



# Penningpolitisk rapport

April 2015

Rättelse 2015-04-29

Diagramhänvisningarna i kapitel 3 till diagram 3:2, 3:3, 3:4, 3:5, 3:6, 3:7, 3:8 och 3:9 var fel i föregående rapport. Detta är korrigerat i den här versionen.

## Penningpolitisk rapport

Riksbankens penningpolitiska rapport publiceras sex 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 penningpolitik som Riksbanken för närvarande anser vara väl avvägd.

Den penningpolitiska rapporten syftar till att sammanfatta underlagen för de penningpolitiska besluten och 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 28 april 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 ner 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

- 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 och eventuellt vilka andra kompletterande åtgärder som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att penningpolitiken 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 de penningpolitiska besluten. 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 penningpolitiken. I samband med dessa möten publiceras en penningpolitisk rapport. Ungefär två veckor efter varje penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det går att följa den diskussion som ledde fram till det aktuella beslutet och se hur de olika direktionsledamöterna argumenterade.

## PRESENTATION AV PENNINGPOLITISKT BESLUT

Det penningpolitiska beslutet 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.

# Innehåll

- KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar **5**
  - Konjunkturen stärks och inflationen har börjat stiga **5**
  - Den aktuella penningpolitiken **6**
  - Osäkerhet och risker **8**
  - Fördjupning: Snabb förstärkning av kronan **12**
  - Fördjupning: En penningpolitik för väl fungerande lönebildning **13**
- KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden **14**
  - Penningpolitiken och statsobligationsräntorna **14**
  - Valutamarknaden **16**
  - Globala tillgångsmarknader **17**
  - Den finansiella situationen för banker, företag och hushåll **17**
- KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget **19**
  - Inflation och resursutnyttjande **19**
  - BNP och arbetsmarknad **21**
- KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna **23**
  - Omvärlden **23**
  - Sverige **27**
  - Fördjupning: Är privata investeringar låga och i så fall varför? **32**
- Tabeller **34**



# KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Den expansiva penningpolitiken bedöms ha en positiv effekt på svensk ekonomi och bidrar till att inflationen nu stiger. För att säkerställa att denna utveckling fortsätter har Riksbankens direktion beslutat att utöka köpen av statsobligationer med ytterligare 40–50 miljarder kronor. Därutöver är reporäntebanan påtagligt nedreviderad jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari. Reporäntan bedöms ligga kvar på –0,25 procent till andra halvåret 2016 för att därefter höjas endast långsamt till 0,8 procent i mitten av 2018. Riksbanken har fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om det behövs för att inflationen ska stiga tillräckligt snabbt. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

## Konjunkturen stärks och inflationen har börjat stiga

Den globala konjunkturen fortsätter att långsamt förbättras, i linje med prognoserna i den penningpolitiska rapporten i februari. Även om osäkerheten om konjunkturutvecklingen i omvärlden är fortsatt stor ser återhämtningen i euroområdet ut att stå på en fastare grund. Förhållandena på de finansiella marknaderna i Sverige och internationellt är mer expansiva, med lägre räntor och stigande tillgångspriser. Utvecklingen sedan februari har till stor del präglats av åtgärder och kommunikation från världens centralbanker och fortsatt stora rörelser på valutamarknaderna. Euron har fortsatt att försvagas mot flertalet valutor medan dollarn har stärkts. Även rörelserna i kronan har varit förhållandevis stora. Sammantaget är växelkursen svagare än i prognosen i februari.

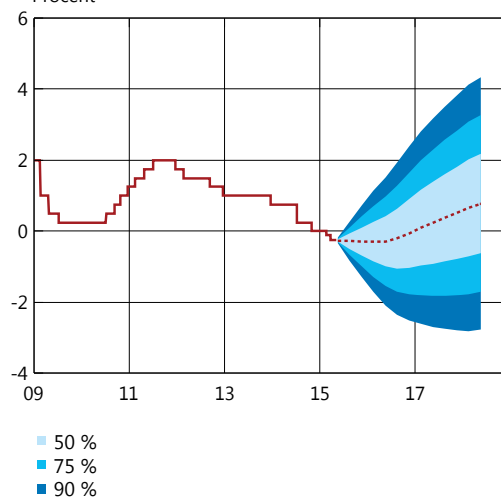
Tillväxten i svensk ekonomi har varit starkare än väntat. Konjunkturförstärkningen har hittills främst drivits av en stark hushållssektor och snabbt ökande bostadsinvesteringar. Men i takt med att efterfrågan i omvärlden ökar, och tillväxten i den globala industrin och handeln stiger, bedöms även den svenska exporten växa i en snabbare takt. Understödd av den expansiva penningpolitiken stiger BNP-tillväxten de kommande åren (se diagram 1:1 och 1:2). Jämfört med tidigare bedömning bedöms tillväxten bli högre 2016–2017. Den svenska arbetsmarknaden förstärks därmed också lite snabbare. Arbetskraften väntas dock växa i nästan lika snabb takt som sysselsättningen vilket gör att arbetslösheten minskar endast långsamt de kommande åren.

Inflationen har under en längre tid varit för låg, men de senaste månaderna har utfallen för KPIF-inflationen blivit något högre än väntat. Den underliggande inflationen, illustrerad av KPIF-inflationen exklusive energi, har börjat stiga. En faktor som har bidragit till

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Omvärldskonjunkturen förbättras i linje med förväntan.
Tillväxten i svensk ekonomi starkare än väntat.
Något högre KPIF-inflation än väntat de senaste månaderna.
Penningpolitiken i vår omvärld går i otakt och växelkursens utveckling är svårbedömd.
Osäkert hur snabbt inflationen kommer att stiga, en för snabb kronförstärkning kan bryta inflationsuppgången.
Expansiv penningpolitik medför också risker men dessa måste hanteras av andra politikområden.
Slutsats: Det krävs en mer expansiv penningpolitik för att säkerställa att inflationen stiger tillräckligt snabbt och på ungefär samma sätt som prognosen i februari.

Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall  
Procent



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

Källa: Riksbanken

detta är att kronan har försvagats sedan våren 2014, vilket har lett till en starkare prisutveckling för varor och livsmedel. Men även priserna på tjänster ökar nu lite snabbare. Låga energipriser fortsätter att dämpa KPIF-inflationen under resten av året och effekterna av den svaga kronan på inflationen kommer gradvis att avta. I takt med att resursutnyttjandet stiger väntas det dock bli lättare för företagen att höja priserna och lönerna bedöms öka snabbare. Men det är osäkert hur snabbt detta går, framförallt mot bakgrund av att inflationen vid flera tillfällen blivit lägre än väntat. Bedömningen är nu att det krävs en mer expansiv penningpolitik för att säkerställa att inflationen stiger tillräckligt snabbt och på ungefär samma sätt som i prognosen i februari. Sammantaget är upprevideringen av inflationsprognosen liten trots en mer expansiv penningpolitik och en svagare krona. Utöver den expansiva penningpolitiken bidrar även förändringar i finanspolitiken till att prognosen för inflationen är något uppreviderad 2016 och 2017. KPIF-inflationen väntas nå 2 procent vid årsskiftet 2015–2016 (se diagram 1:3). Även KPI-inflationen stiger mot slutet av året (se diagram 1:4).

## Den aktuella penningpolitiken

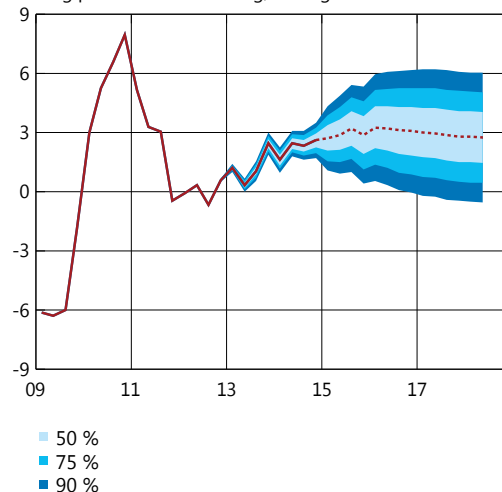
### Penningpolitiken har gradvis gjorts mer expansiv

Vid det penningpolitiska mötet i februari fanns tecken på att den underliggande inflationen hade bottnat men omvärlden bedömdes som mer osäker, vilket ökade risken för att inflationen inte skulle stiga tillräckligt snabbt. Riksbankens direktion beslutade därför att göra penningpolitiken mer expansiv genom att sänka reporäntan till  $-0,10$  procent och köpa statsobligationer till ett värde av 10 miljarder kronor. Dessutom kommunicerades att penningpolitiken vid behov snabbt kunde göras än mer expansiv, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena.

Under slutet av februari och början av mars präglades valutamarknaderna av stora rörelser och under några veckor skedde en snabb förstärkning av kronan, bland annat mot euron. En fortsatt snabb förstärkning av växelkursen bedömdes utgöra en påtaglig risk för den inflationsprognos som låg till grund för det penningpolitiska beslutet i februari. Direktionen beslutade därför den 18 mars att sänka reporäntan ytterligare, till  $-0,25$  procent, och att köpa statsobligationer för ytterligare 30 miljarder kronor. Någon ny räntebana publicerades inte men Riksbanken kommunicerade att reporäntan

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

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

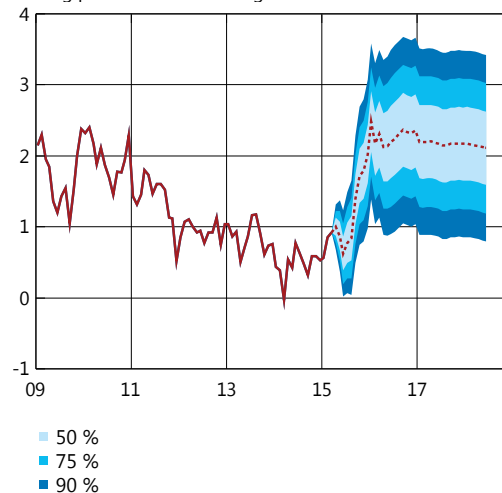


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. För BNP råder det osäkerhet även om utfallen eftersom nationalräkenskaperna revideras flera år efter första publicering.

Källor: SCB och Riksbanken

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

Årlig procentuell förändring

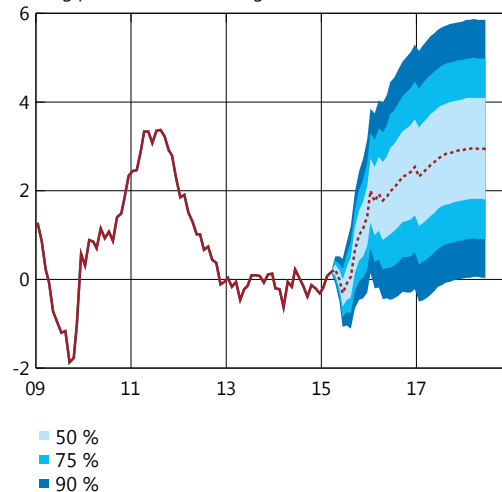


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

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

Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken



bedömdes ligga kvar på  $-0,25$  procent åtminstone till andra halvåret 2016, för att därefter höjas gradvis och i en långsammare takt än i prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari.

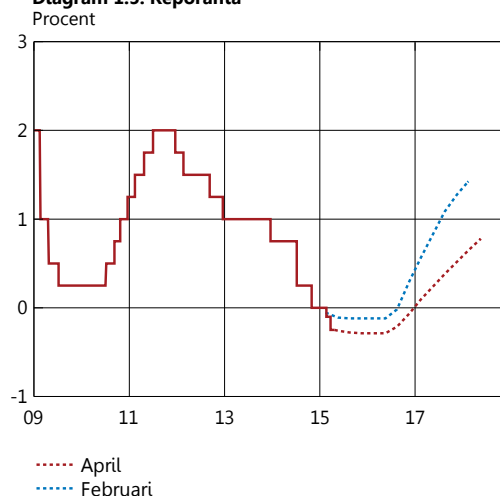
### Expansiv penningpolitik för att säkerställa att inflationen fortsätter stiga

Den expansiva penningpolitiken bedöms ha en positiv effekt på svensk ekonomi. KPIF-inflationen har börjat stiga och har de senaste månaderna blivit något högre än i Riksbankens prognoser. Även BNP-tillväxten under det fjärde kvartalet 2014 blev högre än förväntat. Efter det penningpolitiska beslutet den 18 mars har också kronans rörelser mot både euron och dollarn minskat. I en miljö där penningpolitiken i vår omvärld går i otakt är växelkursens utveckling svårbedömd. Om kronan skulle förstärkas snabbt riskerar det att bryta inflationsuppgången.

För att understödja den positiva utvecklingen och säkerställa att inflationen stiger tillräckligt snabbt har Riksbankens direktion nu beslutat att utöka köpen av statsobligationer med ytterligare 40–50 miljarder kronor. Direktionen har också beslutat att reporäntan ska ligga kvar på  $-0,25$  procent. Samtidigt revideras reporäntebanan ned i linje med de bedömningar som gjordes i mars, då reporäntan sänktes (se diagram 1:5 och 1:6). Reporäntebanan avspeglar också att det är möjligt att sänka räntan ytterligare. Först under andra halvåret 2016 bedöms det vara lämpligt att långsamt börja höja reporäntan. KPIF-inflationen överstiger då 2 procent och BNP växer med ungefär 3 procent per år. Reporäntan stiger därefter gradvis och väntas nå  $0,8$  procent under andra kvartalet 2018 (se diagram 1:5). Det är en mycket låg ränta i ett skede då konjunkturen är förhållandevis stark, resursutnyttjandet är nära eller över sin normala nivå och inflationen är högre än målet på 2 procent.

