av Konjunkturinstitutet och TNS Sifo Prospera har inflationförväntningarna fallit de senaste åren. Man bör ha i åtanke att inflationförväntningarna har historiskt sett samvarierat väl med den faktiska inflationen. Detta gäller för förväntningarna på samtliga tidshorisonter men i synnerhet på kort sikt. Enligt statistisk analys kan de rådande inflationförväntningarna förklaras av de aktuella inflationutfallen.

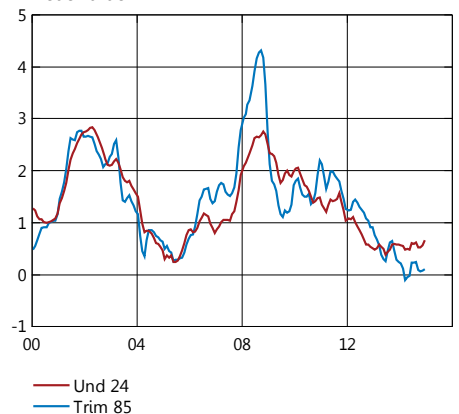
**Diagram 3:24. Varu- och tjänstepriser**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 2000 till senaste utfall.

Källor: SCB och Riksbanken

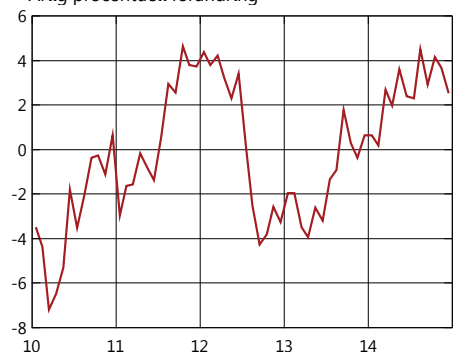
**Diagram 3:25. Mått på underliggande inflation**  
Årlig procentuell förändring, tre månaders glidande medelvärde



Anm. Und 24 och Trim 85 är statistiska mått beräknade utifrån KPI uppdelat på cirka 70 undergrupper. Und 24 är sammanvägd med vikter justerade för den historiska standardavvikelsen. I Trim 85 har de 7,5 procent högsta och de 7,5 procent lägsta årliga prisförändringarna exkluderats.

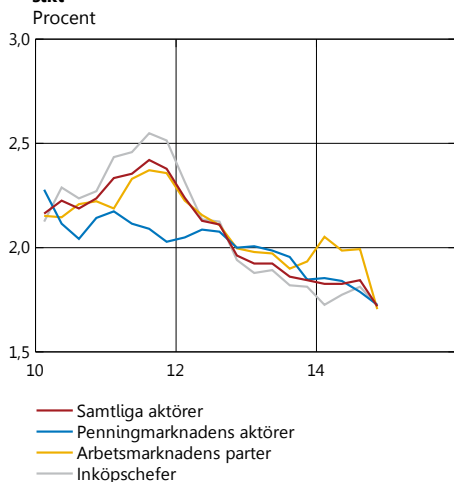
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:26. Prisindex i producentled, importmarknad**  
Årlig procentuell förändring



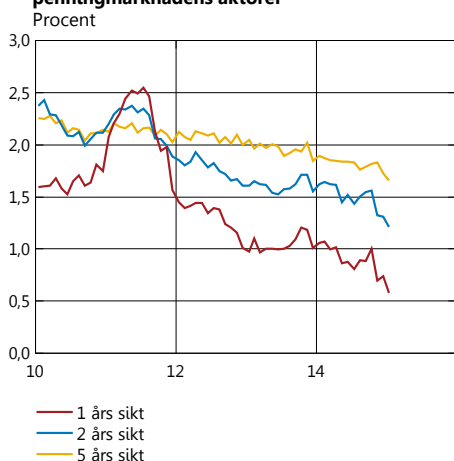
Anm. Avser konsumtionsvaror.

Källa: SCB

**Diagram 3:27. Inflationsförväntningar på fem års sikt**

Anm. Arbetsmarknadens parter avser medel av Arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer. Inköpschefer avser medel för inköpschefer i handeln och industrin.

Källa: TNS Sifo Prospera

**Diagram 3:28. Inflationsförväntningar bland penningmarknadens aktörer**

Källa: TNS Sifo Prospera

Avvikelser mellan inflationsförväntningarna på lång sikt och Riksbankens inflationsmål kan få effekter när bland annat företagen bestämmer sina priser och när arbetsmarknadens parter förhandlar om löner. Om till exempel parterna på arbetsmarknaden tror att inflationen på lång sikt kommer att vara lägre än inflationsmålet kan det komma att påverka nivån på de avtalade löneökningarna framöver. Enligt TNS Sifo Prosperas senaste kvartalsundersökning som publicerades i december var inflationsförväntningarna hos samtliga aktörer 1,7 procent på fem års sikt (se diagram 3:27). Inflationsförväntningarna föll för samtliga delgrupper och mest för arbetsmarknadens parter.

TNS Sifo Prospera gör också en mindre undersökning en gång i månaden där endast penningmarknadens aktörer tillfrågas. Inflationsförväntningarna var i januari 0,6 procent på ett års sikt är och 1,2 procent på två års sikt. På fem års sikt var inflationsförväntningarna 1,7 procent (se diagram 3:28). Enligt Konjunkturbarometern för januari uppfattar hushållen att inflationstakten är på 0 procent och detsamma gäller för inflationstakten på ett års sikt. Företagens inflationsförväntningar på ett års sikt var 0,6 procent under fjärde kvartalet 2014.



## ■ Riksbankens kompletterande penningpolitiska åtgärder

**Riksbankens direktion har beslutat att göra penningpolitiken mer expansiv. Om detta inte räcker för att inflationen ska stiga mot målet står Riksbanken beredd att snabbt göra penningpolitiken ännu mer expansiv. Denna fördjupning beskriver mer ingående de olika åtgärderna som i första hand är aktuella. De består av ännu mer negativ reporänta, ytterligare köp av nominella statspapper och utlåning till företag via banker.**

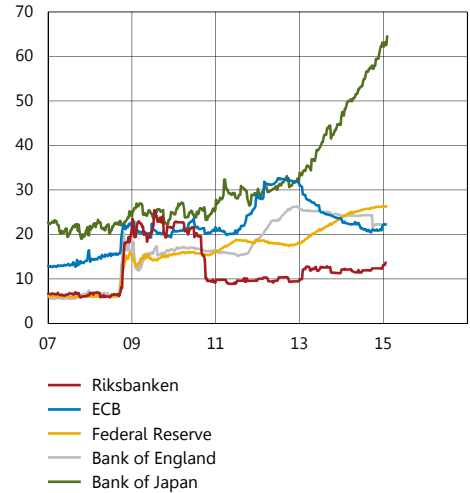
I omvärlden har många centralbanker använt olika typer av åtgärder för att göra penningpolitiken mer expansiv, efter det att styrräntorna sänkts till nivåer som vanligen har betraktats som en nedre gräns. I slutet av januari beslutade till exempel ECB att utöka sitt program till att innefatta köp av statsobligationer motsvarande drygt 10 procent av euroområdet BNP. I Danmark och i Schweiz har den nedre gränsen för styrräntan bedömts vara vid negativ ränta och dessa centralbanker har sänkt räntan under noll. Olika centralbanker har alltså prövat olika åtgärder för att göra penningpolitiken mer expansiv.<sup>15</sup>

Exakt vilka åtgärder som har vidtagits beror på vilka specifika problem man försökt åtgärda i de olika länderna. De åtgärder som en centralbank förfogar över för att bedriva penningpolitik när styrräntan är nära sin nedre gräns handlar i grund och botten om att öka den monetära basen, öka likviditeten i ekonomin, och att på olika sätt byta ut riskfyllda tillgångar mot säkra centralbankstillgångar. Åtgärder av detta slag innebär därför alltid en ökning av centralbankens balansomslutning (se diagram A1).

Eftersom den svenska ekonomin är liten och öppen kommer den att i vissa avseenden gynnas av en mer expansiv penningpolitik i vår omvärld. En starkare tillväxt i omvärlden gynnar exempelvis svensk export. Men samtidigt kan en mer expansiv penningpolitik utomlands leda till att kronan förstärks på ett sätt som gör att konjunkturåterhämtningen dämpas och att den redan låga inflationen i Sverige riskerar att bli ännu lägre under en tid.

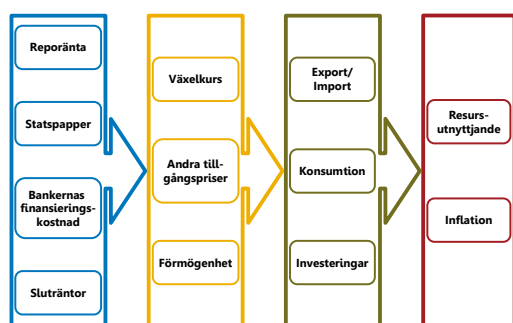
För att den låga inflationen ska stiga mot målet har Riksbanken sänkt reporäntan till  $-0,10$  procent och beslutat att återställa räntorna för finjusterande transaktioner till reporäntan  $\pm 0,1$  procentenheter. Riksbankens direktion har även beslutat att justera ned reporäntebanan något och köpa nominella statsobligationer till ett belopp av 10 miljarder kronor och med en löptid upp till fem år. Om penningpolitiken behöver bli ännu mer expansiv kan reporäntan och reporäntebanan komma att sänkas ytterligare. Utöver detta kan Riksbanken utöka köpen av statsobligationer och även införa ett program med utlåning till företag via banker. Alla dessa åtgärder kan vidtas snabbt, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena. När dessa åtgärder ska sättas in och hur

**Diagram A1. Centralbankers balansomslutning**  
Procent av BNP



Källor: Nationella centralbanker, Reuters EcoWin och Riksbanken

<sup>15</sup> För en beskrivning av vad andra centralbanker gjort, se fördjupningen "Penningpolitik när styrräntan är nära noll" i PPR oktober 2014. Söderström, U. och Westermarck, A. "Penningpolitik när styrräntan är noll" *Penning- och Valutapolitik*, 2009 Sveriges riksbank beskriver i mer allmänna ordalag olika penningpolitiska åtgärder när styrräntan har nått sin nedre gräns.

**Diagram A2. Den penningpolitiska transmissionsmekanismen**

Källa: Riksbanken

kraffulla de ska vara beror dock på hur framförallt inflationen utvecklas. I denna fördjupning beskriver vi de åtgärder som Riksbanken nu inleder och som vid behov kan utökas om penningpolitiken behöver bli mer expansiv.

### Hur skiljer sig kompletterande penningpolitiska åtgärder från penningpolitiken i normalfallet?

Den penningpolitiska transmissionsmekanismen beskriver hur en förändring av penningpolitiken påverkar inflationen och ekonomin i stort. Något förenklat kan transmissionsmekanismen delas upp enligt diagram A2.<sup>16</sup>

Riksbanken styr den allra kortaste marknadsräntan, dagslåneräntan, med hjälp av det penningpolitiska styrsystemet. Längre marknadsräntor beror mycket på förväntningar om framtida korta räntor, det vill säga förväntningar om framtida penningpolitik. Om en sänkning av reporäntan kompletteras med en nedrevidering av räntebanan brukar vanligtvis även längre marknadsräntor falla, vilket illustreras av det blå fältet i diagram A2. Lägre marknadsräntor innebär också att växelkursen försvagas under en tid och att förmögenheter ökar i värde (det gula fältet), då aktiekurser och obligationspriser stiger. Det påverkar efterfrågan i ekonomin och leder till att exporten ökar, liksom konsumtionen och investeringarna (det gröna fältet). Sammantaget ökar därmed resursutnyttjandet i ekonomin och löner och andra kostnader stiger så småningom. För att kompensera sig för högre kostnader behöver företagen höja priserna snabbare, vilket ger högre inflation. Den svagare växelkursen leder också direkt till högre inflation eftersom priserna på importerade konsumtionsvaror stiger snabbare.

När räntan sänkts till sin nedre gräns behövs ytterligare kompletterande penningpolitiska åtgärder om penningpolitiken behöver bli mer expansiv. Dessa åtgärder arbetar via transmissionsmekanismen i diagram A2, men tar sina respektive startpunkter på olika ställen.

Hur stort genomslag olika åtgärder kan väntas få beror på vilka delar av den vanliga transmissionsmekanismen som är aktiva under åtgärden. Ett viktigt syfte med kompletterande åtgärder är därtill att tydligt signalera att centralbanken vidtar tillräckliga åtgärder för att inflationsförväntningarna på sikt skall vara förenliga med inflationsmålet. Detta bidrar också till att inflationen stiger mot inflationsmålet.

### Ytterligare sänkning av reporäntan

Riksbanken har nu beslutat att sänka reporäntan till -0,10 procent. Få centralbanker har tidigare haft negativa styrräntor och det är därför svårt att veta hur transmissionsmekanismen fungerar med negativa räntor. Sänkningar av reporäntan under noll, åtminstone om sänkningarna sammantaget inte är särskilt stora, bedöms ge liknande effekter som reporäntesänkningar då reporäntan är positiv, eftersom

<sup>16</sup> Se även Hopkins et al. ("Den penningpolitiska transmissionsmekanismen", *Penning- och valutapolitik*, 2009, Sveriges riksbank) för en mer detaljerad beskrivning av den penningpolitiska transmissionsmekanismen.

samtliga kanaler i transmissionsmekanismen kan förväntas vara aktiva. Däremot finns det en osäkerhet i hur pass negativ reporäntan kan bli innan transmissionsmekanismen försvagas. Men **Riksbanken bedömer att reporäntan kan sänkas ytterligare från nuvarande nivå på -0,10 procent. Effekterna av den nuvarande räntesänkningen kommer att påverka Riksbankens bedömning av hur mycket reporäntan kan sänkas.**

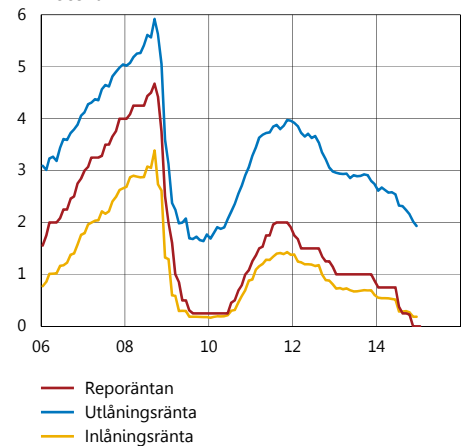
I enkla teoretiska modeller kan räntan inte vara negativ, eftersom hushåll och företag då hellre väljer att placera sitt sparande i kontanter, som inte ger negativ avkastning.<sup>17</sup> I praktiken finns det dock kostnader för att hålla kontanter. De måste till exempel förvaras på ett säkert sätt och även den fysiska hanteringen medför kostnader. Det är därför mycket troligt att noll inte är en nedre gräns i praktiken.