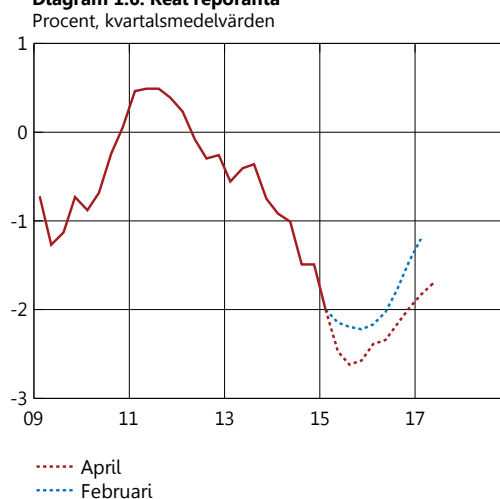
De utvidgade köpen av statsobligationer tillsammans med den lägre reporäntebanan syftar till att pressa ned räntor till hushåll och företag. Att penningpolitiken nu görs mer expansiv stimulerar konsumtion och investeringar ytterligare så att efterfrågan stiger snabbare. En starkare efterfrågan gör det lättare för företagen att föra över sina kostnadsökningar till konsumentpriserna. Dessutom bidrar den mer expansiva penningpolitiken till att kronan ligger kvar på en svagare nivå en längre tid, vilket leder till en snabbare ökning i exportefterfrågan och högre priser på importerade varor. Trots den mer expansiva penningpolitiken och den svagare kronan är revideringen av inflationsprognosen liten. Bedömningen är

Diagram 1:5. Reporänta



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

Diagram 1:6. Real reporänta



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

således att det nu krävs en mer expansiv penningpolitik för att inflationen ska stiga tillräckligt snabbt och ungefär på samma sätt som i prognosen i februari. Skulle inflationen stiga snabbare än vad som nu väntas behöver det inte innebära att penningpolitiken behöver bli mindre expansiv.

### **Viktigt att inflationsförväntningarna förblir förankrade**

Nästa stora avtalsrörelse äger rum under 2016. Det är viktigt att de långsiktiga inflationsförväntningarna förblir förankrade vid inflationsmålet på 2 procent. Detta underlättas om inflationen vid inledningen av avtalsrörelsen tydligt närmat sig inflationsmålet. Enligt Riksbankens prognos kommer både KPI- och KPIF-inflationen att nå 2 procent vid årsskiftet 2015–2016 för att sedan stiga ytterligare. Inflationsprognosen i kombination med Riksbankens prognos för nominella löneökningar innebär att reallönerna ökar ungefär i linje med produktiviteten. På så vis blir löneökningarna varken för höga eller för låga utan bidrar till att samhällsekonomin utvecklas på ett balanserat sätt (se fördjupningen "En penningpolitik för väl fungerande lönebildning").

### **Riksbanken har beredskap att göra mer**

Riksbankens penningpolitik speglar att toleransen för låg inflation är mycket begränsad. Det finns därför en fortsatt hög beredskap att vid behov göra penningpolitiken ännu mer expansiv, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena. Köpen av statsobligationer kan utökas. Dessutom kan reporäntan sänkas ytterligare och framtida höjningar av reporäntan kan gå långsammare.

Riksbanken står också redo att lansera ett program för utlåning till företag via banker och att intervensera på valutamarknaden om inflationsuppgången hotas till följd av exempelvis en mycket besvärlig marknadsutveckling. Även köp av andra typer av värdepapper kan bli aktuella. De vidtagna åtgärderna och beredskapen att göra mer understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

## **Osäkerhet och risker**

Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra. I princip försöker Riksbankens prognoser beakta all relevant osäkerhet så att riskerna är balanserade runt prognosen. Det är dock svårt att fullt ut ta hänsyn till den osäkerhet och de risker som finns. Därför kan det finnas ett behov av att i penningpolitiken ytterligare

### **Oroande situation i Grekland**

Grekland befinner sig i en akut finansieringskris med stora krav på räntebetalningar och avbetalningar på statskulden i närtid. Landets förhandlingar med de internationella långivarna om reformer av den grekiska ekonomin för att kunna avsluta det nuvarande stödprogrammet och därmed öppna upp för den sista låneutbetalningen inom detta går mycket trögt. Risken för en grekisk betalningsinställelse bedöms ha stigit sedan den penningpolitiska rapporten i februari. Vilka konsekvenser en betalningsinställelse skulle få för den grekiska ekonomin och i förlängningen för euroområdets pågående återhämtning är svårt att bedöma. Det finns flera olika tänkbara scenarier, som inte nödvändigtvis behöver innebära att Grekland lämnar eurosamarbetet.

Återhämtningen inom euroområdet är alltför känslig för bakslag. Ekonomisk-politiska åtgärder har dock gjort att euroområdet är bättre rustat idag än för några år sedan för att hantera en grekisk betalningsinställelse. Till exempel är den europeiska banksektorn betydligt mindre exponerad mot det grekiska banksystemet. ECB har också fler verktyg för att begränsa spridningseffekter av eventuella nya kriser. Men även om de direkta ekonomiska riskerna kan ha begränsats så kvarstår de politiska spridningsriskerna som är kopplade till frågan om EMU-medlemskapets oåterkallelighet.

väga in risker och osäkerhet utöver prognosen, till exempel genom att lägga extra vikt vid någon tänkbar händelse som bedöms ha särskilt stora negativa konsekvenser för ekonomin. På så sätt handlar penningpolitiken i viss mån om att väga olika risker mot varandra.

### **Osäkert hur snabbt inflationen kommer att stiga**

KPIF-inflationen väntas stiga i takt med att konjunkturen förbättras i omvärlden och i Sverige. Men det är osäkert hur snabbt detta kommer att ske. En svagare omvärldskonjunktur än förväntat, lägre energipriser eller en snabb förstärkning av kronan är händelser som skulle kunna göra att inflationen inte stiger tillräckligt snabbt. Eftersom inflationen har varit låg under en längre tid är en ytterligare risk att effekterna på inflationen kan förstärkas genom att företagens och hushållens inflationsförväntningar påverkas mer än vanligt. Om inflationen, av något skäl, skulle stiga för långsamt behöver penningpolitiken bli ännu mer expansiv.

Osäkerheten om konjunkturen i omvärlden är fortsatt stor och kopplad bland annat till situationen i Ryssland och Ukraina och den akuta finansieringskrisen i Grekland. Det är svårt att exakt bedöma vilka effekter en förvärrad situation i Grekland skulle kunna få på den svenska ekonomin. Hur vissa tillväxtländer kommer att påverkas av en normalisering av den amerikanska penningpolitiken är också en osäkerhetsfaktor.

### **En för snabb kronförstärkning kan bryta inflationsuppgången**

Växelkursens utveckling är en viktig faktor för inflationsutsikterna. I konkurrensvägda termer väntas kronan ligga kvar ungefär på den nuvarande nivån ytterligare en tid innan den långsamt börjar stärkas (se diagram 4:4). Osäkerheten kring kronans utveckling är dock stor. Exempelvis är det osäkert hur Riksbankens och ECB:s expansiva penningpolitik påverkar förhållandet mellan kronan och euron. Samtidigt är det svårt att veta hur snabbt penningpolitiken kommer att stramas åt i USA. En risk för inflationsutsikterna är att förstärkningen av kronan skulle ske tidigare och i snabbare takt.

Om kronan skulle förstärkas snabbare än i huvudscenariot stiger priserna på importerade varor långsammare och därmed blir inflationen lägre. När inflationen har varit låg under en längre tid riskerar dessutom effekterna på inflationen bli större än normalt, exempelvis via lägre inflationsförväntningar. Att Riksbankens tolerans för fortsatt låg inflation är mycket begränsad innebär att denna risk nu tillmäts en stor betydelse i det

penningpolitiska beslutet. En snabb förstärkning av kronan kan alltså innebära att penningpolitiken snabbt behöver bli mer expansiv. I fördjupningen "Snabb förstärkning av kronan" illustreras effekterna som kan uppstå med hjälp av två scenarier.

### Expansiv penningpolitik medför risker

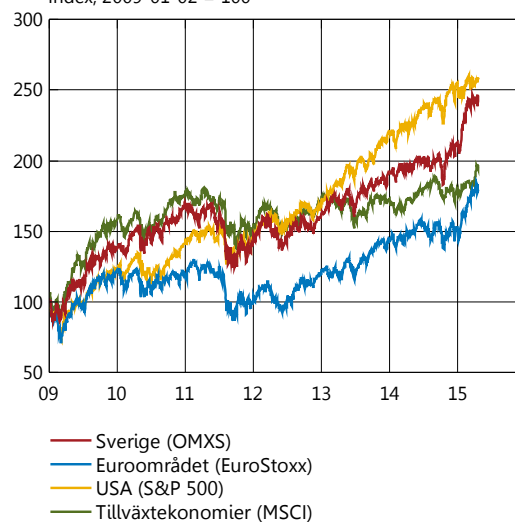
Syftet med den expansiva penningpolitiken är att få upp inflationen, för att minska riskerna förknippade med alltför låg inflation. Men samtidigt verkar penningpolitiken genom bland annat lägre marknadsräntor och ökad kreditefterfrågan, vilket bidrar till andra risker. Lägre marknadsräntor innebär att förmögenheter ökar i värde då aktiekurser och obligationspriser stiger (se diagram 1:7). Detta påverkar exempelvis hushållens konsumtion positivt så att efterfrågan i ekonomin ökar. De ovanligt låga räntorna kan dock leda till alltför snabbt stigande priser på riskfyllda finansiella tillgångar, i synnerhet om investerare inte anpassar sina nominella avkastningsmål till det låga ränteläget. Den snabba ökningen i priserna på olika riskfyllda tillgångar på senare tid kräver därför en ökad vaksamhet framöver. Om till exempel marknadens värdering av företagen stiger betydligt snabbare än de förväntade vinsterna riskerar detta att leda till aktieprisfall framöver. Den ökade optimism som följer med stigande aktiepriser riskerar då att vändas till pessimism.

Den expansiva penningpolitiken bidrar även till att trenderna med stigande bostadspriser och skuldsättning hos de svenska hushållen fortsätter (se diagram 1:8 och 4:10). Detta gör hushållen mer sårbara för störningar, vilket kan påverka den allmänna ekonomiska utvecklingen negativt. Den höga sparkvoten de senaste åren innebär visserligen att hushållen överlag har byggt upp buffertar som i viss utsträckning kan användas mot olika typer av störningar. Men sparandet är sannolikt ojämnt fördelat och inte alla hushåll har ökat sitt sparande. Många hushåll sparar också genom att köpa aktie- och räntefonder snarare än genom att amortera på sina skulder, något som ökar deras känslighet för utvecklingen på aktiemarknaden.

De stigande bostadspriserna och den långsamma återbetalningstakten på lån innebär alltså sammantaget en allt högre skuldsättning bland hushållen. I dagsläget behöver penningpolitiken dock fokuseras på att få upp inflationen. Ansvar för att genomföra åtgärder som minskar riskerna med hushållens skuldsättning vilar på regeringen och andra myndigheter. Amorteringskravet är en av flera åtgärder som bör vidtas för att minska

**Diagram 1:7. Börsutveckling**

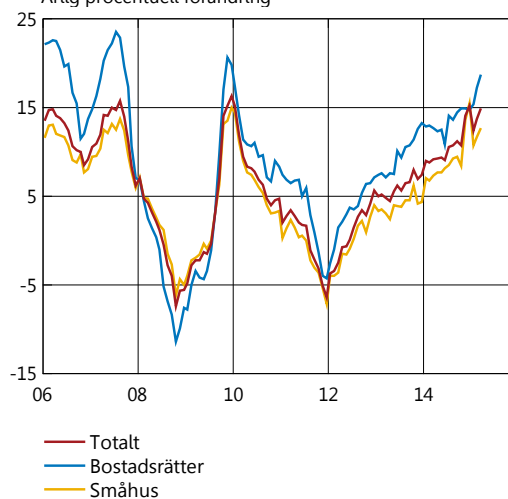
Index, 2009-01-02 = 100



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

**Diagram 1:8. Bostadspriser**

Årlig procentuell förändring



Källa: Valueguard

riskerna med hushållens skuldsättning. Bland de andra 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, begränsningar på ett hushålls lånemöjligheter i förhållande till hushållets inkomst, ökade kapitalkrav (såväl sektorsvisa kapitalkrav, generella kapitalkrav som kontracykliska kapitalkrav) samt en utökad boendebeskattning. Dessutom är åtgärder som ökar utbudet av bostäder och leder till en bättre fungerande bostadsmarknad nödvändiga. Eftersom sådana reformer behöver införas gradvis under en längre tidsperiod kommer det att dröja innan de får en påtaglig effekt på hushållens skuldsättning. Då skuldnivåerna redan i dagsläget innebär påtagliga risker för svensk ekonomi är det angeläget att reformarbetet nu påskyndas.

# Fördjupning: Snabb förstärkning av kronan

**Riksbanken väntar sig att kronan ska stärkas på sikt. Men en alltför snabb förstärkning av kronan skulle riskera att bryta den inflationsuppgång som har påbörjats. Att inflationen har varit låg under en längre tid innebär också att en snabb kronförstärkning i närtid skulle kunna få större effekter på inflationen än vanligt, via lägre inflationsförväntningar. Hur expansiv penningpolitiken behöver bli beror då på hur stor denna risk bedöms vara.**

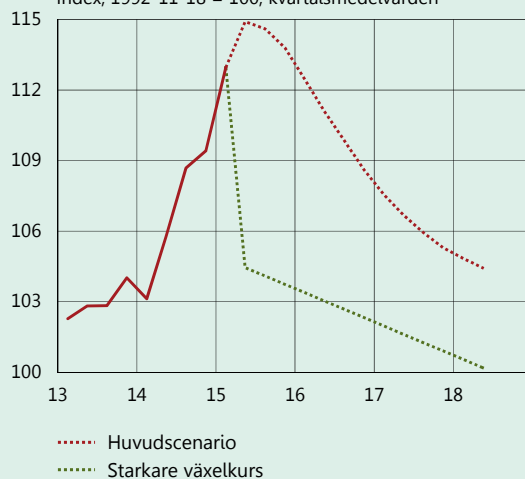
För att belysa hur en snabb förstärkning av växelkursen kan påverka inflationsutsikterna presenteras här två scenarier.<sup>2</sup> I båda scenarierna förstärks kronan påtagligt under det andra kvartalet 2015 (se grön linje i diagram 1:9). Penningpolitiken i scenarierna antas vara densamma som i huvudscenariot. I det första scenariot antas kronförstärkningen ha en begränsad påverkan på inflationsförväntningarna. Priserna på importerade varor och efterfrågan på svensk export blir lägre än i huvudscenariot. Därmed blir även KPIF-inflationen lägre. Effekterna av kronförstärkningen mattas dock av och inflationen når 2 procent under 2018 (se gul linje i diagram 1:10).