I teorin finns inte något hinder för att marknadsräntorna följer reporäntan och blir negativa. Det svenska betalningssystemet är ett slutet system där banker antingen sätter in ett likviditetsöverskott hos Riksbanken eller lånar likviditet av Riksbanken. Det mesta av likviditetshanteringen mellan bankerna går dock till så att banker som har underskott lånar av banker som har överskott, och vice versa. Om räntorna på dessa transaktioner avviker för mycket från Riksbankens reporänta blir det förmånligt för en bank att istället låna eller sätta in likviditet i Riksbanken. De mycket korta marknadsräntorna tenderar därför att ligga nära reporäntan. Normalt följer därför bankernas in- och utlåningsräntor med när reporäntan förändras, även om det kan ske med viss eftersläpning (se diagram A3). När reporäntan nu sänks till -0,10 procent kan förstås bankerna i praktiken välja att inte införa negativa inlåningsräntor. Bankerna kan då behålla sin intjäning genom att inte sänka utlåningsräntorna i samma utsträckning som vanligt vid en reporäntesänkning. Det skulle i så fall innebära att den penningpolitiska transmissionen kan bli något svagare än normalt när reporäntan sänks under nollgränsen.

Transmissionsmekanismen kan även i viss utsträckning påverkas av att det sedan ett antal år tillbaka finns ett överskott av likviditet som bankerna lånar in i Riksbanken efter dagens slut. När reporäntan är negativ måste bankerna betala Riksbanken för denna insättning. Man ska dock komma ihåg att i början av 2000-talet rådde ett likviditetsunderskott i det svenska betalningssystemet, så i praktiken är det inte ovanligt att bankerna betalar Riksbanken för likviditet (se diagram A4). Med de överskott och med de räntenivåer vi har idag är det frågan om små belopp, framförallt när vi beaktar vinstläget i banksektorn. Men, ju större likviditetsöverskottet är, eller ju mer negativ reporäntan blir, desto större kostnad för bankerna.

Sammantaget talar resonemangen ovan för att reporäntan kan sänkas ytterligare under noll innan kostnaderna för banksystemet blir för stora och utgör något större problem för den penningpolitiska transmissionen. Även om genomslaget ut till hushållens inlåningsräntor skulle bli något mindre än normalt bedöms reporäntesänkningar

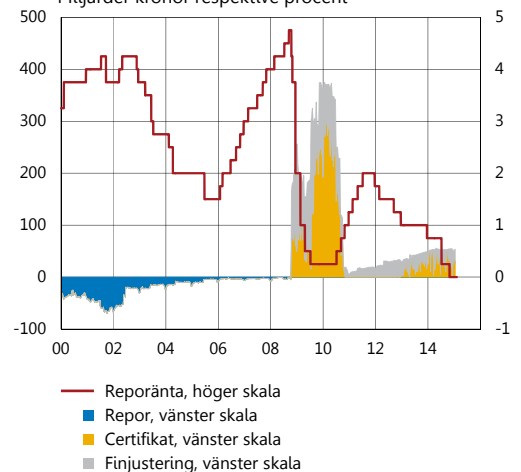
**Diagram A3. Reporäntan och bankräntor**  
Procent



Anm. Ut- och inlåningsräntan avser nytecknade avtal. Inlåningsräntan är beräknad som bankernas genomsnittliga inlåningsränta medan utlåningsräntan avser MFI:s genomsnittliga utlåningsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram A4. Bankernas placerings- och lånebehov hos Riksbanken, samt reporäntan**  
Miljarder kronor respektive procent



Anm: Negativa tal innebär att bankerna lånar likviditet av Riksbanken, positiva att bankerna lånar in.

Källa: Riksbanken

<sup>17</sup> Se Söderström, U. och Westermark, A. "Penningpolitik när styrräntan är noll" *Penning- och valutapolitik*, 2009 Sveriges riksbank.

under noll få en tillräckligt stor effekt via de andra kanalerna i transmissionsmekanismen, till exempel då växelkursen bedöms bli svagare.

### **Köp av nominella statsobligationer**

Riksbankens direktion har beslutat att köpa nominella statsobligationer på andrahandsmarknaden till ett belopp av 10 miljarder kronor i penningpolitiskt syfte, och är beredd att fortsätta köpa statsobligationer om penningpolitiken behöver göras mer expansiv. Riksbanken betalar för obligationerna genom att öka mängden likvida medel i ekonomin. Syftet med sådana köp är att sänka det allmänna ränteläget i ekonomin, bland annat genom den så kallade portföljkanalen.<sup>18</sup> När räntan på säkra tillgångar faller som en följd av centralbankens köp av statsobligationer blir det mer attraktivt för investerare att söka sig till andra mer riskfyllda tillgångar som aktier och företagsobligationer. Köpen ökar likviditeten i ekonomin och på så sätt sprider sig de lägre räntorna på statsobligationer vidare till övriga delar av de finansiella marknaderna. Det lägre ränteläget bidrar i sin tur till att bankerna kan sänka räntorna för ut- och inlåning, vilket ökar företagens vilja att investera samtidigt som hushållen får större incitament att konsumera. Förmögenheten för både hushåll och företag ökar på grund av de högre tillgångspriserna som uppstått via portföljkanalen.

Sammantaget ökar den allmänna efterfrågan och kreditutbudet i ekonomin. När ekonomin stimuleras via en ökad allmän efterfrågan stiger så småningom inflationen, eftersom företagen kan ta ut högre priser och den lägre arbetslösheten pressar upp lönerna. Det finns många studier av de internationella erfarenheterna av köp av statsobligationer. Dessa studier tyder på att åtgärden kan ha relativt stora effekter på både den reala ekonomin och inflationen men det råder samtidigt en stor osäkerhet om effekterna.<sup>19</sup>

***Riksbanken kan vid behov köpa ytterligare nominella svenska statsobligationer i penningpolitiskt syfte.*** Köpen skulle i första hand ske över löptider upp till 10 år. Riksgäldskontorets emissioner av nominella obligationer väntas uppgå till 77 miljarder kronor per år under 2015 och 2016. Nettouplåningen, det vill säga skillnaden mellan emissioner och förfall av obligationer, väntas bli 5 miljarder kronor under 2015. Avsikten är att Riksbankens köp ska vara betydande i förhållande till marknadens storlek.

Riksbankens köp ska ske vid auktioner där Riksbankens penningpolitiska motparter och Riksgäldskontorets återförsäljare av statsobligationer har möjlighet att delta. På sådant sätt blir prissättningen och fördelningen av Riksbankens transaktioner transparent för marknaden. I likhet med erfarenheterna i omvärlden väntas dessa köp påverka priserna på bostads- och företagsobligationer, men

<sup>18</sup> Se exempelvis diskussionen i Bowdler, C. och Radia, A. "Unconventional monetary policy: the assessment", *Oxford Review of Economic Policy*, 2012 eller Chen, H., Cúrdia, V. och Ferrero, A. "The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programs", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 2011.

<sup>19</sup> Se till exempel Weale, M. och Wieladek, T. "What are the macroeconomic effects of asset purchases", *External MPC Unit Discussion Paper* No. 42, Bank of England; Gertler, M. och Karadi, P. "QE 1 vs. 2 vs. 3...: A Framework for Analyzing Large-Scale Asset Purchases as a Monetary Policy Tool", *International Journal of Central Banking*, 2012; och Christensen, J. H. E. och Krogstrup, S. "Swiss Unconventional Monetary Policy: Lessons for the Transmission of Quantitative Easing", *Federal Reserve Bank of San Francisco WP* 2014-18.

också priserna på andra tillgångar.<sup>20</sup> Utvärdering av åtgärden sker efter hand.

### **Utlåning till företag via banker**

Centralbanker i omvärlden har även arbetat med kompletterande penningpolitiska åtgärder där centralbanken lånar ut till banker eller på andra sätt ser till att likviditet kommer ut i det finansiella systemet. Ibland har en sådan utlåning riktats till vissa sektorer i ekonomin, som har behövt särskild stimulans.<sup>21</sup> Direkta lån utanför banksektorn är ofta juridiskt svåra för en centralbank att hantera. Därför har ett antal centralbanker infört program som syftar till att indirekt, via banker, låna ut till exempelvis företag. När åtgärderna riktas på det här sättet är det endast de delar i transmissionsmekanismen som går via företagen i diagram A2 som är aktiva. Det innebär att åtgärden kan förväntas ge mindre effekt på inflationen än via den vanliga transmissionsmekanismen. Medan köp av statspapper, via portföljkanalen, framförallt gynnar större företag som har tillgång till marknadsfinansiering kan riktade lån till företagen via bankerna mer direkt gynna små och medelstora företag, som i större utsträckning är beroende av bankerna för sin finansiering. Att stärka incitamenten för bankerna att öka sin utlåning till företagen kan därför sägas komplettera köp av statsobligationer och sänkning av reporäntan.

***Riksbanken anser att ett program för utlåning till företag via banker kan användas som en kompletterande åtgärd.*** En sådan åtgärd skulle kunna innebära att Riksbanken initialt lånar ut exempelvis 100 miljarder kronor till bankerna med en löptid på fyra år. På ett sådant sätt skulle Riksbanken kunna bidra till att gynna en mer långsiktig utlåning till företagen. Precis som andra centralbanker som genomfört liknande åtgärder kommer Riksbanken vid ett sådant utlåningsprogram att följa upp att utlåningen till företagen verkligen ökar.<sup>22</sup> Exakt hur Riksbanken lägger upp ett sådant program kommer att kommuniceras om det blir aktuellt.

### **Kostnader och risker förknippade med kompletterande penningpolitiska åtgärder**

Riksbanken brukar normalt sett göra en vinst som betalas ut till svenska staten varje år. De senaste 25 åren har Riksbanken betalat in över 210 miljarder kronor till statskassan.

Riksbanken och banksystemet utgör ett slutet system, vilket innebär att de pengar som Riksbanken skapar för att köpa statsobligationer per automatik måste komma tillbaka till Riksbanken som inlåning. Denna inlåning sker till räntenivåer på eller mycket nära reporäntan. När Riksbanken köper statsobligationer och utökar sin balansräkning kommer dock förluster att uppstå om räntorna börjar

<sup>20</sup> Till exempel kan aktiepriser och även bostadspriser stiga.

<sup>21</sup> ECB har till exempel genomfört utlåning som exkluderar lån till hushåll för bostadsköp och Bank of England riktar numera sitt "Funding for Lending Scheme" till små och medelstora företag.

<sup>22</sup> Bank of England har en sådan uppföljning i sitt "Funding for Lending Scheme" och ECB i sitt TLTRO-program.

stiga mer än vad som förväntades när köpen gjordes.<sup>23</sup> Ju större köp som görs desto större blir också förlusten.

Att Riksbanken gör en förlust behöver dock inte innebära något samhällsekonomiskt problem, även om det betyder att vinstbetalningarna till staten minskar. Detta eftersom den förbättrade ekonomiska situationen, som följer av en mer stimulerande penningpolitik, samtidigt kommer att leda till ökade skatteintäkter och minskade utgifter för exempelvis arbetslöshetsersättning. Den totala nyttan av köpen, inklusive att inflationsmålet uppfylls, blir på så vis sammantaget större än kostnaden.

Även om ett syfte med de åtgärder som diskuteras här är att uppnå ett ökat risktagande är det viktigt att komma ihåg att de samtidigt kan leda till ett alltför stort risktagande bland finansiella aktörer, icke-finansiella företag och hushåll.<sup>24</sup> Därmed finns det en risk för att det finansiella systemets motståndskraft mot störningar minskar, vilket också har beaktats vid utformningen av åtgärderna. Detta understryker vikten av att utvärdera de olika åtgärderna efter hand.

#### **Riksbanken är beredd att utöka stimulansen om det behövs**

Utöver de åtgärder som beskrivs i denna fördjupning finns ett antal ytterligare åtgärder som Riksbanken kan använda för att inflationen ska nå målet på 2 procent.<sup>25</sup> Det kan till exempel handla om köp av olika typer av värdepapper och interventioner på valutamarknaden. Exakt vilka ytterligare åtgärder som kan komma i fråga beror dock på situationen. De åtgärder som har diskuterats i denna fördjupning kan snabbt sättas in, eller utökas i omfattning, om det behövs. Erfarenheterna från vår omvärld visar att förutsättningarna kan förändras snabbt. Ytterst är det förutsättningarna för inflationen som kommer att avgöra om åtgärderna sätts in och hur kraftfulla de ska vara.

<sup>23</sup> För en utförligare diskussion om Riksbankens vinst och balansräkning, se af Jochnick, K. "Måste Riksbanken gå med vinst? Utmaningar för Riksbankens finansiering", tal januari 2015, Sveriges riksbank.

<sup>24</sup> För en mer utförlig diskussion om dessa effekter av expansiva centralbanksåtgärder, se Finansiell stabilitetsrapport 2014:2.

<sup>25</sup> Se diskussionen i fördjupningen "Penningpolitik när styrräntan är nära noll", Penningpolitisk rapport, oktober 2014.

## ■ Effekter av oljeprisfallet på den globala ekonomin

Världsmarknadspriset på olja har fallit snabbt sedan sommaren 2014. Mätt i dollar har priset sjunkit med cirka 50 procent sedan i juni. Till stor del bedöms oljeprisfallet vara en effekt av ett ökat utbud av olja, men något sämre globala tillväxtutsikter bedöms också ha bidragit. Terminspriseringen indikerar att priset de närmaste åren inte kommer att stiga tillbaka till de senaste årens nivåer. I denna fördjupningsruta diskuteras hur oljeprisfallet kan påverka den globala ekonomiska utvecklingen och inflationen. Lägre oljepriser dämpar inflationen både direkt när priset på oljelerade produkter faller och indirekt när produktionskostnader för andra varor sjunker. Effekterna skiljer sig åt mellan oljeproducerande och oljeimporterande länder. Effekterna av oljeprisfallet blir större vid varaktigt lägre oljepriser därför att företagen och konsumenterna då ändrar sitt beteende mer än vid ett tillfälligt prisfall. Hur centralbankernas penningpolitik reagerar på oljeprisfallet beror i hög grad på hur inflationen och inflationsförväntningarna påverkas.

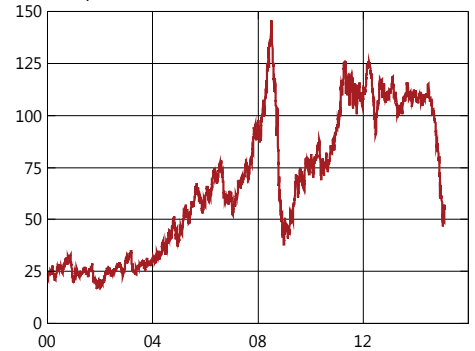
### Fallande oljepris sedan i somras

Världsmarknadspriset på råolja, mätt i Brentolja, hade fram till mitten av juni legat kring 115 amerikanska dollar per fat i flera år men har sedan dess fallit snabbt och handlas i dagsläget till nivåer strax under 60 dollar per fat (se diagram A5). Oljepriset har därmed fallit med cirka 50 procent. Detta är, uttryckt i antal dollar per fat, det näst största fallet under en tolv månaders period de senaste 50 åren. Det största fallet skedde i samband med den finansiella krisen 2008–2009 då efterfrågan i världsekonomin sjönk snabbt. Till stor del bedöms prisfallet denna gång vara en effekt av att det globala utbudet av olja har ökat (se diagram A6). Produktionen av nordamerikansk skifferolja har ökat kraftigt under de senaste åren. Detta ligger bakom den kraftiga ökningen av den totala oljeproduktionen i USA och Kanada. Sedan i somras har även Ryssland, Irak och Libyen ökat sin produktion (se diagram A7 och A8). Oljekartellen OPEC har inte, som vid tidigare prisnedgångar, minskat sin oljeproduktion i syfte att hålla uppe priserna. I stället har även OPEC ökat sin produktion. Även en förväntad minskning av efterfrågan på olja på grund av lägre förväntningar än tidigare på den globala BNP-tillväxten har bidragit till prisfallet. BNP-tillväxten i Kina har sjunkit och den är svag i Europa. Ökningen i utbudet bedöms ändå förklara större delen av prisnedgången, vilket är den bedömning som de flesta studier kommer fram till. Enligt Arezki och Blanchard (2014)<sup>26</sup> kan 65–80 procent av oljeprisfallet till och med december förra året förklaras av ett ökat utbud.

### Är det låga oljepriset bestående?

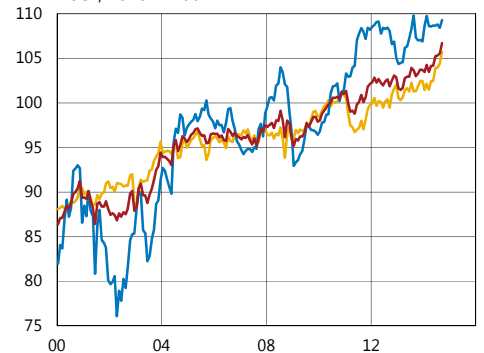
Huruvida det låga oljepriset blir bestående eller inte är avgörande för vilka effekter oljeprisfallet kan tänkas få på den globala ekonomiska

Diagram A5. Oljepris  
USD per fat



Anm. Brentolja.  
Källa: Macrobond

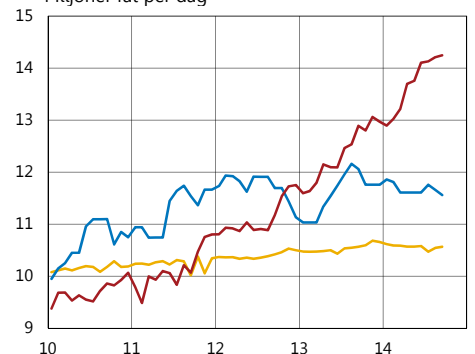
Diagram A6. Oljeproduktion  
Index, 2010 = 100



— Global  
— OPEC  
— Ikke-OPEC

Källor: U.S. Energy Information Administration och Riksbanken

Diagram A7. Oljeproduktion  
Miljoner fat per dag



— USA  
— Saudiarabien  
— Ryssland

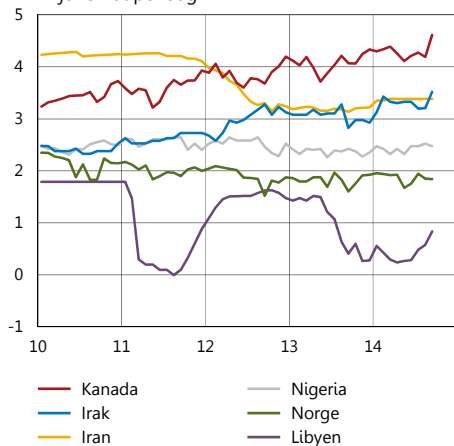
Källa: U.S. Energy Information Administration

<sup>26</sup> Arezki, R. och O. Blanchard (2014), "Seven Questions about the Recent Oil Price Slump." *IMFdirect Blog*, December 22, 2014.



**Diagram A8. Oljeproduktion**

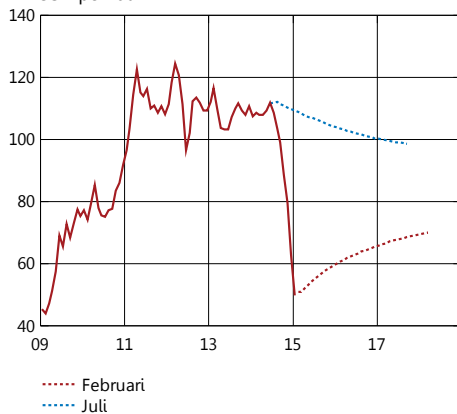
Miljoner fat per dag



Källa: U.S. Energy Information Administration

**Diagram A9. Oljepris och terminspriser**

USD per fat



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

utvecklingen. Riksbankens prognoser för oljepriset grundar sig på terminsprissättningen för Brentolja. Enligt oljeterminerna förutses en försiktig uppgång i oljepriset från nuvarande nivå på drygt 50 dollar per fat till omkring 70 dollar per fat i början av 2018 (se diagram A9). Terminsprissättningen indikerar därmed att oljepriset kommer att stiga, men till en nivå som är betydligt lägre än den som gällt under de senaste åren. Osäkerheten kring denna prognos är naturligtvis stor. Hur bestående det låga oljepriset blir beror i stor utsträckning på hur OPEC:s produktion påverkas. Om OPEC minskar sin oljeproduktion kommer oljepriset sannolikt att stiga. Ett lågt oljepris leder också troligen till lägre investeringar i oljeproduktionen, bland annat i nordamerikansk skifferolja, vilket på sikt minskar produktionskapaciteten och därmed utbudet av olja. Andra faktorer som kan påverka oljepriset via minskat utbud är de geopolitiska oroligheterna i till exempel Libyen och Irak och osäkerheten kopplad till konflikten mellan Ryssland och Ukraina.

### Effekter av lägre oljepris på den globala ekonomin

Om det låga oljepriset väntas bli varaktigt påverkas ekonomin mer än om prisnedgången väntas bli tillfällig eftersom företag och konsumenter reagerar starkare på ett varaktigt lägre oljepris. Men vilken effekt det lägre oljepriset har på den globala ekonomiska utvecklingen beror inte bara på om det låga priset bedöms vara tillfälligt eller varaktigt utan också på vad som drivit fram oljeprisfallet. Ett prisfall som beror på minskad efterfrågan på olja får inte samma positiva effekter på den globala ekonomin som ett prisfall som beror på ökat oljeutbud. Det beror på att ett efterfrågedrivet prisfall är ett symptom på sämre tillväxtutsikter. Olika studier visar detta tydligt (se tabell A1). Storleken på effekterna beror också på hur länderna anpassar sin finans- och penningpolitik till följd av prisfallet.



**Tabell A1. Effekter på BNP-nivå och inflation från ett oljeprisfall på 10 procent**  
Procent

	USA	Euroområdet
<b>BNP</b>		
Barell och Pomerantz (2004)	0,16	0,13
Carabenciov et al (2008)	0,20	0,06
Cashin et al (2014)*	0,08	0,08
Cashin et al (2014)**	-0,08	-0,05
EC (2008)		0,06
Hervé et al (2010)	0,31	0,20
Jimenez-Rodriguez och Sanchez (2004)	0,40	0,01
Kilian och Vigfusson (2014)	0,20	
Peersman och Van Robays (2011)*	0,44	0,08
Peersman och Van Robays (2011)**	-0,50	-0,54
<b>Inflation</b>		
Barell och Pomerantz (2004)	-0,17	-0,10
Carabenciov et al (2008)	-0,27	-0,16
Cashin et al (2014)*	-0,01	-0,04
Cashin et al (2014)**	-0,03	-0,06
EC (2008)		-0,13
Hervé et al (2010)	-0,41	-0,31

Anm. Effekterna är skalade så att de motsvarar ett oljeprisfall på 10 procent. \*Avser utbudsschock.  
\*\*Avser efterfrågeschock.

Källor: Se fotnot 27.

### BNP-effekter

Eftersom oljeprisfallet sedan i somras till stor del bedöms bero på ett ökat utbud av olja, antas det ha positiva effekter på den globala ekonomiska utvecklingen som helhet. Effekterna varierar dock stort mellan olika länder beroende på om de är nettoimportörer eller nettoexportörer av olja. Historiska samband indikerar att oljeprisfallet sedan i somras, om det antas att priset ligger kvar på dagens nivå, skulle höja den globala BNP-nivån med knappt 1 procent på några års sikt.<sup>28</sup>

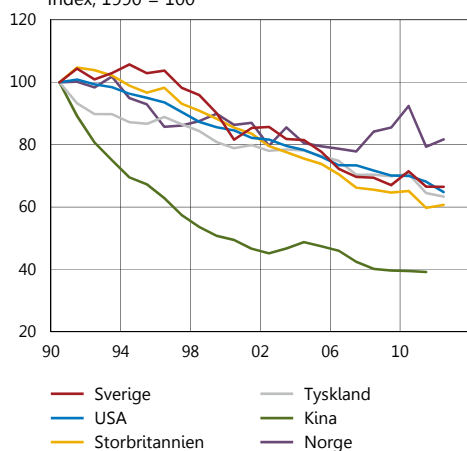
Flera studier tyder dock på att effekterna av oljeprisförändringar på den ekonomiska utvecklingen har minskat över tiden.<sup>29</sup> Energiintensiteten i världsekonomin har exempelvis minskat betydligt de senaste

<sup>27</sup> Barrell, R och O Pomerantz (2004): "Oil prices and the world economy", NIESR Discussion Paper, no 242. Carabenciov, I, I Ermolaev, C Freedman, M Juillard, O Kamenik, D Korshunov, D Laxton and J Laxton (2008): "A Small Quarterly Multi-country projection Model with Financial-real Linkage and Oil Prices", IMF Working Papers 08/280. Cashin, P, K Mohaddes, M Raissi and M Raissi, (2014): "The differential effects of oil demand and supply shocks on the global economy", Energy Economics, vol 44, no 1, pp 113-34. European Commission (2008): "Recent economic developments and short-term prospects", Quarterly Report on the Euro Area, no 7. Hervé, K, N Pain, P Richardson, F Sédillot, and P Befy (2010): "The OECD's new global model", Economic Modelling, vol 28, pp 589-601. Jiménez-Rodríguez, R and M Sánchez (2004): "Oil price shocks and real GDP growth: Empirical evidence for some OECD countries", European Central Bank Working Papers, no 362. Kilian, L and RJ Vigfusson (2011): "Are the responses of the U.S. economy asymmetric in energy price increases and decreases?", Quantitative Economics, vol 2, no 3, pp 419-53. Peersman, G and I Van Robays, (2012): "Cross-country differences in the effects of oil shocks", Energy Economics, vol 34, no 5, pp 1532-47.

<sup>28</sup> Grundat på beräkningar i Världsbanken (2015), "Global Economic Perspectives – Having Fiscal Space and Using It". A World Bank Group flagship report, January 2015.

<sup>29</sup> Se exempelvis Blanchard, O. och J. Galí (2008): "The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why are the 2000s so Different from the 1970s?", CEPR Discussion Papers 6631, Hamilton, D. (2005): "Oil and the Macroeconomy." i *The New Palgrave Dictionary of Economics*, red Durlauf, S. och L. Blume, (London: MacMillan, 2006, 2nd ed), och Killian, L. (2014): "Oil Price Shocks: Causes and Consequences." *Annual Review of Resource Economics*, Annual Reviews, vol. 6(1): 133-154.