Men inflationen i Sverige har varit låg under en längre tid och en kraftig förstärkning av växelkursen, som inträffar när inflationen fortfarande är låg, skulle kunna ha en större påverkan på inflationsförväntningarna.<sup>3</sup> I det andra scenariot antar vi istället att svenska företag påverkas mer av den senaste tidens låga inflation, och i synnerhet av den kraftiga förstärkningen av växelkursen, när de sätter sina priser. Även inflations- och löneförväntningarna hos arbetsmarknadens parter påverkas mer.<sup>4</sup> I detta scenario får växelkursförstärkningen större effekter på inflationen. Lägre inflationsförväntningar har en direkt påverkan på företagen när de sätter sina priser. Lägre löneökningar innebär också att företagen förväntar sig långsammare kostnadsökningar framöver och därmed höjer de sina priser i långsammare takt. I detta scenario förblir KPIF-inflationen mycket låg under 2015 och 2016 för att sedan stiga till cirka 1,6 procent i slutet av prognosperioden (se blå linje i diagram 1:10).

Sammanfattningsvis visar scenarierna att effekterna på inflationen av en starkare växelkurs i hög grad beror på hur inflationsförväntningarna påverkas. Om påverkan på inflationsförväntningarna är begränsad blir KPIF-inflationen visserligen lägre än i huvudscenariot, men når ändå upp till 2 procent i början av 2018. Då inflationen har varit låg under en längre tid finns dock en påtaglig

risk att inflationsförväntningarna skulle påverkas mer och att effekterna på inflationen därför skulle bli avsevärt större. Om växelkursen förstärks betydligt snabbare än i huvudscenariot behöver penningpolitiken bli mer expansiv. Hur mycket penningpolitiken då behöver förändras beror i hög grad på hur inflationsförväntningarna påverkas.

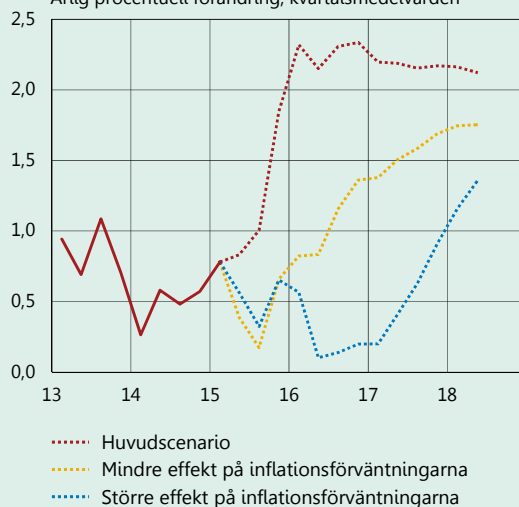
**Diagram 1:9. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden**



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

Källa: Riksbanken

**Diagram 1:10. KPIF**  
Årtlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

<sup>2</sup> Scenarierna är konstruerade med Riksbankens modell Ramses. För en beskrivning av modellen, se Adolfson, M., Laséen, S., Christiano, L., Trabandt M. och Walentin, K., "Ramses II: Model description", Occasional Paper nr 12, 2013.

<sup>3</sup> Se till exempel Ehrmann, Michael (2014), "Targeting inflation from below – how do inflation expectations behave?", Working Paper 2014-52, Bank of Canada.

<sup>4</sup> Företagen och fackföreningarna fäster, i jämförelse med det första scenariot, större vikt vid den faktiska inflationen, och mindre vikt vid inflationsmålet, när de bildar sina förväntningar. På detta sätt får en störning, exempelvis en starkare växelkurs, mer persistenta effekter på inflationen.

## Fördjupning: En penningpolitik för väl fungerande lönebildning

**Riksbanken bedriver en expansiv penningpolitik och har en ständig beredskap att vid behov göra mer. Detta skapar förutsättningar för löner och priser att öka på ett sätt som är i linje med inflationsmålet och bidrar till väl förankrade inflationsförväntningar. En lönebildning som fungerar väl gör penningpolitiken lättare att bedriva. På samma sätt underlättas lönebildningen om penningpolitiken är konsekvent och trovärdig. Det finns på så sätt ett ömsesidigt samband mellan penningpolitiken och lönebildningen.<sup>5</sup>**

Löner och andra kostnader förknippade med arbete står för en betydande del av produktionskostnaderna och har stor betydelse när företagen sätter sina priser. Att skapa sig en uppfattning om den framtida löneutvecklingen är därför viktigt för den inflationsprognos som ligger till grund för Riksbankens penningpolitik.

Att göra en bedömning av vad inflationen kommer att bli framöver är också viktigt för andra aktörer i ekonomin, exempelvis parterna i löneförhandlingarna eftersom inflationen spelar roll för reallönerna. Det finns därmed ett samband mellan inflationsförväntningarna, lönebildningen och den faktiska inflationen. Om inflationen över tiden ligger rimligt nära inflationsmålet ställer förväntningarna hos hushåll, företag, arbetstagare och arbetsgivare in sig på att det kommer att förbli så. Inflationsmålet blir då en naturlig utgångspunkt i pris- och lönebildningen, vilket i sin tur innebär att det också blir lättare för Riksbanken att faktiskt nå målet. Det uppstår en positiv självförstärkande process och eftersom lönebildningen underlättas skapas förutsättningar för en balanserad ekonomisk utveckling där reallönerna på sikt stiger i takt med produktiviteten i ekonomin.

En förutsättning för att inflationsmålet på så sätt ska fungera som ett nominellt ankare, en stabiliserande faktor för pris- och lönebildningen, är dock att inflationen inte ligger alltför mycket över eller alltför mycket under målet under en alltför lång tid. Det finns då en risk att man får en *negativ* självförstärkande process. Är exempelvis inflationen mycket under målet under en lång period kan förväntningarna börja ställa in sig på att inflationen inte kommer tillbaka till målet ens på längre sikt. Om ankaret börjar släppa ökar osäkerheten och förutsättningarna för lönebildningen försämras. Om ett företag exempelvis tror att konkurrenterna kommer att hålla priser och löner oförändrade blir det svårare att själv höja priserna och gå med på löneökningar. Resultatet blir att inflationen fortsätter att vara låg, vilket i sin tur påverkar inflationsförväntningarna och så vidare.

Svensk ekonomi är i dagsläget långt ifrån att fastna i en sådan negativ process. Men risken för att en sådan ska uppstå har successivt ökat och spelar allt större roll för penningpolitiken. Det är dessutom viktigt att agera i tid innan problemen uppkommer.

Nästa stora avtalsrörelse äger rum under 2016, då löneavtal för omkring 3 miljoner anställda i privat och offentlig sektor löper ut. Det är viktigt att inflationsförväntningarna förblir förankrade vid inflationsmålet på 2 procent, vilket underlättas om inflationen vid inledningen av avtalsrörelsen tydligt närmat sig inflationsmålet. Enligt Riksbankens prognos kommer KPIF-inflationen att nå 2 procent vid årsskiftet 2015–2016 för att sedan stiga ytterligare under 2016. Inflationsmålet är förvisso definierat i termer av KPI, inte KPIF. Men i tider med stora ränteförändringar, som under de senaste åren, ger KPIF-inflationen en bättre bild av inflationstrycket än KPI som inkluderar den direkta effekten av ändrade räntor.

Riksbankens sänkningar av reporäntan ned till –0,25 procent och kompletterande åtgärder i form av obligationsköp har genomförts för att säkerställa att inflationen stiger mot målet och på så sätt se till att de långsiktiga inflationsförväntningarna är förenliga med inflationsmålet. Den expansiva penningpolitiken bidrar till lägre marknadsräntor och svagare krona, vilket i slutändan ökar inflationstrycket i ekonomin. Genom att i ord och handling poängtera att inflationsmålet har prioritet försöker Riksbanken också påverka inflationsförväntningarna mer direkt.

Penningpolitiken försöker på detta sätt *skapa förutsättningar* för priser och löner att börja öka på ett sätt som är i linje med målet – att få inflationen att stiga på ett balanserat sätt. Inflationsprognosen i kombination med Riksbankens prognos för nominella löneökningar innebär att reallönerna ökar ungefär i linje med produktiviteten. På så vis blir löneökningarna varken för höga eller för låga utan bidrar till att samhällsekonomin utvecklas på ett balanserat sätt

De vidtagna åtgärderna och beredskapen att göra mer understryker att Riksbanken värnar inflationsmålet roll som nominellt ankare i pris- och lönebildningen.

<sup>5</sup> En mer utförlig beskrivning av detta samband finns i fördjupningen Samspelet mellan lönebildning, penningpolitik och inflation, *Penningpolitisk rapport* juli 2014. Se även till exempel N. Gottfries, *Fungerar den svenska lönebildningen?*, Bilaga 5 till *Långtidsutredningen 2011* och *Lönebildningsrapporten 2014*, Konjunkturinstitutet.

# KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

De finansiella förhållandena i Sverige har blivit mer expansiva sedan den penningpolitiska rapporten i februari. Räntenivåerna är lägre, delvis till följd av Riksbankens mer expansiva penningpolitik men även till följd av lägre räntor internationellt. Samtidigt är växelkursen något svagare och tillgångspriserna fortsätter att stiga. I denna miljö är bankernas finansieringskostnader låga och företag och hushåll har också relativt lätt att finansiera sig. Hushållens skulder fortsätter att växa, vilket hänger samman med både de låga räntorna och stigande bostadspriser.

## Penningpolitiken och statsobligationsräntorna

### Världens centralbanker sätter tonen på de finansiella marknaderna

Sedan februari har rörelserna på de finansiella marknaderna till stor del präglats av lägre penningpolitiska förväntningar (se diagram 2:1) och åtgärder av bland annat den Europeiska centralbanken, ECB. Det har bidragit till nedgångar i räntor och tidvis stora rörelser på valutamarknaderna.

I euroområdet har ECB inlett sitt program med kvantitativa lättnader som presenterades i januari. ECB har annonserat att man kommer att föra en expansiv penningpolitik under lång tid och enligt terminräntorna förväntas styrräntan förbli nära noll till åtminstone 2018. I USA och Storbritannien har marknadens förväntningar om framtida höjningar skjutits på framtiden. I USA har Federal Reserve kommunicerat att man avser att höja styrräntan under 2015, men i en något långsammare takt än vad som tidigare uppgetts. Enligt enkäter förväntas den första höjningen ske under det tredje kvartalet i år och enligt terminräntorna först kring årsskiftet 2015–2016. I Storbritannien visar terminräntorna att styrräntan väntas höjas kring halvårsskiftet 2016.

Tabell 2:1.

Utvecklingen på finansiella marknader sedan den penningpolitiska rapporten i februari	
Statsobligationsräntor	I Sverige har en 10-årig statsobligationsränta fallit påtagligt. De svenska räntorna har fallit mer än de tyska och amerikanska.
Valutamarknaden	Tidvis stora rörelser i kronan. I handelsvägda termer är kronan svagare.
Aktiemarknaden	Priserna har stigit på flertalet aktiemarknader. Stockholmsbörsen har stigit med cirka 10 procent.
Räntor till hushåll och företag	Räntorna på nya lån föll i genomsnitt med 0,1 respektive 0,3 procentenheter mellan januari och februari.
Kredittillväxt (i årstakt)	Steg för hushåll till 6,2 procent och för företag till 5,0 procent i februari.

### Transmissionsmekanismen – från reporäntan till räntor till hushåll och företag

Reporäntan har en direkt effekt på de korta interbank- och statsräntorna via dagslåneräntan. Förväntningar om framtida penningpolitik har stor påverkan på utvecklingen i de långa statsobligationsräntorna som även påverkas av utländska förhållanden. Statsobligationsräntorna utgör ett ankare för andra typer av obligationsräntor som i sin tur påverkar bankernas finansieringskostnader. Detta påverkar i slutändan räntor ut till företag och hushåll.





Riksbankens räntebeslut i februari och i mars har innefattat både räntesänkningar, köp av statsobligationer samt kommunikation om ytterligare penningpolitiska åtgärder vid behov. Detta har skapat relativt kraftiga reaktioner på ränte- och valutamarknaden.

De penningpolitiska förväntningarna har justerats ned som ett resultat av Riksbankens åtgärder och marknaden ser, enligt terminsräntorna, en viss sannolikhet för en ännu lägre reporänta. Även förväntningarna på längre sikt har sjunkit sedan februari. Enligt terminsräntor förväntas en första höjning av reporäntan kring årsskiftet 2016–2017 (se diagram 2:1), medan Prosperas enkät i april visar att höjningarna börjar vid slutet av 2016. Den samlade bilden av de penningpolitiska förväntningarna stämmer därmed relativt väl med reporäntebanan, som indikerar en första höjning under andra halvåret 2016.