**Diagram A10. Energiintensitet**  
Index, 1990 = 100



Anm. Energiintensitet beräknas som energianvändning i förhållande till BNP.

Källor: Världsbanken och Riksbanken

decennierna (se diagram A10). Det gör att tidigare skattningar av effekter av oljeprisförändringar på tillväxten ska tolkas med försiktighet.

De allra flesta länder är nettoimportörer av olja, till exempel Sverige (se tabell A2). I oljeimporterande länder är effekten av sjunkande oljepriser på BNP-tillväxten övervägande positiv. Hushållens konsumtionsutrymme ökar och företagens produktions- och transportkostnader sjunker, vilket normalt leder till högre vinster, investeringar och nyanställningar. Bedömningen i denna penningpolitiska rapport är att en varaktig nedgång i oljepriset med 10 procent innebär att BNP-nivån i Sverige i slutet av prognosperioden blir 0,1 procent högre (se kapitel 2 "Alternativa scenarier och risker"). Denna bedömning ligger i linje med skattningsresultat för euroområdet (se tabell A1). Konsumtionseffekten för hushållen och effekten på vinster och investeringar beror bland annat på hur energiintensiva ekonomierna är. Kina, Indien och Indonesien är ekonomier som är mer energiintensiva än utvecklade ekonomier och drar därmed större nytta av lägre oljepriser. En del länder, till exempel Indien och Kina, har redan utnyttjat de lägre oljepriserna för att minska de inhemska oljesubventionerna och höja de oljerelaterade skatterna för att förbättra sina offentliga finanser.

Hos nettoexportörerna, såsom Saudiarabien, Ryssland och Norge dämpas däremot BNP-tillväxten då exportintäkterna sjunker. Tendensen bland vissa oljeproducerande länder att kompensera prisnedgången med att producera och exportera mer för att inte tappa allt för mycket exportintäkter har sannolikt bidragit till den ytterligare prisnedgången de senaste månaderna. Generellt sett är länder som exporterar olja mer beroende av oljepriset än länder som importerar olja. Därmed kan de negativa effekterna på ekonomin vara betydande i flera oljeexporterande länder.

**Tabell A2. Nettoexport av olja 2014**  
Procent av BNP

Land	Nettoexport	Land	Nettoexport
Ryssland	12,91	Sverige	-1,99
Norge	9,45	Italien	-2,04
Kanada	3,52	Tyskland	-2,15
Mexiko	0,57	Kina	-2,19
Danmark	0,38	Spanien	-3,74
Storbritannien	-1,00	Polen	-4,09
Frankrike	-1,50	Japan	-4,19
Brasilien	-1,56	Tjeckien	-4,86
USA	-1,68	Indien	-4,99
Finland	-1,85		

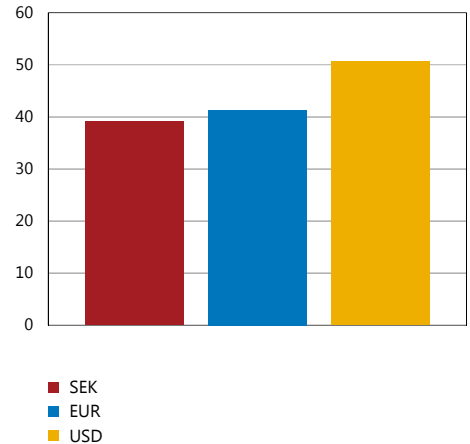
Anm. Baserat på estimat från IMF World Economic Outlook, oktober 2014.  
Källor: IMF och Riksbanken

### Effekter på inflationen

Lägre oljepris leder till lägre global inflation. Enligt Världsbankens (2015) bedömning skulle den globala inflationen minska med 0,4–0,9 procentenheter under 2015 till följd av ett oljeprisfall på 30 procent. Effekterna varierar dock mellan olika länder beroende på bland annat vilken vikt oljeprodukter har i KPI-korgen, oljeprisets effekter på löner och andra priser, valutakursutvecklingen, handlingsutrymmet för penningpolitiken och hur oljerelaterade skatter och subventioner är utformade.

Oljeprisfallet får en större direkt effekt på inflationen i länder där oljerelaterade produkter utgör en stor del av KPI-korgen. Storleken på de indirekta effekterna, det vill säga hur mycket andra priser samt löner påverkas av oljeprisfallet, varierar också mellan olika länder. Även nivån på oljerelaterade skatter påverkar hur stort genomslaget blir på konsumentpriserna. Till exempel är genomslaget på bensinpriserna betydligt större i USA på grund av lägre volymbaserade punktskatter på bensin som är oberoende av priset än i euroområdet och i Sverige. Uttryckt i gemensam valuta, till exempel kronor per liter, är skillnaden stor.<sup>30</sup> Det innebär att den del av bensinpriset som påverkas av marknadspriserna på olja är betydligt större i USA än i Europa. I euroområdet, Japan och Sverige har oljeprisfallet i dollar också motverkats av en valutaförsvagning mot den amerikanska dollarn som dämpat prisnedgången i inhemsk valuta (se diagram A11). För Sverige bedöms de direkta effekterna till följd av fallet i oljepriset bidra till att sänka KPI-inflationen med 0,4 procentenheter 2015 (se diagram A12). Denna beräkning utgår från att terminspriset på olja uttryckt i dollar som årsgenomsnitt faller med 45 procent i år jämfört med 2014. Detta motsvarar 34 procent uttryckt i kronor. Priserna på drivmedel i KPI bedöms sjunka med 9 procent och med drivmedlens

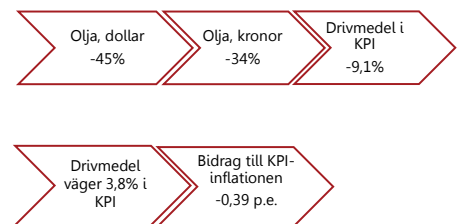
**Diagram A11. Oljeprisfall i olika valutor**  
Procent



Anm. Förändring avser skillnaden mellan slutet av juni 2014 och början av februari 2015.

Källor: Macrobond och Riksbanken

**Diagram A12. Oljans väg till konsumentpriserna i Sverige från 2014 till 2015, direkta effekter**  
Årlig procentuell förändring och procentenheter



Anm. Vid sidan om drivmedel såsom bensin och diesel, har oljepriset också en viss påverkan för villaolja. Den produkten har dock mycket marginell vikt i KPI.

Källor: Macrobond, SCB och Riksbanken

<sup>30</sup> I USA är den volymbaserade punktskatten på bensin motsvarande knappt en krona per liter. I Europa ligger den på omkring sex kronor per liter.

vikt i KPI på knappt 4 procent, summeras effekten på totala KPI till -0,4 procentenheter.

### **Effekter för penningpolitiken**

Ett oljeprisfall som mestadels beror på att utbudet ökat ska i normalfallet inte leda till några bestående effekter på inflationen. I ett sådant scenario skulle den penningpolitiska responsen i många fall bli ganska försiktig. Detta beror dels på att inflationsnedgången i hög grad bedöms bli temporär, dels på att effekterna på realekonomin är positiva, vilket kan öka inflationstrycket. I många ekonomier kompliceras dock situationen i dagsläget av att inflationen redan i utgångsläget är mycket låg. När inflationen är långt under målet kan centralbankernas tolerans för ytterligare negativa inflationsimpulser vara låg. Dessutom kan det finnas en förhöjd risk för att hushållens och företagens inflationsförväntningar sjunker till följd av oljeprisfallet. I ett sådant scenario kan det finnas skäl för penningpolitiken att reagera mer kraftfullt (se analysen i kapitel 2 "Alternativa scenarier och risker").

## ■ Låg inflation – inte bara ett svenskt fenomen

**Inflationen är för närvarande låg i Sverige och i många europeiska länder. För att få perspektiv på inflationsutvecklingen i Sverige jämförs i denna fördjupning den svenska utvecklingen med utvecklingen i euroområdet och några andra länder. Under det senaste året har mönstret varit likartat i ett flertal länder med en minskning i ökningstakten i många undergrupper i konsumentprisindex. Särskilt tjänstepriserna har ökat långsamt det senaste året i både Sverige och euroområdet.**

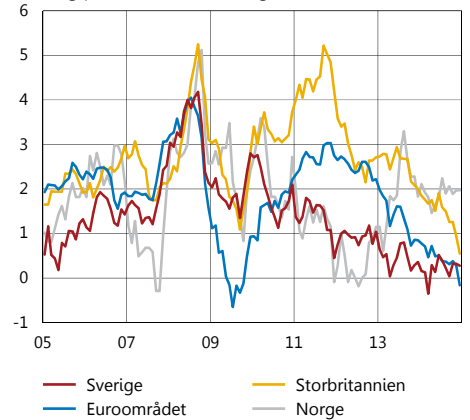
### Inflationen har fallit i många länder

Inflationen har fallit i många europeiska länder under de senaste åren. I diagram A13 och diagram A14 jämförs inflationen i Sverige med inflationen i euroområdet, Storbritannien och Norge. Prisökningstakten har varit lägst i Sverige och i euroområdet och uppgick i december till 0,3 respektive -0,2 procent mätt med det EU-harmoniserade indexet för konsumentpriser (HIKP).<sup>31</sup> Prisökningstakten var nära noll i Norge under 2012, men ökade därefter relativt snabbt och har under 2014 legat runt 2 procent.

Riksbankens bedömning är att den svaga efterfrågeutvecklingen är en viktig förklaring till att inflationen är låg både i Sverige och i euroområdet. Denna bedömning delas av till exempel ECB och EU-kommissionen.<sup>32</sup> Och som Riksbanken tidigare framhållit har den låga efterfrågan medfört att företagen haft svårt att höja sina priser i samma takt som deras kostnader ökat.<sup>33</sup> Diagram A15 visar att ett lågt resursutnyttjande tycks vara förknippat med en låg inflation i många länder det senaste året. De flesta länderna har haft ett lågt resursutnyttjande samtidigt som inflationen varit låg. Och ju lägre resursutnyttjandet har varit desto lägre var inflationen 2014 generellt sett.

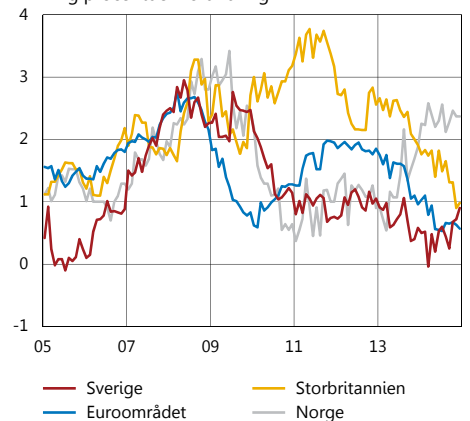
Det finns dock även andra viktiga förklaringsfaktorer till den låga inflationen, till exempel direkta effekter av importpriser och växelkurser. Att inflationen är relativt hög i Norge tycks delvis kunna förklaras av att Norge haft ett högre resursutnyttjande. Samtidigt har den norska kronan försvagats mot både euron och den svenska kronan. Inflationen föll något tidigare i Sverige än på andra håll och var lägre än i euroområdet under åren 2011 till 2012, trots att efterfrågeläget då var förhållandevis gynnsamt i Sverige. Att kronan förstärktes kraftigt mellan 2010 och 2012 är troligen en viktig förklaring till detta.

**Diagram A13. HIKP**  
Årlig procentuell förändring



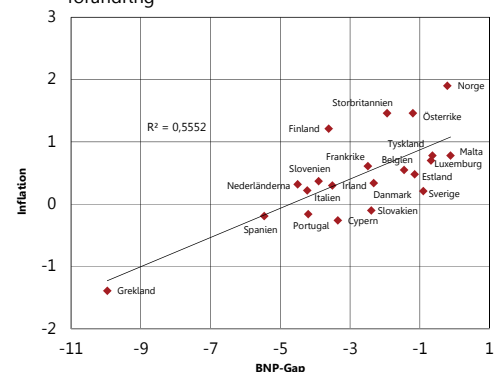
Anm. HIKP avser EU-harmoniserat index för konsumentpriser.  
Källa: Eurostat

**Diagram A14. HIKP exklusive energi**  
Årlig procentuell förändring



Anm. HIKP avser EU-harmoniserat index för konsumentpriser.  
Källa: Eurostat

**Diagram A15. BNP-gap 2013-2014 och HIKP 2014**  
I procent av potentiell nivå respektive årlig procentuell förändring



Anm. Den horisontella axeln visar genomsnittligt BNP-gap 2013 och 2014 (IMF:s uppskattning) och den vertikala genomsnittlig HIKP-inflation 2014. Prickarna visar länderna i euroområdet samt Sverige, Norge och Storbritannien. Siffror saknas för Lettland och Tjeckien. Linjen visar regressionslinjen för sambandet mellan BNP-gapet och inflationsnivån.

Källor: Eurostat och IMF

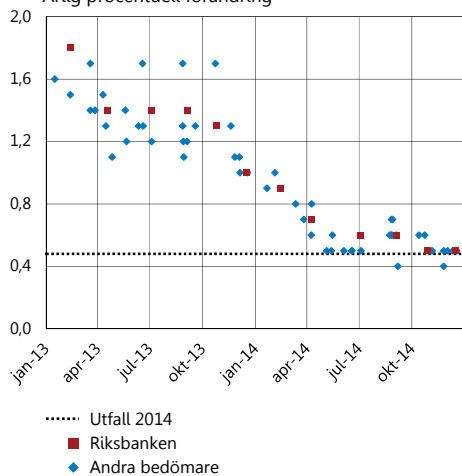
<sup>31</sup> Harmoniserat index för konsumentpriser (HIKP) är ett index för jämförelser av inflationen i Europa. HIKP finns för alla EU länder plus Island, Norge, Schweiz och USA, samt även för EU respektive euroområdet som helhet. HIKP används som målvariabel för ECB:s penningpolitik. HIKP beräknas enligt harmoniserade regler för till exempel täckning, beaktande av nya produkter, uppdatering av produkturval, justeringar för kvalitetsförändringar samt indexformler för beräkningarna. HIKP skiljer sig från det svenska KPI på ett antal punkter. Posterna för egnahem ingår till största del inte i HIKP och metoden att beräkna indexet och prisutveckling för HIKP skiljer sig i viss mån från den i KPI.

<sup>32</sup> Se till exempel "December 2014 Eurosystem Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area" från ECB och "European Economic Forecasts, Autumn 2014" från EU-kommissionen.

<sup>33</sup> Se till exempel fördjupningen "Varför är inflationen låg?" i Penningpolitisk rapport, juli 2014 samt Apel, M., E. Fröhm, J. Hokkanen, C. Nyman och S. Palmqvist, "Varför har företagen inte höjt sina priser?", Ekonomiska kommentarer nr 4, 2014, Sveriges riksbank.

**Diagram A16. Prognoser och utfall för KPIF-inflationen 2014**

Årlig procentuell förändring

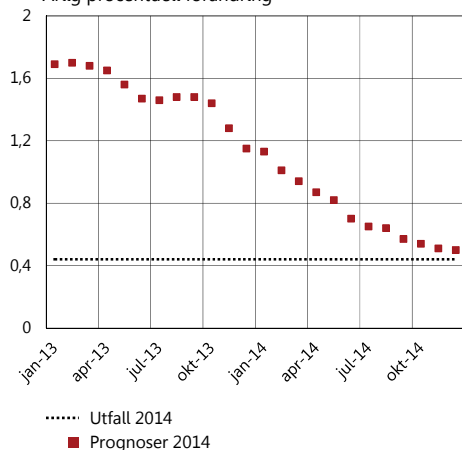


Anm. De andra bedömare som finns med i diagrammet är Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet, Nordea, SEB, Handelsbanken, Svenskt näringsliv, Swedbank och LO.

Källor: Andra prognosmakare och Riksbanken

**Diagram A17. Prognoser och utfall för HIKP-inflationen i euroområdet 2014**

Årlig procentuell förändring

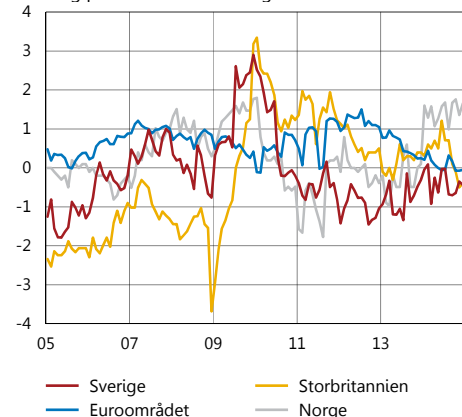


Anm. Avser den genomsnittliga prognoserna från drygt 20 prognosmakare.

Källor: Consensus Forecasts och Eurostat

**Diagram A18. Varor exklusive energi och livsmedel**

Årlig procentuell förändring



Anm. Utgör cirka 27 procent av HIKP.

Källa: Eurostat

Inflationen blev överraskande låg under fjolåret både i Sverige och i euroområdet i förhållande till såväl Riksbankens som andra bedömares prognoser. Diagram A16 och A17 visar att prognosmakarna successivt reviderat ned sina inflationsprognoser de senaste två åren.

Både Riksbankens och andra bedömares prognoser för KPIF-inflationen 2014 reviderades ned från drygt 1,5 procent i början av 2013 till cirka 0,5 procent i mitten av 2014. Prognoserna för inflationen i euroområdet reviderades ned till cirka 0,5 procent i slutet av 2014, från cirka 1,7 procent i genomsnitt i början av 2013.

### Bred nedgång i inflationen

Inflationen var ungefär lika låg i euroområdet som i Sverige under 2014. Nedgången i prisökningstakten var bred och syns i de flesta länder i euroområdet och i de flesta undergrupper i HIKP. Detta framgår av den värmekarta som visas i tabell A3. Kolumnerna visar länderna i euroområdet samt Sverige, Norge, Danmark och Storbritannien. Raderna visar 33 undergrupper som tillsammans utgör det totala HIKP. Blå nyanser visar undergrupper som ökat långsammare 2014 än genomsnittet 2000–2013. Gula och röda nyanser visar tvärtom att undergruppen ökat ovanligt snabbt. Man kan generellt notera att färgskalan går mer i blå nyanser i de flesta länder vilket betyder att en majoritet av undergrupperna i HIKP har ökat ovanligt långsamt i en majoritet av länderna. Särskilt mycket blå nyanser syns till exempel i Grekland och Lettland medan nyanserna är mer gulröda i till exempel Norge, Finland, Österrike och Storbritannien.

**Tabell A3: Värmekarta, undergrupper i HIKP i olika länder<sup>34</sup>**

	el	lv	si	sk	cy	ie	pt	ee	es	dk	it	se	lu	mt	fr	ch	be	de	nl	no	fi	at	uk
Mat	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Alkohol fria drycker	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Alkoholhaltiga drycker	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Tobak	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Kläder	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Skor	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Hyror	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Underhåll av bostad	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Andra bostadstjänster	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
El, gas & andra bränslen	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Möbler & inredning	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Hushållstextilier	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Hushållsapparater	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Glas, porslän & husgeråd	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Hus & trädgård	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Hushållsunderhåll	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Medicinska produkter	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Tjänster, öppenvård	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Sjukhus tjänster	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Inköp av fordon	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Driftkostnader	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Transporttjänster	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Posttjänster	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Telefon & fax	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Hemelektronik	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Rekreation och kultur, övr.	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Andra fritidsartiklar	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Fritids & kultur	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Tidningar, böcker	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Paketresor	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Utbildning	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Restauranger & hotell	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå
Diverse varor och tjänster	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå	blå

Anm. Blå nyanser visar att undergruppen ökat långsammare mätt som årlig procentuell förändring under 2014 jämfört med den genomsnittliga årliga procentuella förändringen under åren 2000 till 2013. Ju mörkare blå nyans desto större negativ avvikelse och ju mörkare röd nyans desto större positiv avvikelse. Länderna är ordnade så att länder med mest blå nyanser syns till vänster. Länderna som jämförs är länderna i euroområdet samt Sverige, Danmark, Norge och Storbritannien.

Källor: Eurostat och Riksbanken

<sup>34</sup> Länderförkortningarna i kolumnrubrikerna utläses enligt följande: el=Grekland, lv=Lettland, si=Slovenien, sk=Slovakien, cy=Cypern, ie=Irland, pt=Portugal, ee=Estland, es=Spanien, dk=Danmark, it=Italien, se=Sverige, lu=Luxemburg, mt=Malta, fr=Frankrike, ch=Tjeckien, be=Belgien, de=Tyskland, nl=Nederländerna, no=Norge, fi=Finland, at=Österrike och uk=Storbritannien.

Det är vanligt att dela upp HIKP i huvudgrupperna varor exklusive energi och livsmedel, tjänster, livsmedel och energi. Diagram A18 visar årlig procentuell förändring i priserna för varor exklusive energi och livsmedel i Sverige tillsammans med mot-svarande siffror för euroområdet, Norge och Storbritannien. I Sverige har priserna fallit mätt i årlig procentuell förändring sedan 2010, men takten i prisfallet har blivit allt långsammare sedan i mitten på 2012. I euroområdet har prisförändringstakten däremot dämpats sedan mitten av 2012 till ungefär samma nivå som i Sverige. Utvecklingen i Norge har liknat den i Sverige över tid. Under 2014 har dock priserna ökat betydligt snabbare i Norge.

Varupriserna ökar normalt långsammare än tjänstepriserna då produktiviteten tenderar att öka snabbare i varuproducerande branscher. I varuprisaggregatet ingår till exempel priser för hemelektronik. Dessa faller vanligen i pris eftersom till exempel tv-apparater och datorer tenderar att bli både mer avancerade och billigare över tid (se diagram A19).<sup>35</sup> Prisfallen har pågått kontinuerligt i de flesta länder och har inte accentuerats på senare tid.

Diagram A20 visar prisförändringen för *tjänster* i Sverige och i andra ekonomier. Utvecklingen i Sverige har under de senaste åren varit ganska likartad den i euroområdet som helhet. Under slutet av 2013 till i slutet av 2014 var dock prisökningstakten något långsammare i Sverige. I Norge har ökningstakten varit mer volatil och under de senaste åren ser man en uppåtgående trend. Jämfört med Sverige har prisökningstakten på tjänster genomgående legat på en högre nivå i Storbritannien. Liksom i Sverige och euroområdet har prisutvecklingen dock uppvisat en nedåtgående trend på senare år.

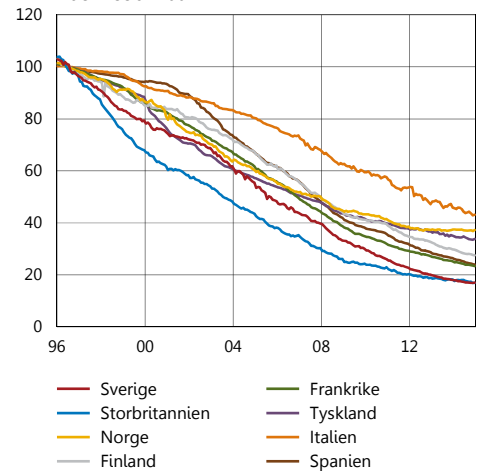
Förändringstakten i priset på flygresor ingår bland tjänstepriserna och har varit volatil i Sverige de senaste åren och påverkat utvecklingen av den totala HIKP-inflationen, trots att den bara utgör drygt 1 procent.<sup>36</sup> Förändringstakten i priset på flygresorna i Sverige uppgick i början av fjolåret till cirka -20 procent och i december till cirka 7 procent (se diagram A21). En liknande förändring syns i Norge under fjolåret. I Storbritannien och euroområdet har prisförändringstakten varit mindre volatil det senaste året.

Nedgången i ökningstakten i tjänstepriserna är bred. Tabell A4 visar att färgskalan går mer i blå nyanser i de flesta länder vilket tyder på att en majoritet av undergrupperna i tjänsteprisaggregatet har ökat ovanligt långsamt i en majoritet av länderna. Särskilt mycket blå nyanser syns till exempel i Slovakien och Grekland medan nyanserna är mer gulröda i till exempel Danmark och Belgien.

<sup>35</sup> När statistikmyndigheter mäter hur priserna ändras behöver ofta kvalitetsförändringar hanteras. Tv-apparater, datorer och andra produkter kommer hela tiden i nya modeller. Vid byte från en modell till en annan försöker statistikmyndigheten skilja på hur mycket av prisförändringen som beror på att kvaliteten har förändrats. Detta kan innebära att det uppmätta priset faller när en vara kommer i en ny mer avancerad modell, även om priset skulle vara detsamma.

<sup>36</sup> De senaste åren har volatiliteten i index för utrikes resor ökat i Sverige vilket hänger samman med att Statistiska centralbyrån 2012 ökade urvalet av resor och inkluderade fler lågprisflygbolag i beräkningen av index.

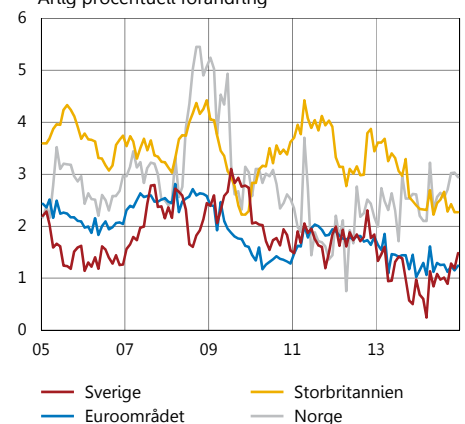
**Diagram A19. Priser på hemelektronik**  
Index 1996=100



Anm. Avser index för delgruppen "Audio-Visual, Photographic & Information Processing Equipment" i HIKP vilket utgör cirka 1,5 procent av HIKP.

Källa: Eurostat

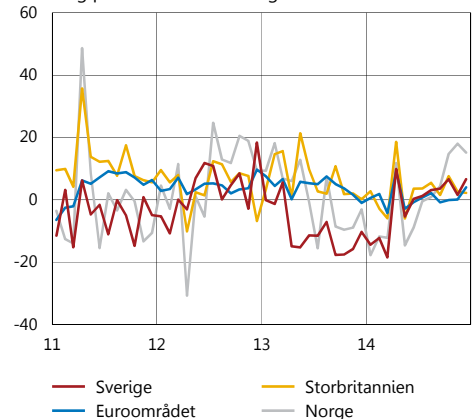
**Diagram A20. Tjänster**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Utgör cirka 42 procent av HIKP.

Källa: Eurostat

**Diagram A21. Flygresor**  
Årlig procentuell förändring

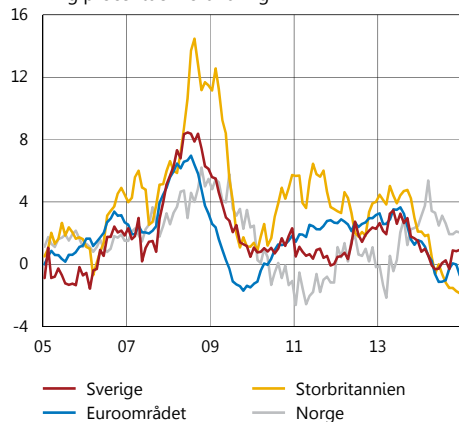


Anm. Utgör drygt 1 procent av HIKP.