### Lägre statsobligationsräntor i Sverige och omvärlden

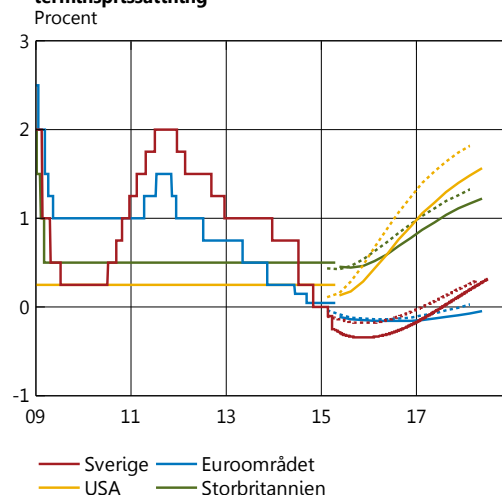
Reporäntan och de penningpolitiska förväntningarna påverkar i hög grad hur marknadsräntorna utvecklas (se diagram 2:2). Dessutom påverkas Sverige, som en liten öppen ekonomi, av utvecklingen i framför allt euroområdet och USA, och de svenska räntorna med lång löptid styrs därför till viss del av utvecklingen där (se diagram 2:3).

I euroområdet har framför allt långa statsobligationsräntorna i kärnländerna fallit sedan ECB introducerade sina statsobligationsköp i mars. De tyska räntorna har återigen noterats till rekordlåga nivåer. ECB:s köp har även fått räntorna i Sydeuropa att falla sedan februari, de grekiska räntorna undantagna. Detta trots en viss uppgång den senaste tiden till följd av ökad osäkerhet kring Greklands finansieringsmöjligheter, vilket även fått andra sydeuropeiska räntor att stiga något.

I USA är statsobligationsräntorna lägre än vid Riksbankens räntebesked i februari. Det beror främst på att räntorna föll i samband med Feds räntebesked i mitten av mars, då bland annat prognosen för framtida räntehöjningar justerades ned. Differensen mellan amerikanska och tyska räntor förblir dock påtaglig, vilket bland annat speglar en tydlig skillnad i ekonomisk utveckling och penningpolitiska förväntningar mellan regionerna.

Rörelserna i de svenska marknadsräntorna har varit stora sedan de penningpolitiska besluten i februari och mars med nedgångar som tidvis motverkats av starkare svensk makrostatistik. Sammantaget har dock statsobligationsräntorna fallit en hel del och störst nedgång har skett i de kortaste och längsta räntorna (se diagram 2:2 och 2:3). De svenska räntorna har samtidigt fallit mer än

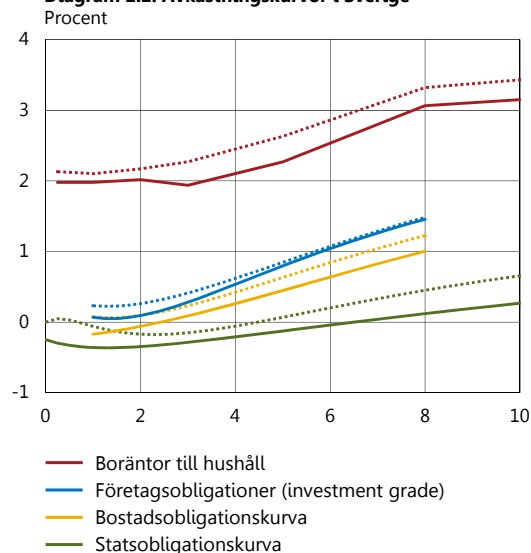
**Diagram 2:1. Styrrentor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning**



Anm. Terminsräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar den officiella styrrentan. Heldragna linjer är skattade 2015-04-17, streckade linjer 2015-02-11.

Källor: Macrobond och Riksbanken

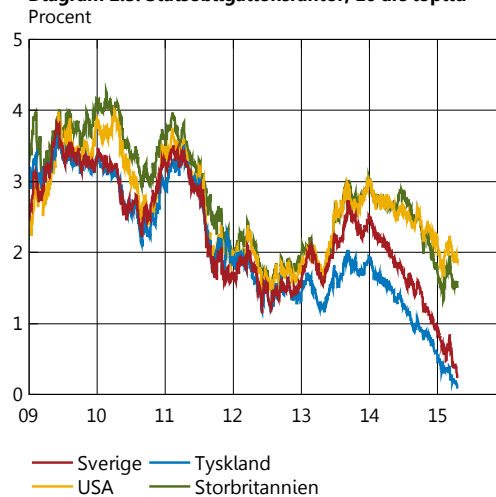
**Diagram 2:2. Avkastningskurvor i Sverige**



Anm. Horisontell axel avser löptid. Stats-, bostads- och företagsobligationskurvorna är nollkuponräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel metoden. För bostads- och företagsobligationer visas räntor endast med en löptid upp till 8 år, vilket reflekterar löptiderna för de obligationer som används vid interpoleringen. Boräntor till hushåll är ett genomsnitt av listade boräntor från svenska banker och bolåneinstitut. Heldragna linjer är skattade 2015-04-17, streckade linjer 2015-02-11.

Källor: Macrobond, Thomson Reuters och Riksbanken

**Diagram 2:3. Statsobligationsräntor, 10 års löptid**



Källa: Macrobond

de tyska (se diagram 2:4) och amerikanska räntorna. Denna utveckling förklaras framför allt av Riksbankens räntesänkningar, statsobligationsköp och förväntningar på att penningpolitiken kan göras mer expansiv vid behov. Programmet för Riksbankens statsobligationsköp är mindre än andra centralbankers, både i absoluta termer och som andel av BNP (se tabell 2:2). Men den svenska statsskulden som andel av BNP är också mycket mindre än i USA, Storbritannien och de enskilda länderna i euroområdet. Detta innebär att som andel av den totala utestående stocken av statsobligationer så köper Riksbanken en betydande del. Dessutom har Riksbanken genomfört köpen på en kortare tid.

## Valutamarknaden

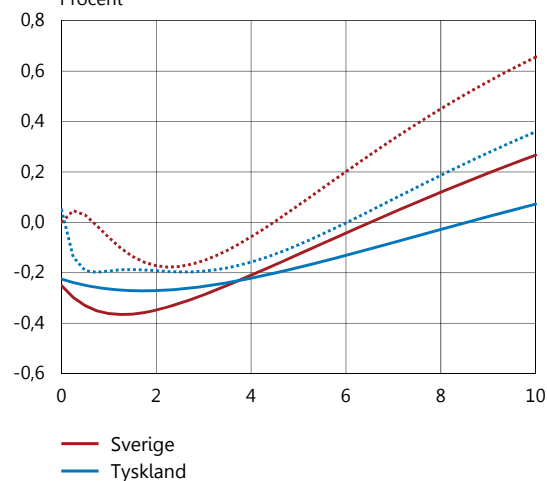
### Stora rörelser i kronan

I likhet med svenska marknadsräntor har det varit stora rörelser i kronan. Förklaringen är delvis Riksbankens penningpolitik men även stora rörelser på den internationella valutamarknaden. Bland annat har euron fortsatt att försvagas mot flertalet valutor och dollarn har stärkts.

I samband med det penningpolitiska beskedet i februari försvagades kronan kraftigt, vilket till stor del kan kopplas till fallet i svenska marknadsräntor och den minskade differensen mot tyska och amerikanska räntor. Kort därefter stärktes dock kronan igen, framför allt mot euron (se diagram 2:5), då räntedifferensen mot Tyskland steg till följd av starkare svensk makrostatistik och att ECB inledde sitt tillgångsköpsprogram. För att motverka denna trend, som kunde riskera att bryta den påbörjade uppgången i inflationen, beslutade Riksbanken att vidta ytterligare penningpolitiska lättnader i mitten av mars.

Riksbankens mer expansiva penningpolitik har bidragit till att kronan, i handelsvägda termer, blivit något svagare under det första kvartalet jämfört med prognosen i februari (se diagram 4:4). Samtidigt är det mycket svårt att bedöma hur kronan kan komma att utvecklas framöver. I likhet med ECB bedriver Riksbanken en expansiv penningpolitik och genomför köp av statsobligationer. ECB kommer att köpa stora mängder av statsobligationer under en lång tid samtidigt som den amerikanska centralbanken är på väg mot sin första styrräntehöjning, vilket sannolikt betyder att dollarn kommer att vara fortsatt stark. Jämfört med prognosen i februari bedöms kronan vara något svagare under prognosperioden. Detta hänger bland annat samman med Riksbankens mer expansiva penningpolitik men också

Diagram 2:4. Avkastningskurvor i Sverige och Tyskland  
Procent



Anm. Horisontell axel avser löptid. Avkastningskurvorna är nollkupongsräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel metoden. Heldragna linjer är skattade 2015-04-17, streckade linjer 2015-02-11.

Källor: Deutsche Bundesbank, Thomson Reuters och Riksbanken

### ECB:s tillgångsköp

#### Vad har ECB meddelat?

I januari beslutade ECB att från och med 9 mars köpa obligationer för 60 miljarder euro per månad, med fokus på statsobligationer. Detta kommer man att göra fram till september 2016, eller tills man ser att inflationen uthålligt rör sig mot målet strax under 2 procent. Tillgångsköpen fördelas mellan de olika länderna efter de nationella centralbankernas kapitalandel i ECB. I köpen ingår även en mindre del säkerställda obligationer och asset-backed securities (ABS) som annonserades redan i höstas. I början av mars meddelade ECB att man inte kommer att köpa obligationer med en lägre ränta än ECB:s inlåningsränta på -0,2 procent. Utöver tillgångsköpen fortsätter ECB att erbjuda lån till bankerna via sitt TLTRO-program, där det tredje lånet erbjöds i mars.

#### Vad har ECB gjort hittills?

Sedan ECB påbörjade sitt program för tillgångsköp i mars har man fram till och med den 24 april köpt statsobligationer för cirka 75 miljarder euro.

#### Vilka effekter kan ses på finansiella marknader?

Sedan de inledande köpen i mars har framför allt längre statsobligationsräntor i kärnländerna fallit påtagligt. Detta kopplas främst till ECB:s begränsning att inte köpa obligationer med en ränta under inlåningsräntan, vilket många av de kortare obligationerna i dessa länder har. Detta innebär att ECB behöver köpa obligationer med längre löptid för att uppfylla sina egna riktlinjer. I de mer krisdrabbade euroländerna har ränterörelserna varit relativt små sedan tillgångsköpen inleddes, men jämfört med före annonseringen i januari har såväl kort- som långfristiga statsobligationsräntor fallit påtagligt.

med att det nu antas ta lite längre tid innan kronan når sin långsiktiga nivå.

## Globala tillgångsmarknader

### Stor efterfrågan på riskfyllda tillgångar

Den expansiva penningpolitiken i flera stora ekonomier har inneburit låga räntor under en lång period och medfört stor efterfrågan på riskfyllda tillgångar både i Sverige och i omvärlden. Ränteskillnaden mellan företagsobligationer och statsobligationer är låg även om den har stigit något det senaste halvåret. Detta beror främst på att räntorna blivit högre bland företag med kopplingar till oljeindustrin efter det kraftiga fallet i oljepriset.

Aktiepriser har fortsatt att stiga sedan den penningpolitiska rapporten i februari (se diagram 1:7). Till skillnad från tidigare år har utvecklingen varit starkare i Europa än i USA. Detta kopplas till ECB:s expansiva penningpolitik som har stärkt förtroendet i regionen och lett till en försvagning av euron, vilket har förbättrat de europeiska bolagens konkurrenskraft.

Det finns samtidigt risker för bakslag på aktie- och företagsobligationsmarknader där det låga ränteläget har bidragit till snabba prisuppgångar i jakt på högre avkastning. Det kan medföra en utveckling som inte reflekterar fundamentala faktorer, så som företagets framtida vinster och tillväxtpotential (se även rapporten Finansiell Stabilitet 2014:2).

## Den finansiella situationen för banker, företag och hushåll

### Stabila finansieringskostnader för svenska banker

Förutsättningarna för bankernas kreditgivning till hushåll och företag är goda. Såväl bankernas aktiekurser som deras kreditbetyg och finansieringskostnader visar att den svenska banksektorn är förknippad med förhållandevis låg risk. Detta reflekteras exempelvis i bankernas CDS-premier som är kopplade till kostnaden för att försäkra sig mot betalningsinställelse. Premierna är mycket låga, både historiskt och i jämförelse med andra länder.

Mot den bakgrunden och det låga ränteläget har bankerna fortsatt att öka sin utlåning i svenska kronor vilket också medverkar till att öka penningmängden (se diagram 2:6).

**Tabell 2.2. Jämförelse av olika centralbankers program för köp av statsobligationer<sup>1</sup>**

	Köp av statsobligationer (miljarder)	Köp som andel av stock (procent)	Köp som andel av BNP (procent)
Riksbanken	SEK 80-90	14	3 <sup>2</sup>
ECB	EUR 800 <sup>3</sup>	14	8
Bank of England	GBP 375	29	21
Federal Reserve	USD 2000 <sup>4</sup>	18	12

1. Den här typen av beräkningar kan göras på olika sätt vilket innebär att beräkningarna i tabellen ska ses som ungefärliga.

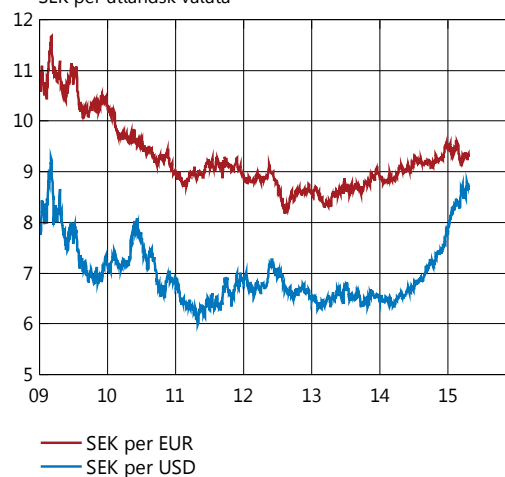
2. Beräknad utifrån förväntat marknadsvärde för de annonserade köpen.

3. Cirka 70 procent av ECB:s totala planerade köp av värdepapper om 1140 miljarder euro är tänkta att placeras i statsobligationer.