Källa: Eurostat

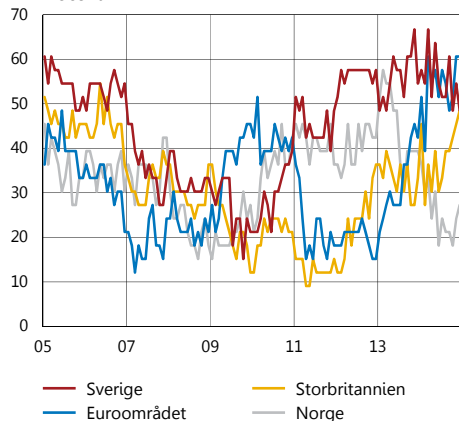


**Diagram A22. Livsmedel**  
Årlig procentuell förändring



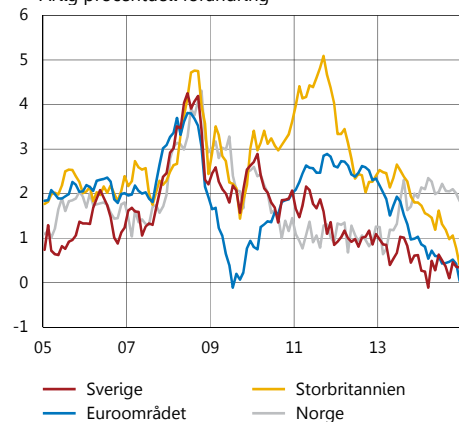
Anm. Utgör cirka 20 procent av HIKP.  
Källa: Eurostat

**Diagram A23. Andel priser som ökar långsammare än 1 procent**  
Procent



Anm. Bygger på HIKP uppdelat i 33 undergrupper.  
Källor: Eurostat och Riksbanken

**Diagram A24. Mått på underliggande inflation**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Diagrammet visar ett inflationsmått där de 7,5 procent högsta och de 7,5 procent lägsta prisförändringarna vägts ur. Beräkningarna bygger på HIKP uppdelat i 33 undergrupper.  
Källa: Eurostat och Riksbanken

**Tabell A4: Värmecharta, tjänstepriser i HIKP i olika länder**

	sk	el	ee	es	lv	si	pt	ie	lu	dk	it	nl	se	cy	mt	uk	ch	no	fr	at	de	be	
Klädvård																							
Hyror																							
Sophämtning																							
Avloppsvatten																							
Andra bostadstjänster																							
Reparation, hushållsapparater																							
Hushållstjänster																							
Medicinska tjänster																							
Tandläkartjänster																							
Sjukhusvård																							
Underhåll av fordon																							
Andra transporttjänster																							
Passagerartransport med järnväg																							
Passagerartransport på landsväg																							
Passagerartransport med flyg																							
Passagerartransport på vatten																							
Kombinerad passagerartransport																							
Ovriga köpta transporttjänster																							
Posttjänster																							
Telefontjänster																							
Fritids- och idrottsverksamhet																							
Kulturella tjänster																							
Paketresor																							
Utbildning																							
Restauranger, kaféer																							
Personalmatsalar etc.																							
Inkvarteringstjänster																							
Frisör-, skönhetsalonger																							
Sociellt skydd																							
Försäkringar, bostad																							
Försäkringar, hälsa																							
Försäkringar, transporter																							
Ovriga finansiella tjänster																							
Ovriga tjänster																							

Anm. För länderkoder, se fotnot till tabell A1. Blå nyanser visar att undergruppen ökat långsammare mätt som årlig procentuell förändring under 2014 jämfört med den genomsnittliga årliga procentuella förändringen under åren 2000 till 2013. Ju mörkare blå nyans desto större negativ avvikelse och ju mörkare röd nyans desto större positiv avvikelse. Länderna är ordnade så att länder med mest blå nyanser syns till vänster. Länderna som jämförs är länderna i euroområdet samt Sverige, Danmark, Norge och Storbritannien.  
Källor: Eurostat och Riksbanken

Diagram A22 visar prisförändringen för *livsmedel*. Under senare år har prisutvecklingen varit tydligt långsammare i Sverige än i Norge. Utvecklingen i Sverige har varit lik den i euroområdet som helhet. Prisutvecklingen i Sverige har också varit lik den i Storbritannien det senaste året, men har legat på en annan genomsnittlig nivå över tid.

Andelen priser som ökar långsamt har blivit större i de flesta länder, vilket också illustrerar att nedgången är bred (se diagram A23). Sverige, euroområdet och Storbritannien har likartade trender, men prisdämpningen tycks ha kommit igång tidigare i Sverige. I Norge ser man istället en nedgång i andelen priser som ökar långsamt sedan 2013. Även andra typer av mått på underliggande inflation indikerar att det inte är någon enskild undergrupp som ligger bakom nedgången i inflationen i vare sig Sverige, euroområdet eller Storbritannien (se diagram A24).

### Låg inflation – inte bara ett svenskt fenomen

Sammanfattningsvis är inflationen låg och har utvecklats på ett likartat sätt i Sverige och euroområdet det senaste året. Den låga inflationen hänger bland annat samman med ett förhållandevis lågt resursutnyttjande vilket avspeglas i att nedgången har varit bred och syns i många länder och i många undergrupper i HIKP. Särskilt tjänstepriserna har ökat långsammare än normalt i Sverige och i många andra europeiska länder det senaste året. I Norge är inflationen inte lika låg och har istället stigit det senaste året, troligen till följd av att resursutnyttjandet är förhållandevis högt och att den norska kronan har försvagats.



## ■ Digitaliseringen och inflationen

**En av de strukturella förändringar som uppmärksammats under senare tid är den digitala tekniska utvecklingen och dess spridning till olika användningsområden i ekonomin. I denna fördjupning beskriver vi olika kanaler genom vilka denna så kallade digitalisering skulle kunna påverka inflationen. Kunskapsläget är dock fortfarande bristfälligt. Det förefaller rimligt att anta att digitaliseringen dämpar inflationen, men exakt hur mycket är svårt att säga. Riksbankens bedömning är att de senaste årens nedgång i inflationstakten främst hänger samman med andra faktorer.**

### **Strukturella förändringar kan påverka inflationen**

Inflationen påverkas av konjunkturläget i ekonomin och olika typer av pris- eller utbudsförändringar. Exempelvis antas den låga inflation som idag kan observeras i många länder i hög grad bero på att efterfrågan återhämtat sig oväntat långsamt efter finanskrisen, och på att oljepriset fallit överraskande kraftigt.

Inflationen kan också påverkas av strukturella förändringar av mer långsiktig natur. Exempel som diskuterats de senaste decennierna är globaliseringen och avregleringen av olika marknader.<sup>37</sup> Stabiliseringspolitiken behöver också ta hänsyn strukturella förändringar. Om en strukturell förändring exempelvis förmodas ha en dämpande effekt på inflationen kan man i princip kompensera för detta genom en mer expansiv penningpolitik.

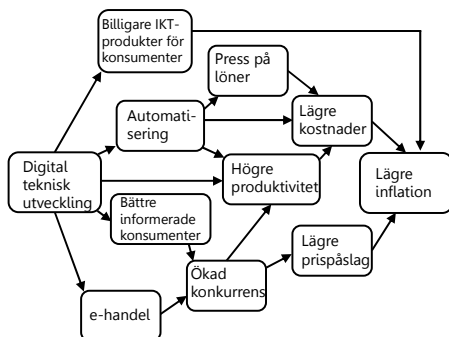
### **Effekten är i grunden temporär men kan vara svår att förutse**

Men strukturella förändringar och deras effekter är inte alltid lätta att identifiera, trots att de ofta påverkar ekonomin under lång tid. Även i de fall man känner till att ekonomin påverkas av en underliggande strukturell förändring, som till exempel globaliseringen, kan effekterna variera över tiden och vara så komplexa och svåra att förutsäga att de inte kan beaktas fullt ut i den ekonomiska politiken. Strukturella förändringar kan därmed bidra till att inflationen inte utvecklas som förväntat.

Det är dock viktigt att inse att den eventuella effekt en strukturell förändring kan få på inflationen i grunden är tillfällig, även om den kan vara relativt varaktig. En strukturell förändring påverkar inflationen så länge den fortgår, under anpassningen mot en ny jämvikt i ekonomin. Men i det riktigt långa loppet beror inflationen inte på strukturella förändringar eller annat som händer i den reala ekonomin.<sup>38</sup>

<sup>37</sup> Skillnaden mellan en strukturell förändring och en så kallad utbudstörning är inte alltid uppenbar, och handlar ibland mest om tidsperspektivet. En strukturell förändring som till exempel globaliseringen är en process som pågår under decennier, medan en utbudstörning, exempelvis en kraftig förändring av oljepriset, påverkar ekonomin under en betydligt mer begränsad period.

<sup>38</sup> Man brukar uttrycka detta som att inflationen på lång sikt är ett monetärt fenomen, med vilket menas att den beror på tillväxten i mängden pengar i ekonomin.

**Diagram A25. Digitaliseringens effekter på inflationen**

Källa: Riksbanken

### Ett exempel på strukturell förändring – digital teknisk utveckling

En av de strukturella förändringar som uppmärksammas under senare tid är den digitala tekniska utvecklingen och dess spridning till olika användningsområden i ekonomin, för enkelhets skull fortsatt kallad digitalisering.<sup>39</sup> Debatten om digitaliseringen och dess inverkan på ekonomin är inte ny. Kring millennieskiftet fördes en liknande diskussion kring informations- och kommunikationstekniken (IKT) och vad som då kallades "den nya ekonomin".<sup>40</sup> Den gången tog sig utvecklingen uttryck i en alltför stor optimism på aktiemarknaden om den nya teknikens möjligheter, vilket till slut mynnade ut i den så kallade IT-kraschen. Men även om detta dämpade diskussionen kring de ekonomiska effekterna av IKT fortsatte den digitala tekniska utvecklingen som sådan. Under senare år har debatten alltså åter tagit fart, om än i en något annan form.

I de senaste årens diskussioner om digitaliseringen har de möjliga effekterna på inflationen hittills spelat en ganska undanskymd roll. Fokus har i stället varit på vilka konsekvenser digitaliseringen kan få för tillväxten och välfärden och på skillnaderna mellan grupper och branscher som på olika sätt förmår tillgodogöra sig och utnyttja digitaliseringen och de som inte gör det. Under senare tid har dock även effekterna på inflationen börjat uppmärksammas, i synnerhet i den svenska debatten.<sup>41</sup>

### Effekten av digitalisering på inflationen – en principskiss

Diagram A25 kan användas för att översiktligt beskriva de kanaler genom vilka digitaliseringen kan tänkas påverka inflationen. Olika delar av schemat diskuteras nedan i tur och ordning. Genomgången är principiell och kvalitativ, men inte kvantitativ eftersom vi ännu vet alltför lite om digitaliseringens effekter på inflationen. I vissa fall belyses dock utvecklingen med exempel.

Det är också värt att understryka att beskrivningen inte ska ses som en uttömmande genomgång. En sådan skulle kräva en avsevärt djupare analys och betydligt mer utrymme. De kanaler som beskrivs är de mest intuitiva och sannolikt de viktigaste.

### Är digitaliseringen en tillräckligt stark drivkraft?

En indikation på att kunskaperna kring digitaliseringen är ofullständiga är att det idag pågår en internationell debatt om huruvida den digitala tekniska utvecklingen över huvud taget kommer att ha särskilt märkbara effekter på storheter som produktivitet och BNP-tillväxt framöver. Vissa menar att ekonomins förmåga att generera

<sup>39</sup> Trots att begreppet digitalisering idag används relativt flitigt är det inte alltid klart exakt vad som avses. Den traditionella betydelsen av begreppet är omvandling av information från fysisk till digital form, till exempel att skanna in böcker och bilder till datafiler (till ettor och nollor) för att bevara till eftervärlden och göra dem tillgängliga på internet. I debatten talar man ibland om samhällelig digitalisering, det vill säga ökad användning av IT i bred bemärkelse i samhället (se "En digital agenda i människans tjänst", delbetänkande av Digitaliseringskommissionen, SOU 2014:13). I denna fördjupning används begreppet i en ännu bredare bemärkelse som inbegriper inte bara användningen utan även utvecklingen av den digitala tekniken.

<sup>40</sup> Se till exempel Lindbeck, A. "ICT och den Nya Ekonomin", Ekonomisk Debatt, nr 6 2000, för en översikt med relevans även för dagens situation. Se även Eriksson J. A. och M. Ådahl, "Finns det en 'ny ekonomi, och kommer den till Europa?", Penning- och valutapolitik 1/2000, Sverige riksbank.

<sup>41</sup> Se till exempel Breman A. och A. Felländer, "Diginomics – nya ekonomiska drivkrafter", Ekonomisk Debatt, nr 6 2014.

innovationer av signifikant betydelse har minskat, sett i ett längre perspektiv. Tekniska landvinningar som elektriciteten och förbränningsmotorn, som gjordes i slutet av 1800-talet, och spinoff-effekter från dessa, antas ha haft ett betydligt större och mer varaktigt genomslag på produktivitet och tillväxt än vad den digitala tekniska utvecklingen har fått och kommer att få. Världen har, enligt vissa, nått en "teknologisk plåtå".<sup>42</sup>

Andra är betydligt mer optimistiska och menar att man hittills bara sett början på de tekniska framsteg och innovationer som digitaliseringen kommer att generera.<sup>43</sup> Den digitala tekniken, menar man, är en så kallad basteknik eller General Purpose Technology (GPT) – en teknik som påverkar samhället i stort och ger produktivitetstvinster i många delar av ekonomin – i minst lika hög grad som tidigare innovationer. Att produktivitetstillväxten överlag förefaller ha dämpats under det senaste decenniet antas vara ett tillfälligt fenomen, som delvis hänger samman med den djupa globala lågkonjunkturen. I Sverige har den trendmässiga produktivitetstillväxten fallit tillbaka sedan toppen kring millennieskiftet och är idag lägre än den var på exempelvis 1980-talet (se diagram A26).

Det finns således inget säkert svar på frågan om huruvida innovationstakten varaktigt bromsat in eller inte, och ekonomkåren är delad i frågan.<sup>44</sup> Inför den fortsatta genomgången i denna fördjupning kan det vara bra att ha i åtanke att det således finns en diskussion även kring själva startpunkten i diagram A25.

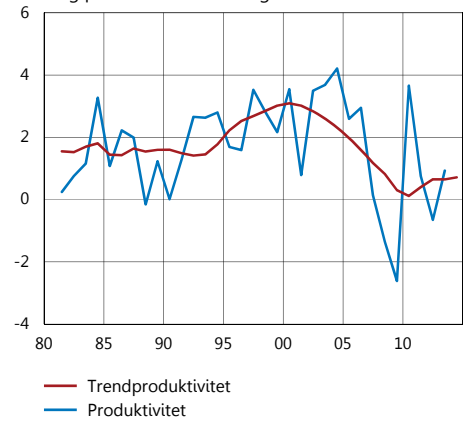
### Effekter via automatisering och produktivitetshöjande innovationer

En typ av kanaler, som är nära relaterade till frågan om digitaliseringen som drivkraft för BNP-tillväxt och produktivitet, verkar genom att digitaliseringen på olika sätt påverkar företagets produktionsmöjligheter i fysisk bemärkelse (se diagram A27). Enligt tillväxtteorin är tekniska innovationer grunden för långsiktig produktivitetstillväxt, vilket i sin tur är skälet till att länder blir rika och levnadsstandarden ökar.

Tekniska innovationer kan bidra till att öka produktiviteten i företagen genom olika kanaler. Det kan ske genom att innovationerna fungerar som komplement till arbetskraft. I diagrammet representeras detta av pilen direkt från digital teknisk utveckling till produktivitet. Det kan också ske genom att innovationerna fungerar som substitut till arbetskraft, det vill säga att maskiner ersätter människor i produktionsprocessen. Man pratar då om automatisering eller robotisering av produktionen. I båda fallen dämpas kostnadsutvecklingen.

Digitaliseringen kan via de här kanalerna leda till att inflationen tillfälligt blir oväntat låg om produktivitetstillväxten är starkare än

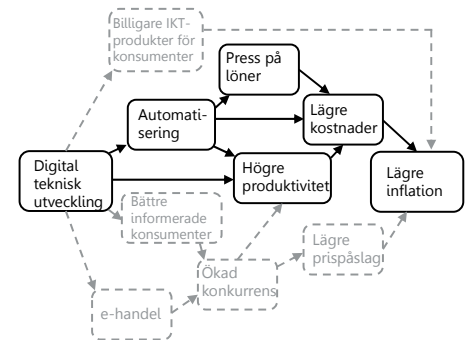
**Diagram A26. Trendproduktiviteten**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Trendproduktiviteten är beräknad som BNP-trenden dividerat med trenden för arbetade timmar. BNP-trenden är beräknad med hjälp av en produktionsfunktion och trenden för arbetade timmar är bedömd av Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram A27. Effekter via tekniska innovationer**



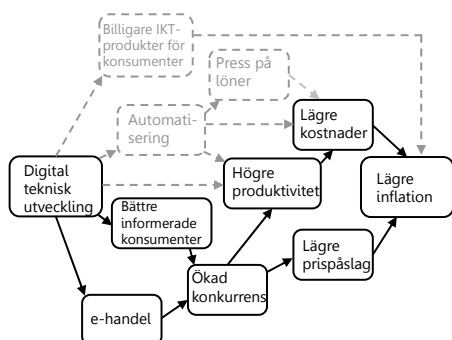
Källa: Riksbanken

<sup>42</sup> Se till exempel Gordon, R. "Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds", NBER Working Paper 18315, 2012 och Cowen, T. *The Great Stagnation: How America Ate All the Low-Hanging Fruit of Modern History, Got Sick, and Will (Eventually) Feel Better*, Dutton, 2011.

<sup>43</sup> Se Brynjolfsson E. och A. McAfee, *The Second Machine Age*, W. W. Norton & Company, 2014.

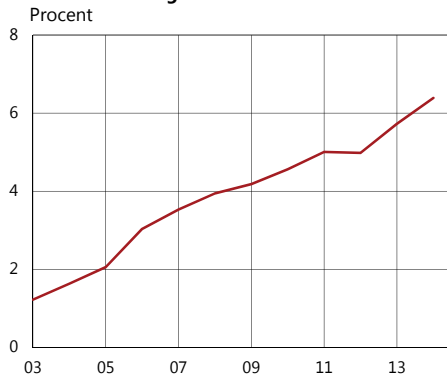
<sup>44</sup> I en panel av akademiska ekonomer (IGM Economic Experts Panel) finns dock en viss övervikt för optimisterna. En majoritet av de svarande är osäkra, men det är fler som tror att framtida innovationer kommer att kunna generera en lika hög varaktig tillväxt i BNP per capita under det kommande seklet som innovationer gjort under de senaste 150 åren än som tror att så inte blir fallet (<http://www.igmchicago.org/igm-economic-experts-panel>, se frågan den 11 februari 2014 om "Innovation and Growth").

Diagram A28. Effekter via internet



Källa: Riksbanken

Diagram A29. E-handelns omsättning som andel av total omsättning



Källa: HUI Research

förväntat. Om stabiliseringspolitiska beslutsfattare inte inser att ekonomins produktionsförmåga har ökat stimuleras om inte efterfrågan så mycket som hade varit möjligt, och det uppstår ett tryck nedåt på inflationen.

### Skapar automatiseringen varaktig "teknologisk arbetslöshet"?

Att maskiner ersätter arbetskraft är inget nytt fenomen. Så har varit fallet ända sedan den industriella revolutionen startade. Fram till ganska nyligen var uppfattningen att den arbetslöshet som skapas när någon sektor eller bransch automatiseras är övergående. I takt med att ekonomin växer kommer det att uppstå arbetstillfällen i andra delar av ekonomin för dem som blivit friställda. Så tycks det också ha fungerat i ungefär tvåhundra år. Den tekniska utvecklingen förefaller med andra ord inte ha minskat arbetstillfällena i snabbare takt än den i aggregatet bidragit till att skapa dem.

Under senare tid har det dock uppstått en debatt om huruvida mönstret kommer att se annorlunda ut framöver och kanske redan har börjat göra det. Den digitala tekniska utvecklingen har i snabb takt gjort IKT-produkter billigare de senaste decennierna, och därmed allt mer lönsamma att ersätta mänsklig arbetskraft med. Innovationerna har också rent tekniskt gjort det möjligt att ersätta allt fler typer av arbetskraft. Det här en utveckling som många tror kommer att fortsätta och snarast accelerera.<sup>45</sup> Ju fortare den tekniska utvecklingen går, desto svårare är det för människor och institutioner att anpassa sig till den. Att teknisk utveckling skapar minst lika många arbeten som den slår ut är således inte nödvändigtvis någon naturlag. Det skulle i stället kunna vara så att "teknologisk arbetslöshet" till följd av automatisering blir ett vanligare fenomen framöver än det varit hittills.

I den mån så blir fallet kan betydligt bredare grupper i ekonomin än hittills komma att uppleva en press nedåt på sin löneutveckling. Detta kan i sin tur komma att hålla tillbaka inflationen.

### Effekter via e-handel och bättre informerade konsumenter

En annan typ av kanaler genom vilka digitaliseringen kan påverka inflationen verkar framför allt via internets effekt på samspelet och matchningen mellan producenter och konsumenter (se diagram A28).

Ett uppenbart exempel är e-handeln. På ungefär samma sätt som globaliseringen har e-handeln, som på många sätt är en del av globaliseringen, öppnat upp nya marknader och ökat konsumenternas valmöjligheter. I många fall konkurrerar företag inte längre med företag i den närmaste geografiska omgivningen utan med företag från i stort sett hela världen. I Sverige har e-handeln ökat stadigt under 2000-talet, men dess andel av den totala detaljhandeln är ännu relativt liten (se diagram A29).

<sup>45</sup> Enligt översiktliga kalkyler för Sverige och USA skulle ungefär hälften av dagens yrken vara möjliga att ersätta med robotar och datorer inom den kommande tjugofemårsperioden (se Stiftelsen för Strategisk Forskning, "Vartannat jobb automatiseras inom 20 år – utmaningar för Sverige", 2014, respektive Frey, C. B. och M. A. Osborne, "The Future of Employment: How Susceptible are Jobs to Computerisation?", opublicerat manuskript, Oxford Martin School, Oxford).

Internet ökar också möjligheten för konsumenter att jämföra pris och kvalitet på produkter. Det gäller inte bara de produkter som handlas över nätet utan även de som inte gör det, såsom många tjänster.

Mer pris- och kvalitetsmedvetna konsumenter och ökade valmöjligheter för dessa bidrar till att företag upplever mer av konkurrens och får mindre marknadsmakt. Detta leder dels till att de kan få svårare att höja sina priser, dels till incitament att öka produktiviteten för att kunna pressa kostnaderna och därigenom behålla eller öka sina marginaler.<sup>46</sup>

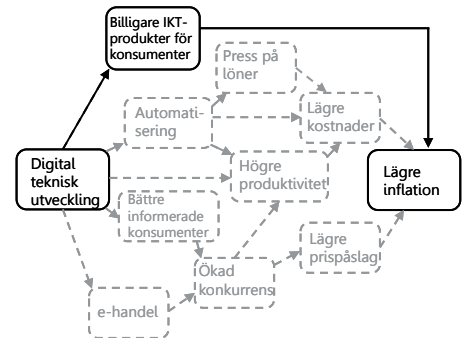
Varken e-handeln eller möjligheten att via internet jämföra produkter är särskilt nya fenomen. I närtid handlar eventuella effekter via dessa kanaler därför i första hand om att producenter och konsumenter i allt större utsträckning anpassar sig till en redan befintlig teknik, som att allt fler företag börjar med e-handel och att allt fler konsumenter börjar leta efter och jämföra produkter på internet. Men det är också tänkbart att samspelet och matchningen mellan producenter och konsumenter framöver kommer att påverkas av ytterligare framsteg inom den digitala tekniken på sätt som idag inte är uppenbara.

### Direkta effekter via komponenter i KPI

Digitaliseringens hittillsvarande mest uppenbara kanal är att prisutvecklingen på vissa varor i KPI:s varukorg påverkas mer eller mindre direkt av digitaliseringen (se diagram A30). För det första sjunker produktionskostnaderna för vissa produkter av de trendmässigt fallande priserna på avancerade elektroniska komponenter såsom processorer. Till denna kategori räknas bland annat mobiltelefoner och datorer. För det andra leder även omvandling från fysisk till digital distribution till sjunkande kostnader. Varor som påverkas av detta är bland annat dagstidningar och film. Det här är en utveckling som pågått ett tag och det är möjligt att den kommer att fortsätta att pressa priser och kostnader ännu en tid.

En sammanvägning av priserna på produkter i dessa två kategorier, visar att de digitaliseringsrelaterade produkterna i genomsnitt har sjunkit betydligt i pris de senaste 15 åren (se diagram A31) och bidraget till KPI har varit negativt (se diagram A32). Åren 2013–2014 har dock bidraget varit mindre än tidigare och det är främst en svag utveckling i övriga KPI som har dämpat inflationen.

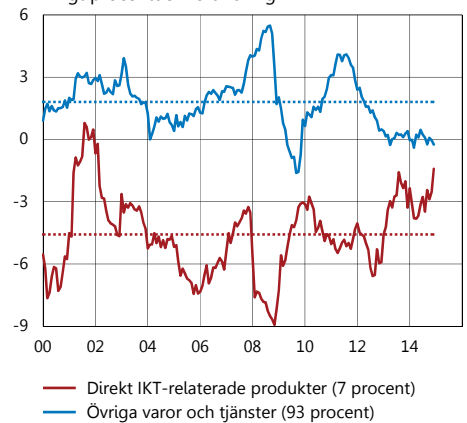
Diagram A30. Digitaliseringens direkta effekt



Källa: Riksbanken

Diagram A31. Prisutveckling på direkt digitaliseringsrelaterade produkter respektive övrig KPI

Årligt procentuell förändring

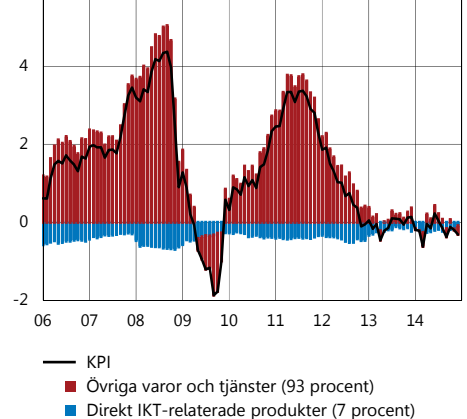


Anm. Streckade linjer avser medelvärden för perioden 2000 till senaste utfall. Siffrorna inom parentes avser vikt i KPI. Som direkt IKT-relaterade produkter räknas bl.a. hushållsapparater, telefoni, tv, kameror, cd, dvd, leksaker, böcker och tidningar.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A32. Bidrag till ökningstakten i KPI

Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Anm. Siffror inom parentes avser vikt i KPI. Som direkt IKT-relaterade produkter räknas bl.a. hushållsapparater, telefoni, tv, kameror, cd, dvd, leksaker, böcker och tidningar.

Källor: SCB och Riksbanken

<sup>46</sup> I Riksbankens företagsundersökningar uppger framför allt företagen inom handeln att de upplever att konkurrensen har ökat till följd av e-handel och prisjämförelsesajter.