4. LSAP 1+2 och Operation Twist.

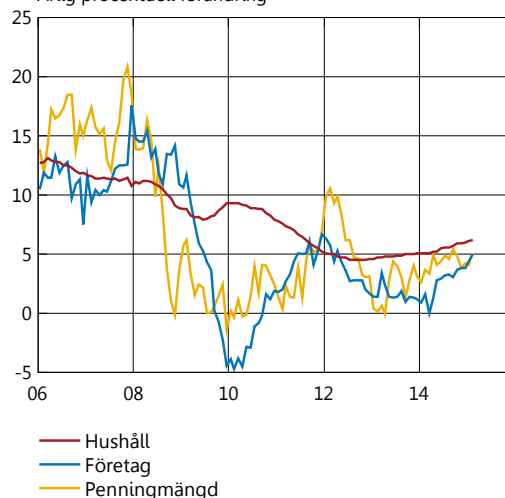
Källor: Bank of England, ECB, FRB NY, Macrobond, Riksgälden, UK DMO, US Department of Treasury och Riksbanken

**Diagram 2.5. Kronans utveckling mot euron och dollarn**  
SEK per utländsk valuta



Källa: Macrobond

**Diagram 2.6. Utlåning till hushåll och företag**  
Årlig procentuell förändring



Anm. MFI:s utlåning till hushåll och icke-finansiella företag enligt finansmarknadsstatistiken justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån från 2006. Med penningmängd avses M3 utestående belopp.

Källa: SCB

### Företagens bankupplåning ökar

De senaste åren har företagens möjligheter att finansiera sig förbättrats. De låga räntorna både i Sverige och internationellt (se diagram 2:2 och 2:3) har bidragit till ökad efterfrågan på värdepapper emitterade av företag som kan ge en extra avkastning i förhållande till exempelvis statsobligationer. Samtidigt visar både statistikutfall och olika enkätundersökningar från Konjunkturinstitutet, Almi och Riksbanken att förutsättningarna för att få banklån gradvis har förbättrats efter finanskrisen. Detta har inneburit lägre upplåningskostnader för företagen och utvecklingen väntas även framöver att vara gynnsam, framför allt för stora företag och de företag som redan ingår i bankernas befintliga kundkrets. I februari sjönk den genomsnittliga utlåningsräntan för företag, avseende nya avtal, med cirka 0,3 procentenheter till 1,6 procent (se diagram 2:7). Tillväxttakten i bankernas utlåning till företag, som utgör den största delen av företagens skuldsättning, har samtidigt ökat det senaste halvåret (se diagram 2:6).

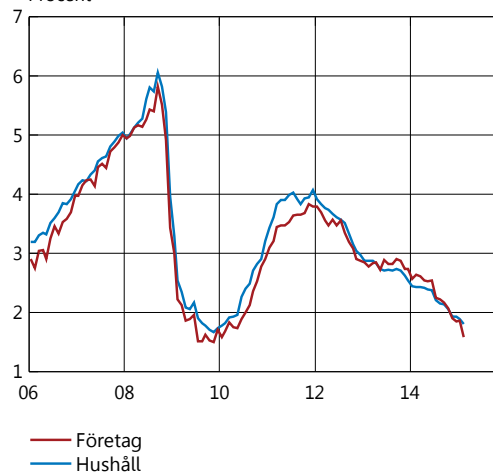
Ser man till företagens totala skuldsättning, som innefattar värdepappers- och banklån, har den dock inte ökat särskilt mycket de senaste åren. Det hänger troligen ihop med den svaga konjunkturutvecklingen både i Sverige och internationellt och de låga investeringarna. Men framöver väntas investeringarna öka och företagen bedöms därmed öka sin upplåning (se fördjupning "Är privata investeringar låga och i så fall varför?" i kapitel 4).

### Lägre boräntor och stigande bostadspriser

Tillväxttakten i bankernas utlåning till hushåll är sedan andra halvåret 2014 något högre än den genomsnittliga utvecklingen de senaste tre åren (se diagram 2:6). Det beror framför allt på att bostadslånen har ökat under perioden, vilket kopplas till att priserna på bostadsmarknaden stigit. Statistik från SCB visar att den genomsnittliga boräntan för nya avtal sjönk med ungefär 0,1 procentenheter till 1,8 procent i februari (se diagram 2:7). Utvecklingen i de listade boräntorna under den efterföljande perioden indikerar att de har sjunkit ytterligare under mars och april månad i år.

Enligt statistik från Valueguard ökade priserna på bostadsrätter med nästan 19 procent och på småhus med knappt 13 procent i mars, uttryckt i årlig procentuell förändring (se diagram 1:8). Hushållen förväntar sig samtidigt ytterligare prisökningar enligt SEB:s boprisindikator, som sjönk marginellt i april efter att ha överstigit tidigare toppnoteringar i mars.

**Diagram 2:7. Utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal**  
Procent



Anm. MFI:s utlåningsräntor till hushåll med bostad som säkerhet och till icke-finansiella företag.

Källa: SCB

### Erfarenheterna av negativ styrränta

Behovet av en mer expansiv penningpolitik gjorde att Riksbanken sänkte reporäntan i två steg under februari och mars, först till  $-0,10$  procent och sedan till  $-0,25$  procent. Det är ovanligt med en negativ nominell styrränta, men det förekommer i några andra länder sedan en tid tillbaka.

Erfarenheten så här långt är att de två räntesänkningarna har fått ett normalt genomslag på marknadsräntor och utlåningsräntor till hushåll och företag. Däremot har inte inlåningsräntor för hushåll och de flesta företagskunderna justerats nedåt i samma utsträckning, eftersom bankerna valt att inte låta dessa bli negativa.

Bland marknadsräntorna är det bland annat statsskuldväxlar, flera stats- och bostadsobligationer, räntederivat och certifikat som handlas till negativ ränta. Än så länge verkar det inte ha påverkat marknadernas funktionssätt över lag. Men det finns exempel på delmarknader där negativa räntor kan utgöra ett problem. Detta gäller till exempel marknaden för obligationer med rörliga kuponger, där kuponger för vissa obligationer kan bli negativa.<sup>a</sup> Vid nuvarande nivå på reporäntan anses dock dessa problem vara hanterbara.

<sup>a</sup> För mer diskussion om hur obligationer med rörliga kuponger påverkas av negativa räntor och hur Riksbanken anser att dessa ska hanteras, se rapporten "Finansiell infrastruktur", Sveriges riksbank (2015) sid. 16 – 17.

## KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

**Bedömningen av det aktuella ekonomiska läget och utvecklingen den närmaste tiden är viktig eftersom den utgör en utgångspunkt för analysen av utvecklingen på längre sikt. Inflationen är i nuläget låg, men flera mått på underliggande inflation tycks ha bottnat. Det senaste årets försvagning av växelkursen bidrar till att höja inflationen medan det låga oljepriset dämpar den. BNP-tillväxten var oväntat stark fjärde kvartalet ifjol. Delvis var det en följd av tillfälliga faktorer och BNP bedöms öka långsammare första kvartalet i år. Samtidigt stiger sysselsättningen och arbetslösheten väntas fortsätta falla långsamt. BNP-tillväxten i omvärlden förbättras. Tillväxten i euroområdet är låg men det finns allt tydligare tecken på en återhämtning. Däremot dämpas tillväxten i ett flertal tillväxtekonomier.**

### Inflation och resursutnyttjande

#### Inflationen är låg, men på väg upp

Inflationen är fortfarande låg, men har stigit de senaste månaderna. Utfallen för januari–mars blev något högre än förväntat i den penningpolitiska rapporten i februari. I mars ökade KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, med 0,9 procent jämfört med samma månad året innan. Det är den högsta takten sedan sommaren 2013. Samtidigt ligger KPI-inflationen kvar nära noll procent, eftersom de stora reporäntesänkningarna bidrar till att hålla ned inflationen mätt med KPI. Men olika mått på den underliggande inflationen, bland annat KPIF exklusive energi, talar för att inflationen har bottnat och är på väg upp (se diagram 3:1).

#### Växelkursförsvagningen bidrar till högre inflation

En faktor bakom uppgången i KPIF exklusive energi är det senaste årets successiva försvagning av den svenska kronan (se diagram 4:4). Den innebär att det har blivit dyrare att importera konsumentprodukter än det var i början av 2014, trots att inflationen i Sveriges omvärld blivit lägre. Inflationen är låg i de flesta länder som är viktiga för svensk ekonomi. I till exempel EU var inflationen i mars under 1 procent i samtliga länder och negativ i drygt 40 procent av länderna. De högre importpriserna har också fått genomslag på priserna i konsumentledet. Ett tecken på det är att livsmedelspriserna och energipriserna ökar snabbare i Sverige än i euroområdet. I Sverige är ökningstakten i livsmedelspriserna sedan några månader något högre än ett historiskt genomsnitt (se diagram 3:2).

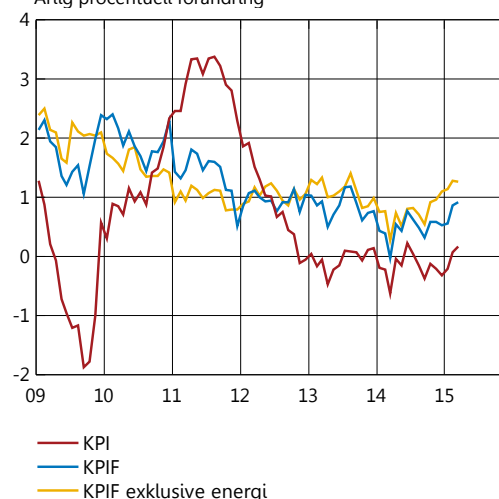
Växelkursen bedöms vara mer eller mindre oförändrad den närmaste tiden. Det bedöms dock dröja ytterligare några kvartal innan det senaste årets kronförsvagning fått fullt genomslag på konsumentpriserna.

Tabell 3:1. Utfall jämfört med föregående prognos

Förväntad utveckling i PPR februari	Faktisk utveckling
Fortsatt låg inflation. KPIF-inflationen 0,8 procent i mars.	Lite högre än förväntat, KPIF-inflationen 0,9 procent i mars.
BNP-tillväxten 2,1 procent fjärde kvartalet 2014.	Högre än förväntat, 4,6 procent, delvis till följd av tillfälliga faktorer.
Långsam nedgång i arbetslösheten.	Ungefär som förväntat.
Fortsatt svag BNP-tillväxt i euroområdet.	Fjärde kvartalet marginellt starkare än väntat.
Relativt stark BNP-tillväxt i USA första kvartalet.	Konsumtionen svagare än väntat, delvis till följd av tillfälliga faktorer.

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta. KPIF visar årlig procentuell förändring. BNP avser kvartalsförändring i procent, uppräknad till årstakt.

Diagram 3:1. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi  
Årlig procentuell förändring



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



För många produkter påverkas priset vanligen med viss fördröjning.

### Tecken på att den underliggande inflationen bottnat

Liksom KPIF exklusive energi har Riksbankens mått på underliggande inflation också vänt upp de senaste månaderna (se diagram 3:3). En annan signal om att inflationen har bottnat är att ökningstakten i tjänstepriserna är högre än förra året, trots att de inte påverkas lika starkt av växelkursen som livsmedels- och varupriserna (se diagram 3:2). Bakom den högre ökningstakten i tjänstepriserna ligger uppgångar i flera tjänsteslag, bland annat restaurang och logi.

Det finns även annan statistik som tyder på att inflationen stiger framöver. Prisökningarna på konsumtionsvaror i producent- och importleden stiger nu. Vidare visar Konjunkturbarometern att fler företag än tidigare räknar med att höja priserna.

Ett sätt att sammanfatta informationen i indikatorerna är att titta på modellprognoser. Riksbanken använder många olika modeller och diagram 3:4 visar en av dessa för KPIF exklusive energi.<sup>6</sup> Mot bakgrund av den senaste tidens utveckling i producentpriser och växelkursen tyder modellen på att inflationen kommer att stiga de kommande månaderna. Riksbankens prognos ligger nära modellprognosen för de kommande månaderna.

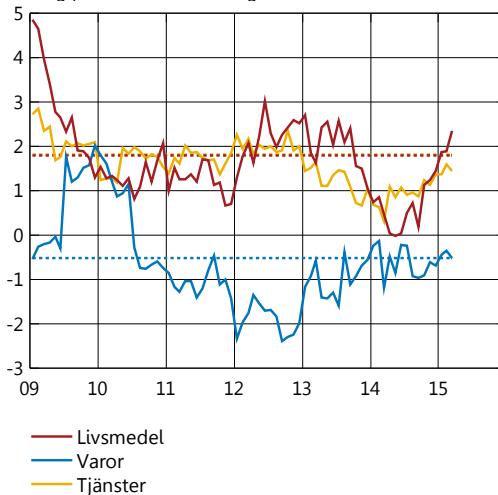
### Resursutnyttjandet lägre än normalt

En förklaring till den låga inflationen i Sverige och omvärlden är att resursutnyttjandet i dagsläget är lägre än normalt. Under fjärde kvartalet blev BNP-tillväxten i Sverige visserligen högre än väntat, men det bedöms delvis bero på tillfälliga faktorer. I förhållande till BNP utvecklades arbetade timmar svagt och resursutnyttjandet i termer av arbetade timmar är nu något lägre än i föregående bedömning. Arbetslösheten låg kvar på 7,8 procent under första kvartalet. Riksbanken bedömer sammantaget att resursutnyttjandet fortfarande är lägre än normalt.

Under fjärde kvartalet ökade arbetskostnaden per producerad enhet långsammare än förväntat eftersom produktiviteten blev oväntat hög. De kommande kvartalen väntas arbetskostnaden per producerad enhet öka i mer normal takt.