**Kvalitativt rimliga men kvantitativt osäkra effekter av digitaliseringen**

Denna fördjupning har pekat på olika kanaler genom vilka digitaliseringen kan påverka inflationen. Vissa kanaler är förhållandevis självklara medan andra är mer spekulativa. Genomgången visar att effekten av digitaliseringen på inflationen och ekonomin som helhet är komplex och svårbedömd. Det förefaller rimligt att anta att digitaliseringen sammantaget dämpar inflationen, men det är mycket osäkert hur stora effekterna är. Riksbankens bedömning är att de senaste årens nedgång i inflationstakten främst hänger samman med andra faktorer.

## ■ Appendix

- Tabeller
- Fördjupningar 2011–2014
- Ränitebeslut 2009–2014
- Ordlista

## Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport/uppföljning anges inom parentes.

I samtliga tabeller innebär (\*) att utfall 2014 jämförs med föregående prognos.

**Tabell 1. Reporänteprognos**

Procent, kvartalsmedelvärden

	2014 kv4	2015 kv1	2015 kv2	2016 kv1	2017 kv1	2018 kv1
Reporänta	0,1	-0,0 (0,0)	-0,1 (0,0)	-0,1 (0,0)	0,6 (0,7)	1,4 (—)

Källa: Riksbanken

**Tabell 2. Inflation**

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015	2016	2017
KPI*	0,0	-0,2 (-0,2)	0,1 (0,3)	1,9 (2,0)	3,3 (3,2)
KPIF*	0,9	0,5 (0,5)	0,9 (1,0)	2,0 (2,0)	2,2 (2,1)
KPIF exkl. energi*	1,1	0,7 (0,7)	1,5 (1,4)	2,0 (2,1)	2,2 (2,1)
HIKP*	0,4	0,2 (0,2)	0,9 (0,9)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)

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

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning**

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015	2016	2017
Reporänta*	1,0	0,5 (0,5)	-0,1 (0,0)	0,0 (0,2)	0,9 (1,1)
10-årsränta*	2,1	1,8 (1,7)	0,8 (1,2)	1,8 (2,2)	2,8 (3,1)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100*	103,0	106,8 (106,7)	110,7 (107,7)	105,8 (103,9)	103,6 (102,6)
Offentligt finansiellt sparande**	-1,4	-2,2 (-2,2)	-1,4 (-1,3)	-0,8 (-0,7)	-0,7 (-0,4)

\*\* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 4. Internationella förutsättningar**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2013	2014	2015	2016	2017
Euroområdet	0,14	0,46	-0,4	0,9 (0,9)	1,2 (1,1)	1,7 (1,7)	2,0 (1,9)
USA*	0,17	0,09	2,2	2,4 (2,3)	3,6 (3,4)	3,3 (2,9)	2,5 (2,5)
Japan	0,05	0,03	1,6	0,1 (0,2)	0,6 (0,9)	0,8 (1,1)	0,4 (0,5)
Kina*	0,15	0,07	7,8	7,5 (7,4)	6,8 (7,0)	6,5 (6,8)	6,3 (6,6)
KIX-vägd	0,76	1,00	1,1	1,9 (1,9)	2,0 (2,1)	2,4 (2,5)	2,6 (2,6)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,3	3,3 (3,2)	3,6 (3,7)	3,9 (3,9)	3,9 (3,8)

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen enligt IMF. Konjunkturinstitutet uppdaterar vikterna för kronindexet KIX i början av varje år, med tre års efterläpning. Siffrorna i tabellen är baserade på nya KIX-vikter för 2012 som används för 2015 och ett antagande om att vikterna under kommande prognosår kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de tidigare fem åren.

KPI	2013	2014	2015	2016	2017
Euroområdet (HIKP)*	1,4	0,4 (0,4)	-0,1 (0,5)	1,2 (1,3)	1,7 (1,5)
USA*	1,5	1,6 (1,7)	-0,3 (0,9)	2,2 (2,1)	2,7 (2,8)
Japan	0,4	2,7 (2,8)	0,9 (1,6)	1,5 (1,5)	2,1 (2,1)
KIX-vägd	1,9	1,4 (1,4)	1,0 (1,5)	2,0 (2,1)	2,3 (2,3)

	2013	2014	2015	2016	2017
Styrränta i omvärlden, procent*	0,2	0,2 (0,2)	0,1 (0,1)	0,2 (0,3)	0,5 (0,5)
Råoljepris, USD/fat Brent*	108,8	99,7 (100,4)	54,7 (74,2)	63,0 (78,7)	67,8 (81,5)
Svensk exportmarknad	1,5	3,0 (3,1)	4,8 (5,0)	5,3 (5,5)	5,7 (5,8)

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

	2013	2014	2015	2016	2017
Hushållens konsumtion	1,9	2,5 (2,4)	2,7 (2,6)	2,8 (2,8)	2,3 (2,3)
Offentlig konsumtion	0,7	1,5 (1,5)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	1,3 (1,3)
Fasta bruttoinvesteringar	-0,4	4,7 (4,7)	4,7 (4,9)	5,5 (5,6)	3,7 (3,7)
Lagerinvesteringar**	0,1	0,2 (0,2)	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	-0,2	2,2 (2,2)	4,8 (4,9)	6,5 (6,5)	5,0 (5,0)
Import	-0,7	5,1 (5,1)	5,8 (5,9)	6,5 (6,6)	5,6 (5,5)
BNP	1,3	1,8 (1,8)	2,7 (2,6)	3,3 (3,3)	2,2 (2,3)
BNP, kalenderkorrigerad	1,3	1,9 (1,9)	2,4 (2,4)	3,1 (3,1)	2,5 (2,5)
Slutlig inhemsk efterfrågan**	1,0	2,6 (2,5)	2,8 (2,8)	3,1 (3,1)	2,3 (2,3)
Nettoexport**	0,2	-1,0 (-1,0)	-0,2 (-0,2)	0,2 (0,2)	0,0 (0,0)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	6,8	5,4 (5,4)	4,8 (4,7)	4,7 (4,6)	4,4 (4,4)

\*\* 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

	2013	2014	2015	2016	2017
Folkmängd, 15-74 år	0,6	0,7 (0,7)	0,8 (0,8)	1,0 (1,0)	1,1 (0,9)
Potentiellt arbetade timmar	0,6	0,6 (0,6)	0,6 (0,6)	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)
BNP, kalenderkorrigerad	1,3	1,9 (1,9)	2,4 (2,4)	3,1 (3,1)	2,5 (2,5)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	0,3	2,0 (2,0)	1,1 (1,0)	1,0 (1,0)	0,8 (0,8)
Sysselsatta, 15-74 år*	1,1	1,4 (1,5)	1,3 (1,4)	1,2 (1,1)	0,9 (0,7)
Arbetskraft, 15-74 år*	1,1	1,3 (1,4)	0,9 (0,9)	0,6 (0,5)	0,6 (0,4)
Arbetslöshet, 15-74 år* **	8,0	7,9 (7,9)	7,6 (7,5)	7,1 (6,9)	6,7 (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

	2013	2014	2015	2016	2017
Timplön, KL	2,5	3,0 (3,0)	2,9 (3,0)	3,4 (3,4)	3,5 (3,5)
Timplön, NR	2,1	1,7 (2,1)	3,2 (3,3)	3,7 (3,7)	3,7 (3,7)
Arbetsgivaravgifter**	0,2	0,0 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Arbetskostnad per timme, NR	2,3	1,7 (2,2)	3,2 (3,3)	3,7 (3,7)	3,7 (3,7)
Produktivitet	0,9	-0,1 (-0,1)	1,3 (1,4)	2,0 (2,0)	1,7 (1,7)
Arbetskostnad per producerad enhet	1,4	1,8 (2,3)	1,9 (1,9)	1,6 (1,7)	2,0 (2,0)

\*\* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, sociala 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: större effekter på BNP av ett ökat utbud av olja**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt. Huvudscenario inom parantes

	2014	2015	2016	2017
BNP i omvärlden, KIX-vägd	1,9 (1,9)	2,2 (2,0)	2,6 (2,4)	2,4 (2,6)
BNP, kalenderkorrigerad	1,9 (1,9)	2,7 (2,4)	3,4 (3,1)	2,5 (2,5)
Timgap, procent	-0,4 (-0,4)	0,2 (0,1)	0,7 (0,4)	0,8 (0,6)
KPIF*	0,5 (0,5)	0,9 (0,9)	2,1 (2,0)	2,3 (2,2)

Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

**Tabell 8b. Alternativscenario: oljeprisfallet påverkar inflationsförväntningarna**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt. Huvudscenario inom parantes

	2014	2015	2016	2017
Nominella löner	1,7 (1,7)	3,2 (3,2)	3,6 (3,7)	3,6 (3,7)
KPIF*	0,5 (0,5)	0,8 (0,9)	1,6 (2,0)	2,2 (2,2)
Reporänta, procent*	0,5 (0,5)	-0,2 (-0,1)	-0,4 (0,0)	0,7 (0,9)
BNP, kalenderkorrigerad	1,9 (1,9)	2,5 (2,4)	3,2 (3,1)	2,4 (2,5)
Timgap, procent	-0,4 (-0,4)	0,1 (0,1)	0,6 (0,4)	0,6 (0,6)

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

## Fördjupningar 2012–2014<sup>47</sup>

### 2012

- 2012 Februari** Eurosamarbetet och skuldkrisen
- 2012 Februari** Tillväxtekonomierna och Sveriges export
- 2012 Februari** Förhållandet mellan reporäntan och räntor till hushåll och företag
- 2012 Juli** Skuldkrisen 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 arbetsmarknadens 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
- 2013 Oktober** Förväntad nedtrappning av amerikanska centralbankens tillgångsköp
- 2013 Oktober** Perspektiv på utvecklingen på svensk arbetsmarknad
- 2013 Oktober** Makrotillsyn och penningpolitik

### 2014

- 2014 Februari** Perspektiv på den låga inflationen
- 2014 Februari** Penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning
- 2014 Februari** Anpassning i euroområdet: en uppdatering
- 2014 Juli** Varför är inflationen låg?
- 2014 Juli** Samspelet mellan lönebildning, penningpolitik och inflation
- 2014 Juli** Skärpta kapitalkrav för svenska banker – effekter på makroekonomin
- 2014 Oktober** Penningpolitik när styrräntan är nära noll
- 2014 Oktober** Revideringar av nationalräkenskaperna
- 2014 Oktober** Låga globala räntor
- 2014 Oktober** Hushållens räntekänslighet

<sup>47</sup> En förteckning över fördjupningar från och med 1993 och framåt finns på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

Räntebeslut 2010–2014<sup>48</sup>

Mötesdatum	Beslut (procentenheter)	Reporänta (procent)	Penningpolitisk rapport
<b>2010</b>			
10 februari	0	0,25	Februari 2010
19 april	0	0,25	Penningpolitisk uppföljning
30 juni	+0,25	0,50	Juli 2010
1 september	+0,25	0,75	Penningpolitisk uppföljning
25 oktober	+0,25	1,00	Oktober 2010
14 december	+0,25	1,25	Penningpolitisk uppföljning
<b>2011</b>			
14 februari	+0,25	1,50	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
<b>2012</b>			
15 februari	-0,25	1,50	Februari 2012
17 april	0	1,50	Penningpolitisk uppföljning
3 juli	0	1,50	Juli 2012
5 september	-0,25	1,25	Penningpolitisk uppföljning
24 oktober	0	1,25	Oktober 2012
17 december	-0,25	1,00	Penningpolitisk uppföljning
<b>2013</b>			
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
23 oktober	0	1,00	Oktober 2013
16 december	-0,25	0,75	Penningpolitisk uppföljning
<b>2014</b>			
12 februari	0	0,75	Februari 2014
8 april	0	0,75	Penningpolitisk uppföljning
2 juli	-0,5	0,25	Juli 2014
3 september	0	0,25	Penningpolitisk uppföljning
27 oktober	-0,25	0,00	Oktober 2014
15 december	0	0,00	Penningpolitisk uppföljning

<sup>48</sup> En förteckning över historiska räntebeslut från och med 1999 och framåt finns på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

## Ordlista

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

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

**Avkastningskurva:** Avkastningskurvan visar 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 avlägset liggande observationer.

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

**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 värdeförändringar som orsakas av inflation. Se även Fasta priser.

**MFI:** Monetära finansinstitut. Innefattar banker, bostadsinstitut, finansbolag, kommun- och företagsfinansierande institut, monetära värdepappersbolag och monetära investeringsfonder (penningmarknadsfonder).

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

**MRO:** Main refinancing operation. ECB:s veckovisa marknadsoperation där centralbanken hanterar likviditetstillförseln och styr de korta räntorna. Normalt sker detta genom att ECB specificerar ett belopp samt en lägsta ränta, och bankerna sedan tilldelas likvid via auktion. Sedan oktober 2008 tillämpar dock ECB full tilldelning till fast ränta, det vill säga ECB fastställer en ränta och bankerna får låna obegränsat till denna ränta givet möjligheten att ge tillräcklig säkerhet.

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

**Obligationsmarknad:** Se Räntemarknad.

**Penningmarknad:** Se Räntemarknad.

**Penningmarknadsinstrument:** Se Räntemarknad.

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

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

**PPR:** Penningpolitisk rapport.

**PPU:** Penningpolitisk uppföljning.

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

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

**Refirränta:** Den europeiska centralbankens styrränta.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**STINA:** Stockholm Tomorrow/next 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.

**Säsongsrensning:** 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.

**TLTRO:** Targeted longer-term refinancing operations. ECB erbjuder lån till banker villkorat på utlåning till icke-finansiella företag och hushåll bortsett från bolån. Lånesumman får uppgå till högst 7 procent av bankens nuvarande lån till privat sektor exklusive bolån. Lånen erbjuds vid två tillfällen i höst 2014 samt kvartalsvis från mars 2015 till juni 2016. Alla lån har förfall 2018 och sker till fast ränta (refiräntan plus 0,1 procentenheter).

**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)