<sup>6</sup> Modellen använder tidsreor med månadsdata för, producentpriser, växelkurs och råvarupriser för att generera prognoser för KPIF exklusive energi som beaktar både inflationens historiska säsongsmönster och den senaste tidens indikatorinformation. Modellens punktprognos för KPIF exklusive energi redovisas med ett 50- och 90-procentigt osäkerhetsintervall. Modellen används upp till sex månader.

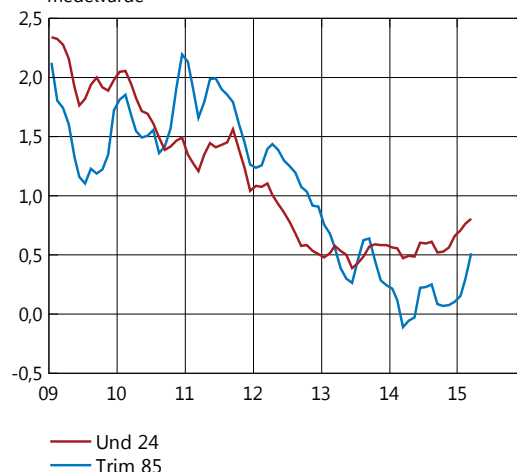
**Diagram 3:2. Livsmedels-, varu- och tjänstepriser**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 2000 till senaste utfall. Linjen som visar genomsnitt för tjänster sammanfaller med linjen som visar genomsnitt för livsmedel.

Källor: SCB och Riksbanken

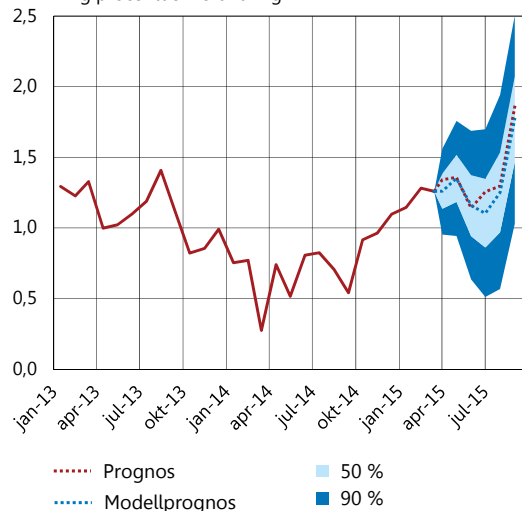
**Diagram 3:3. Mått på underliggande inflation**  
Årlig procentuell förändring, tre månaders glidande medelvärde



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 3:4. KPIF exklusive energi med modellprognos**  
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

### Stora skillnader mellan olika inflationsmått när räntor och energipriser faller

I och med att bostadsräntorna har fallit kommer KPI-inflationen fortsätta vara lägre än KPIF-inflationen i år och nästa år. Energipriserna är för närvarande mycket lägre än vid samma tid förra året, vilket medför att ökningstakten i KPIF är lägre än i KPIF exklusive energi. Dels är drivmedelspriserna låga på grund av prisfallet på olja, dels har elpriset sjunkit. Energipriserna stiger långsamt den närmaste tiden och därmed består skillnaden mellan KPIF och KPIF exklusive energi.

## BNP och arbetsmarknad

### Hög tillväxt under fjärde kvartalet

BNP ökade med 4,6 procent under fjärde kvartalet 2014 jämfört med närmast föregående kvartal, uppräknat till årstakt (se diagram 4:8). Den oväntat höga tillväxten bedöms till viss del bero på tillfälligt stor tjänsteexport (se diagram 3:6). Denna bidrog till att den totala exporten ökade snabbt efter en längre tid med mer dämpad utveckling. Samtidigt fortsatte den inhemska efterfrågan att växa starkt, främst för att hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna ökade.

### Försiktigt stigande efterfrågan i omvärlden

Efterfrågan på svensk export väntas öka i takt med att återhämtningen i omvärlden fortskrider. Världsekonomin fortsätter att förbättras och gynnas för närvarande av de låga oljepriserna som väntas stimulera såväl konsumtion som investeringar i länder som importerar olja. BNP-tillväxten är fortfarande ojämnt fördelad. Skillnaderna har dock minskat på senare tid i och med att tillväxttakten har dämpats i tillväxtekonomierna. Tillväxten i Kina väntas bli lägre den närmaste tiden och i Ryssland och Brasilien väntas BNP börja falla.

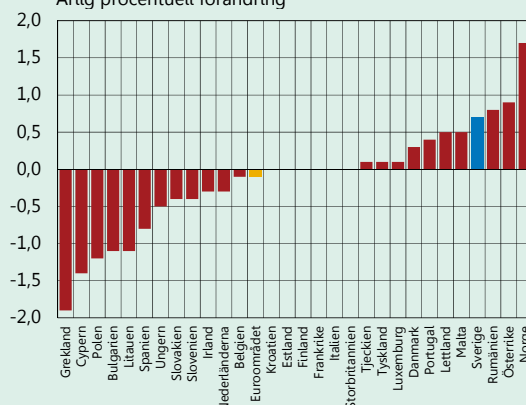
I en rad utvecklade länder har tillväxtutsikterna däremot förbättrats. Det finns nu tydligare tecken på återhämtning i euroområdet och BNP-tillväxten väntas ha ökat under det första kvartalet. I USA dämpades hushållens konsumtion tillfälligt av ovanligt kallt väder och snöstormar i vissa regioner. Förstärkningen av dollarn sedan sommaren 2014 har också medverkat till att konkurrenskraften och företagens förtroende försämrats. Samtidigt är arbetsmarknaden i USA relativt sett fortsatt stark.

Att efterfrågan i omvärlden ökat avspeglas än så länge inte i någon särskilt hög exportorderingång i

### Svensk inflation är relativt hög i ett europeiskt perspektiv

Inflationstrycket är lågt i stora delar av Europa till följd av den stora mängden lediga resurser. Därtill bidrar lägre oljepriser till att trycka ned inflationen. I mars var den genomsnittliga inflationen i euroområdet -0,1 procent. Sveriges inflation, mätt med det EU-harmoniserade indexet för konsumentpriser (HIKP), var bland de högsta i Europa och uppgick till 0,7 procent (se diagram 3:5). Inflationen var högst i Norge där den uppgick till 1,7 procent. En svag norsk krona och ett relativt högt resursutnyttjande är viktiga förklaringar till den högre inflationen i Norge (se fördjupning "Varför är inflationen låg i Sverige men inte i Norge?" i Redogörelse för penningpolitiken 2014).

Diagram 3:5. HIKP i EU-länderna och Norge  
Årlig procentuell förändring

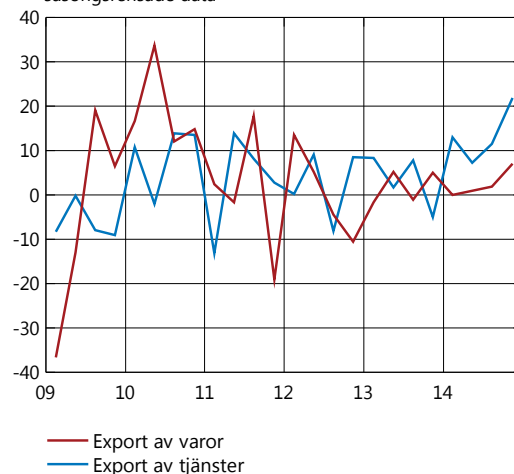


Anm. Diagrammet visar procentuell förändring i HIKP mellan mars 2015 och mars 2014.

Källa: Eurostat

### Diagram 3:6. Export av varor och tjänster

Kvartalsförändring i procent, uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Sverige. Den har istället fallit tillbaka de senaste månaderna och är nu något lägre än normalt. Inte heller månadsstatistik för varuexporten tyder på någon större uppgång under inledningen av året. Samtidigt har tjänsteexporten ökat snabbare än varuexporten det senaste året. Extra tydligt var det under fjärde kvartalet då delar av tjänsteexporten ökade ovanligt mycket (se diagram 3:6). Under första kvartalet väntas den dock återgå till mer normala nivåer, vilket dämpar BNP-tillväxten tillfälligt.

### Svensk BNP-tillväxt dämpas första kvartalet

Barometerindikatorn, som sammanfattar stämningläget hos hushåll och företag, har det senaste halvåret varit högre än ett historiskt genomsnitt. Även andra förtroendeindikatorer såsom Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin och tjänstebanserna är i nivå med eller starkare än sina historiska genomsnitt.

Detaljhandeln har fortsatt att utvecklas starkt under första kvartalet i år och även den bredare indikatorn för hushållens konsumtion tyder på en fortsatt hög konsumtionstillväxt. Att den inhemska efterfrågan utvecklats starkt syns också på produktionsidan. Byggproduktionen har ökat kraftigt de senaste åren. Även i tjänsteproduktionen syns en stadig uppgång. Industriproduktionen, som är nära sammankopplad med varuexporten, är däremot fortsatt dämpad (se diagram 3:7).

Riksbankens sammantagna bedömning är att BNP ökar med 1,6 procent under första kvartalet 2015 jämfört med närmast föregående kvartal, uppräknat till årstakt.

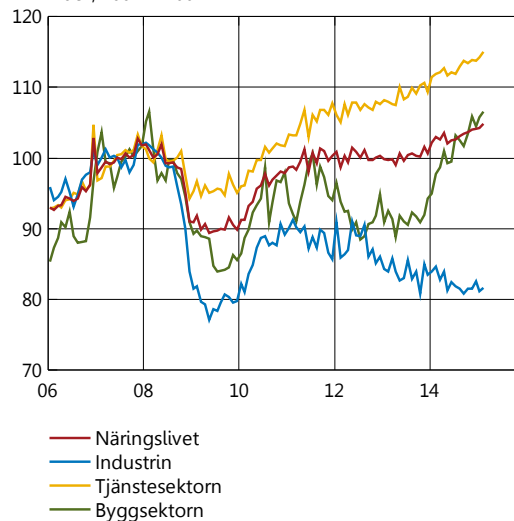
### Arbetslösheten faller långsamt

Sysselsättningen steg första kvartalet jämfört med sista kvartalet 2014 medan arbetslösheten var oförändrad och uppgick till 7,8 procent (se diagram 4:12). Indikatorer på efterfrågan på arbetskraft tyder på att sysselsättningen växer i god takt också den närmaste tiden. Till exempel har antalet nyanmälda lediga platser ökat en tid. Varslen är också förhållandevis få, även om de ökat den allra senaste månaden (se diagram 3:8). Sysselsättningen ökar främst i tjänstesektorn, vilket är naturligt eftersom det är där produktionstillväxten finns. Sysselsättningen förväntas växa något starkare än arbetskraften. Därmed väntas trenden med långsamt fallande arbetslöshet fortsätta under andra kvartalet.

### BNP fjärde kvartalet 2014

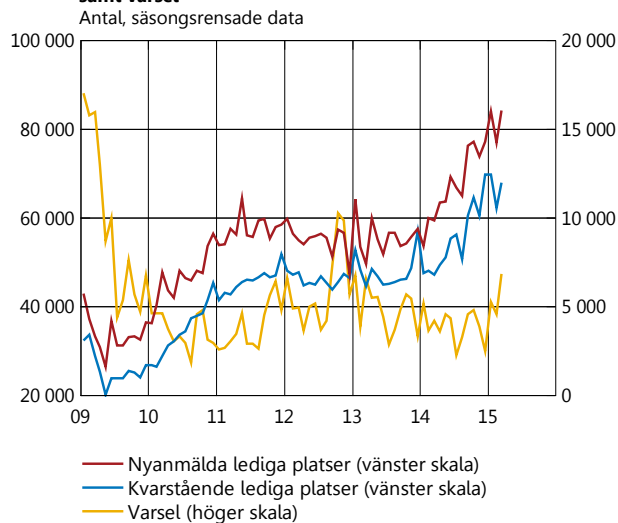
Under fjärde kvartalet ökade BNP med 4,6 procent jämfört med föregående kvartal, uppräknat till årstakt. En mycket hög tillväxt i investeringar i forskning och utveckling bidrog till att investeringarna ökade kraftigt under det fjärde kvartalet. SCB bedömer dock att denna ökning inte påverkar BNP-tillväxten eftersom dessa investeringar också bokförs som ökad tjänsteimport i nationalräkenskaperna. Därutöver ökade vissa delar av tjänsteexporten ovanligt mycket det fjärde kvartalet 2014.

Diagram 3:7. Produktion i näringslivet  
Index, 2007 = 100



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:8. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel  
Antal, säsongrensade data



Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken



## KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

**Återhämtningen i omvärlden som helhet väntas fortsätta de närmaste åren, understödd av en expansiv penningpolitik och ett lågt oljepris. Det globala inflationstrycket är lågt för närvarande men bedöms stiga under prognosperioden. I Sverige väntas BNP växa snabbare än normalt de kommande åren. Den fortsatt expansiva penningpolitiken, med negativ ränta under lång tid och köp av statsobligationer, bidrar till att efterfrågan ökar och inflationen stiger. KPIF-inflationen väntas nå 2 procent vid årsskiftet 2015–2016.**

### Omvärlden

#### Världsekonomin fortsätter att förbättras

Den globala konjunkturen har fortsatt att långsamt förbättras i början av året. I USA har det visserligen skett vad som bedöms vara en tillfällig inbromsning på grund av ovanligt kallt väder men bilden i stort är att ekonomin utvecklats väl. I euroområdet ser återhämtningen ut att stå på en fastare grund och konjunktursignalerna därifrån den senaste tiden är de ljusaste sedan skuldskrisen bröt ut.

#### Från motvind till medvind

Världsekonomin får de kommande åren fortsatt draghjälp av ett lågt oljepris, en starkare amerikansk ekonomi och ECB:s omfattande tillgångsköpsprogram som följts av penningpolitiska lättnader i en rad andra länder.

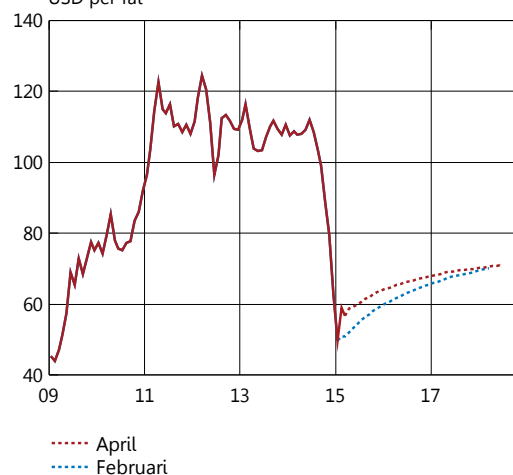
Världsmarknadspriset på Brentolja mer än halverades mellan juni 2014 och januari 2015, från 115 amerikanska dollar (USD) per fat ned till 47 USD per fat (se diagram 4:1). Därefter har oljepriset stigit något och pendlat runt 60 USD per fat, vilket är något högre än vad som antogs i februari. Terminsprissättningen indikerar en långsam uppgång till cirka 70 USD per fat i slutet av prognosperioden. Oljeprisfallet sedan sommaren 2014, som till stora delar bedöms vara utbudsdrevet och relativt varaktigt, antas ha en positiv effekt på världsekonomin som helhet genom att stimulera inhemsk efterfrågan via ökat konsumtionsutrymme och sänkta produktionskostnader.<sup>7</sup>

Flera faktorer som tidigare hämmat återhämtningen i de utvecklade länderna efter finanskrisen, såsom finanspolitiska åtstramningar i många länder, ekonomisk-politisk osäkerhet och strama kreditvillkor väntas avta i betydelse. Detta bidrar till en snabbare BNP-tillväxt framöver. Dock kvarstår faktorer såsom en åldrande

Tabell 4:1.

Prognosen i korthet
Successivt högre tillväxt i omvärlden och stigande inflation.
Expansiv penningpolitik de kommande åren.
Svensk tillväxt drivs av en stark inhemsk efterfrågan som får draghjälp från exporten då omvärldsefterfrågan ökar.
Arbetsmarknaden i Sverige fortsätter att förbättras. Resursutnyttjandet är normalt från början av 2016, därefter något högre.
Inflationen i Sverige väntas stiga och KPIF-inflationen när 2 procent vid årsskiftet 2015–2016.

Diagram 4:1. Olje- och terminspriser  
USD per fat



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

<sup>7</sup> För en mer utförlig diskussion om orsakerna till oljeprisfallet och dess effekter på tillväxt och inflation, se fördjupningen "Effekter av oljeprisfallet på den globala ekonomin" i Penningpolitisk rapport februari 2015.

befolkning och ett fortsatt behov för hushåll, företag och stater att minska sin skuldsättning, vilket gör att återhämtningen tar tid. USA har kommit längre än euroområdet vad gäller att minska skulderna inom den privata sektorn.

BNP-tillväxten i de utvecklade länderna blir något högre i år jämfört med i fjol (se diagram 4:2). I USA bedöms BNP-tillväxten bli omkring 3 procent de närmaste åren för att sedan växla ned mot mer normala tillväxttakter i slutet av prognosperioden. Samtidigt stiger BNP i euroområdet, om än från en låg nivå och i långsam takt. En viktig faktor för att få till stånd en mer varaktig återhämtning i de utvecklade länderna är att investeringarna tar fart (se fördjupningen "Är privata investeringar låga och i så fall varför?" i kapitel 4).

I tillväxtländerna mattas konjunkturen av i år. Många råvaruproducerande länder har drabbats hårt av oljeprisnedgången, det gäller i synnerhet Ryssland och Brasilien som dessutom sedan tidigare brottas med ekonomiska problem. I Ryssland har EU:s och USA:s sanktioner redan förvärrat de inhemska ekonomiska problemen. Indiens ekonomi har däremot stärkts av det låga oljepriset som minskat bytesbalans- och budgetunderskottet samtidigt som lägre inflation öppnat upp för styrräntesänkningar. Den kinesiska tillväxten dämpas av den pågående ombalanseringen från en exportdriven tillväxt till en som är mer konsumtionsdriven.

### Expansiv penningpolitik stödjer återhämtningen

Eftersom tillväxten är måttlig och inflationen låg fortsätter centralbankerna på många håll i omvärlden att föra en expansiv penningpolitik (se diagram 2:1). Den KIX-vägda styrräntan (där styrräntorna i euroområdet, Norge, Storbritannien och USA ingår) antas enligt Riksbanken ligga kvar på en nivå nära noll procent fram till andra halvåret 2016 för att därefter sakta stiga upp mot 1 procent i slutet av prognosperioden.

ECB:s tillgångsköpsprogram, som annonserades i januari och inleddes i mars, innebär en tydlig signal om att ECB värnar inflationsmålet som nominellt ankare och avser att hålla styrräntan låg under lång tid. Det har bidragit till att bryta den tidigare nedåtgående trenden i marknadens inflationsförväntningar. Tillgångsköpsprogrammet har också redan haft en påtaglig effekt på längre statsobligationsräntor i kärnländerna, på börskurserna och på euron (se kapitel 2).

Hur mycket dessa initialt positiva marknadseffekter kommer att påverka investeringar, konsumtion och i slutändan inflationen, är ännu svårt att kvantifiera.

### Vad betyder den starkare dollarn för världsekonomin?

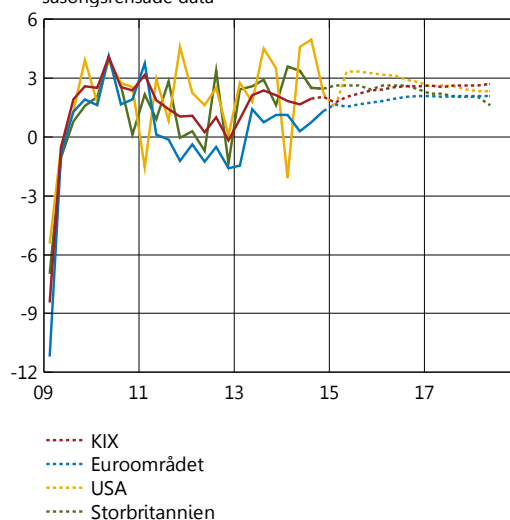
Den amerikanska dollarn har stärkts med cirka 20 procent i handelsvägda termer sedan sommaren 2014. Förstärkningen av dollarn bottenar i en stabil, underliggande uppgång i den amerikanska ekonomin. Det är i grunden något positivt för den pågående återhämtningen av världsekonomin.

I euroområdet och Japan ger försvagningen av den inhemska valutan en välbehövlig skjuts till tillväxten via högre export samtidigt som högre importpriser pressar upp den låga inflationen. I USA leder den starkare växelkursen visserligen till försämrad konkurrenskraft och lägre export. Men det kompenseras till viss del av ökad efterfrågan från en omvärld som går starkare. Amerikanska hushåll får också ökad köpkraft. Bedömningen är att den amerikanska återhämtningen är så pass stark att den klarar av den starkare dollarn.

Det finns också risker kopplade till en kraftig förstärkning av dollarn. För tillväxtländer som har finansierat sina bytesbalansunderskott genom stora dollarlån (till exempel Brasilien, Turkiet och Sydafrika) kan den starkare dollarn få kännbara effekter. En annan risk är hur Kina, vars valuta är nära kopplad till dollarn, kommer att påverkas.

**Diagram 4:2. 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

Tidigare erfarenheter av tillgångsköp från USA och Storbritannien visar på positiva effekter på tillväxt och inflation. Det finns dock flera faktorer som talar för att effekterna i euroområdet kan tänkas vara mindre än i USA och Storbritannien. Bland annat svarar bankerna för den största delen av kreditgivningen i euroområdet medan företagen i USA lånar via kapitalmarknaden i större utsträckning. I prognosen för euroområdet antas mindre effekter på tillväxt och inflation än i USA och Storbritannien, men tillgångsköpen ger ändå ett lyft till återhämtningen.

### Konjunkturbilden från i februari står sig i stort

KIX-vägd BNP, där de länder ingår som har störst betydelse för svensk ekonomi, väntas i år växa med 2 procent. Därefter stiger tillväxttakten gradvis till 2,6 procent 2017. Det är i stort sett samma syn på omvärldskonjunkturen som i prognosen i februari. Tillväxtens sammansättning har dock ändrats något. BNP-prognosen för euroområdet har reviderats upp något medan bedömningen av USA:s tillväxt för de två kommande åren har justerats ned.

Osäkerheten om konjunkturen i omvärlden är fortsatt stor och kopplad bland annat till situationen i Ryssland och Ukraina och den akuta finansieringskrisen i Grekland. Effekten på omvärlden av en normalisering av den amerikanska penningpolitiken är också osäker. Vissa tillväxtländer har till stor utsträckning finansierat sina bytesbalans- och budgetunderskott med utländskt kapital. Om högre amerikanska räntor leder till kapitalutflöden från dessa länder blir det svårare att fortsätta finansiera dessa underskott. Om den inhemska valutan försvagas till följd av kapitalutflödet stiger kostnaderna för dessa lån. Problemen uppstår i synnerhet för de företag och banker som har tillgångar och intäkter i valutor som försvagas.

### Stigande inflationstryck i omvärlden

Det har varit en bred nedgång i den globala inflationen under de senaste åren (se diagram 4:3). Halveringen i oljepriset under det senaste halvåret har förstärkt denna trend. I alla de större utvecklade länderna understiger inflationen för närvarande ländernas inflationsmål. Många länder har även negativ inflation. I tillväxtländerna är utvecklingen blandad. Ryssland och stora delar av Latinamerika har haft en stigande inflation medan flera östeuropeiska länder och många länder i Asien har haft fallande inflation.

## Kvantitativa lättnader

### Hur fungerar de?

Många centralbanker har sedan finanskrisen köpt statsobligationer (och andra tillgångar) för att göra penningpolitiken mer expansiv i ett läge där möjligheten till ytterligare sänkningar av styrräntan är begränsad. Dessa så kallade kvantitativa lättnader påverkar ränteläget, tillväxt och inflation genom flera olika kanaler. *Signaleringskanalen* verkar genom att köp av till exempel statsobligationer med längre löptid stärker trovärdigheten för en låg styrränta under lång tid.<sup>b</sup> *Portföljkanalen* verkar genom att de investerare som tidigare höll statsobligationer söker sig till andra, mer riskfyllda tillgångar som då stiger i pris.<sup>c</sup> Detta tenderar att minska räntorna på exempelvis bostads- och företagsobligationer men även aktiepriser och fastighetspriser kan stiga. En tredje kanal är att lägre räntor än i omvärlden bidrar till att försvaga *växelkursen*. De olika kanalerna bidrar till att öka efterfrågan i ekonomin och därmed till att inflationen stiger.

### Hur stor kan effekten vara?

Resultaten från de studier som gjorts på Federal Reserves och Bank of Englands olika program med kvantitativa lättnader uppvisar en stor spridning. Om man normaliserar resultaten från dessa studier till att motsvara ett program som ökar centralbankens balansräkning med cirka 4 procent av BNP visar det sig att för både USA och Storbritannien har den genomsnittliga effekten av de program som genomförts skattats till att en tioårig obligationsränta blivit 0,2–0,3 procentenheter lägre än annars.<sup>d</sup> Detta bedöms leda till att BNP-tillväxten under ett år blir 0,7 till 0,8 procentenheter högre, medan inflationen blir ungefär 0,6 procentenheter högre. Dessa resultat ska tolkas med försiktighet och går inte att översätta rakt av till andra länder på grund av skillnader i marknadsstruktur, räntenvån i utgångsläget, etc.

<sup>b</sup> Se till exempel De Graeve, F och J. Lindé (2015), "Effects of unconventional monetary policy: theory and evidence", Penning- och Valutapolitik, 2015:1. Krishnamurthy, A och A. Vissing-Jorgensen (2011), "The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy", Brookings Papers on Economic Activity, Fall 2011.

<sup>c</sup> Se till exempel Chen Han, Vasco Cúrdia och Andrea Ferrero (2011) "The Macroeconomic Effects of Large Scale Asset Purchase Programs", Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports no. 527.

<sup>d</sup> Det motsvarar Federal Reserves så kallade LSAP2-program, vilket innebar köp av 600 miljarder dollar och expansion av centralbankens balansräkning med cirka 4 procent.

Än så länge är kostnadstrycket från arbetsmarknaden svagt i de flesta utvecklade länderna. Det gäller inte bara i länder med hög arbetslöshet, som många euroländer, utan även i länder med en förhållandevis stark utveckling på arbetsmarknaden, som USA och Storbritannien. I många utvecklade länder har löneökningstakten de senaste åren varit mer dämpad än vad historiska samband mellan arbetslöshet och löneökningstakten implicerar.<sup>8</sup> Låg efterfrågan har samtidigt gjort att företagen haft svårt att föra över stigande produktionskostnader till konsumenterna.

I takt med att konjunkturen förbättras och resursutnyttjandet stiger väntas löneökningstakten i de utvecklade länderna långsamt stiga samtidigt som en ökad efterfrågan i ekonomin gör att företagen kan höja sina priser. Detta väntas tillsammans med ett gradvis stigande oljepris bidra till att inflationen stiger 2016. I euroområdet väntas ECB:s tillgångsköpsprogram bidra till att inflationen närmar sig ECB:s mål i slutet av prognosperioden. Åtgärderna bedöms pressa ner räntor, stabilisera inflationsförväntningarna och försvaga växelkursen.

Sammantaget bedöms den KIX-vägda inflationen stiga från 1,2 procent i år till 2,4 procent 2017, vilket är något högre än i bedömningen i februari. Anledningen är främst den försvagning som skett för euron som pressar upp importpriserna i euroområdet, men även något högre terminspriser för olja.

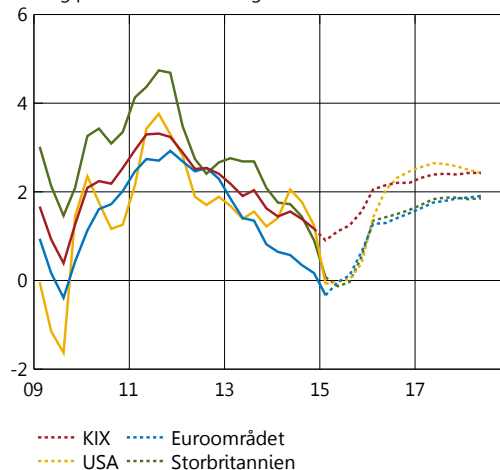
### Kronan kvar på nuvarande nivå ytterligare en tid

Växelkursens utveckling är en viktig faktor för inflationsutsikterna. Under det senaste året har kronan försvagats mot både euron och dollarn. Sedan i februari har kronan blivit svagare än väntat och bedömningen är att det nu tar längre tid innan kronan når sin långsiktiga nivå. I konkurrensvägda termer väntas kronan ligga kvar ungefär på den nuvarande nivån ytterligare en tid. Kronan förstärks sedan i långsam takt men det sker i ett läge där konjunkturen förbättras och inflationen har stigit (se diagram 4:4).

Riksbankens långsiktiga prognos för den konkurrensvägda växelkursen utgår ifrån en bedömning av den reala växelkursens långsiktiga nivå. I dagsläget är den reala växelkursen svagare än denna nivå, vilket innebär att växelkursen bör förstärkas i reala termer på några års sikt (se diagram 4:5). Att svensk BNP framöver växer snabbare än omvärldens och att Sverige har haft stora

**Diagram 4.3. Inflation i olika länder och regioner**

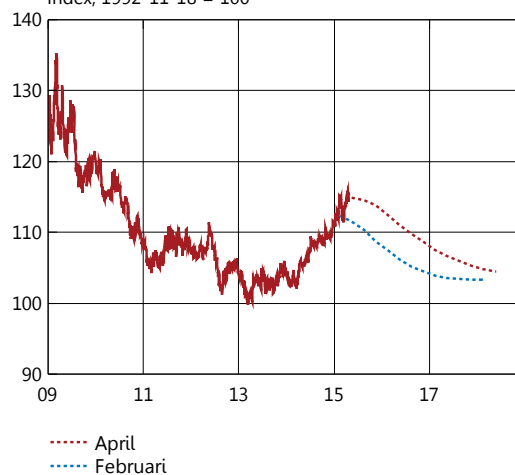
Årlig procentuell förändring



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

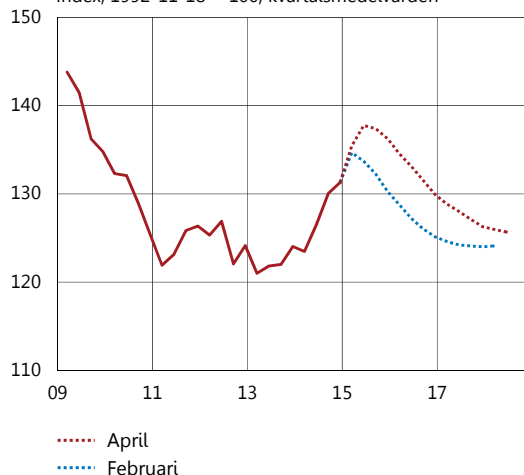
**Diagram 4.4. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX Index, 1992-11-18 = 100**



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 4.5. Konkurrensvägd real växelkurs, KIX Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden**



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

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

<sup>8</sup> OECD, Employment Outlook 2014, kapitel 2.

överskott i bytesbalansen under många år är faktorer som stödjer denna bedömning.

I prognosen antas förstärkningen av den reala växelkursen främst ske genom att den nominella växelkursen förstärks. Prognosen för växelkursen är dock osäker och en huvudfråga är hur snabbt förstärkningen kan ske (se fördjupning "Snabb förstärkning av kronan" i kapitel 1).

## Sverige

### Fortsatt stark inhemsk efterfrågan

Den hittills långsamma återhämtningen i omvärlden har gjort att svensk export utvecklats svagt de senaste åren. Återhämtningen i den svenska ekonomin har istället främst drivits av en stark hushållssektor och snabbt ökande bostadsinvesteringar.

Flera faktorer talar för att hushållens konsumtion fortsätter att utvecklas starkt de kommande åren. Bland annat har hushållen en hög sparkvot i utgångsläget vilket tillsammans med låga realräntor, en gynnsam utveckling av hushållens förmögenheter och ett lågt oljepris stimulerar konsumtionen (se diagram 4:6).

Detta innebär att företagens behov av investeringar för att öka produktionskapaciteten ökar, särskilt när omvärldens efterfrågan börjar stiga. Bostadsbyggandet har ökat kraftigt och är på en hög nivå i ett historiskt perspektiv. Fortsatt hög efterfrågan bidrar till att bostadsbyggandet stiger ytterligare något men i en betydligt långsammare takt än tidigare.

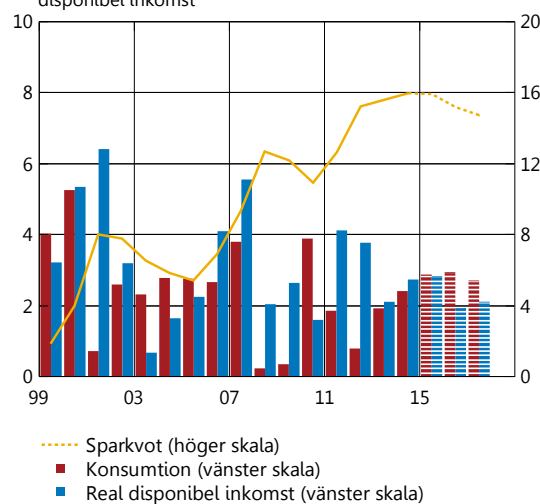
### Konjunkturuppgången breddas

Den djupa och utdragna lågkonjunkturen och låga investeringar i framförallt många europeiska länder har bidragit till att svensk export har utvecklats svagt under en längre tid. Det är i synnerhet utvecklingen av varuexporten som har varit svag ur ett historiskt perspektiv, medan tjänsteexporten har ökat snabbare, särskilt det senaste året. I takt med att efterfrågan i omvärlden ökar, och tillväxten i global industri och handel stiger, bedöms även den svenska exporten växa i en snabbare takt (se diagram 4:7). Eftersom det används en stor andel importerade insatsvaror i tillverkningen av svenska varor växer också importen snabbare, en utveckling som förstärks av den stigande inhemska efterfrågan.

Sammantaget innebär detta att BNP växer i en snabbare takt än det historiska genomsnittet de kommande åren. Jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari bedöms BNP-tillväxten bli

**Diagram 4:6. Hushållens reala disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot**

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



Anm. Sparkvoten är inklusive kollektivt försäkringsparande. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator.  
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:7. Export och svensk exportmarknad**

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data

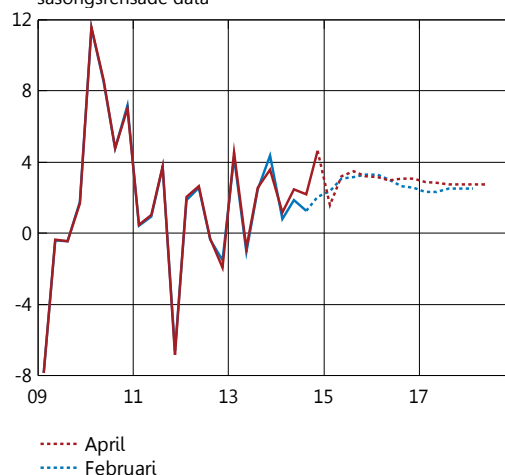


Anm. Index över svensk exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av 32 länder och täcker cirka 85 procent av den totala svenska exportmarknaden.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:8. BNP**

Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

högre 2015–2017 (se diagram 4:8). Upprevideringen av tillväxten i år med 0,5 procentenheter till 3,2 procent förklaras till stor del av en oväntat stark avslutning ifjol. Upprevideringen mot slutet av prognosperioden förklaras till viss del av en mer expansiv penningpolitik, men också av en ny bedömning av effekterna på efterfrågan från den ekonomiska politiken och konjunkturförstärkningen i omvärlden.

Överskottet i bytesbalansen väntas fortsätta vara på en hög nivå, men minskar något de kommande åren. Hushållssektorn bedöms dra ned på sitt sparande och inom företagssektorn minskar sparandet i takt med att investeringarna ökar. I viss mån motverkas detta av att den offentliga sektorns sparande ökar (se diagram 4:9).

### Högre skuldsättning bland hushållen

Trots att bostadsbyggandet har ökat kraftigt har bostadspriserna fortsatt att öka snabbt. Tillsammans med en gynnsam utveckling i andra tillgångspriser har detta bidragit till att värdet på hushållens tillgångar har fortsatt att öka. Samtidigt finansierar hushållen till stor del sina bostadsköp genom lån, vilket har inneburit att även hushållens skulder har ökat.

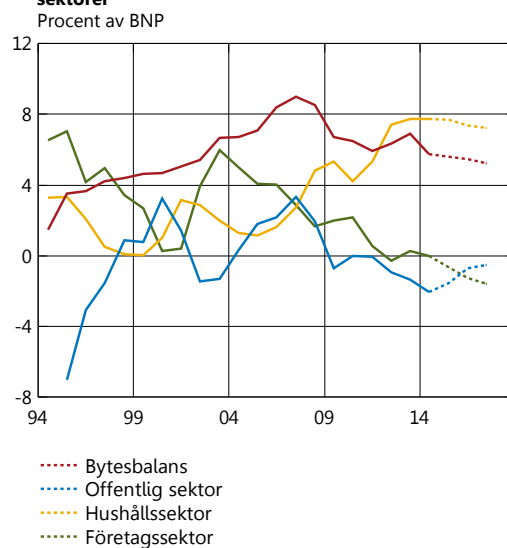
Stigande inkomster, låga räntor och ett begränsat utbud av bostäder i många regioner bidrar till att bostadspriserna fortsätter att öka i en snabb takt de kommande åren. Detta bidrar till att hushållens skulder ökar snabbare än deras inkomster. Skuldernas andel av hushållens disponibla inkomst, den så kallade skuldkvoten, stiger till cirka 187 procent i mitten av 2018 (se diagram 4:10). Som andel av hushållens tillgångar ökar skulderna dock endast svagt. Jämfört med bedömningen i februari väntas den lägre reporäntebanan bidra till att tillväxten i skulderna blir något högre de kommande åren. Nya utfall för skulderna och disponibel inkomst innebär dock att skuldkvoten är något lägre i utgångsläget.

### Det finansiella sparandet i offentlig sektor stärks

Den offentliga sektorns finansiella sparande 2014 uppgick till -2,1 procent av BNP.<sup>9</sup> I vårpropositionen för 2015 föreslår regeringen utgiftsökningar om sammanlagt 20 miljarder kronor 2015–2016. De ökade utgifterna är fullt finansierade, främst genom att reduktionen av arbetsgivaravgifter för unga stegvis fasas ut. Under 2015 väntas det finansiella sparandet i offentlig sektor stärkas i och med att konjunkturen förbättras. Under 2016–2017

<sup>9</sup> Utfallet för offentligt finansiellt sparande 2014 reviderades i samband med att SCB publicerade EDP-statistik (offentliga förvaltningens sparande och bruttoskuld enligt EU:s konvergenskriterier som rapporteras till EU-kommissionen två gånger per år). För att statistiken ska vara konsistent med andra prognosvariabler avser utfallet det som publicerades i samband med nationalräkenskaperna.

**Diagram 4:9. Bytesbalans och finansiellt sparande i olika sektorer**



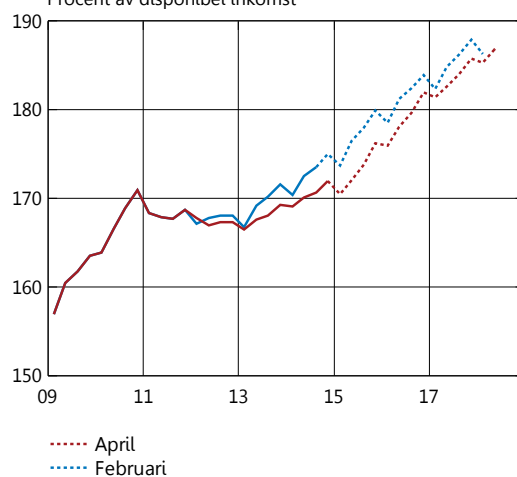
Källor: SCB och Riksbanken

### Finanspolitiska effekter på inflationen

Regeringen presenterade en ny budget den 15 april. Bland förslagen är det framför allt höjda arbetsgivaravgifter för unga som påverkar inflationsprognosen. Höjningen leder till högre arbetskostnader 2015 och 2016. Detta bidrar gradvis till högre inflation. Den sammantagna effekten på KPI beräknas i slutet av prognosperioden uppgå till cirka 0,2 procent.

Regeringen har även aviserat att man avser att sänka subventionsgraden för ROT-arbete till 30 procent 2016. Detta beräknas höja inflationen med drygt 0,1 procentenheter i januari 2016. Effekten ligger kvar ett år.

**Diagram 4:10. Hushållens skulder**



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

Källor: SCB och Riksbanken



fortsätter det finansiella sparandet att stärkas långsamt men förblir negativt under hela prognosperioden.

### God sysselsättningstillväxt och stigande resursutnyttjande

Arbetsmarknaden har trots en långsam konjunkturåterhämtning efter finanskrisen utvecklats väl de senaste åren. Sysselsättningen har ökat, men arbetslösheten har dröjt sig kvar eftersom även arbetskraften har ökat. Framöver antas arbetsmarknaden fortsätta att stärkas. Efterfrågan på arbetskraft liksom sysselsättningen väntas fortsätta att stiga framöver när konjunkturen stärks. Arbetslösheten sjunker dock endast långsamt.

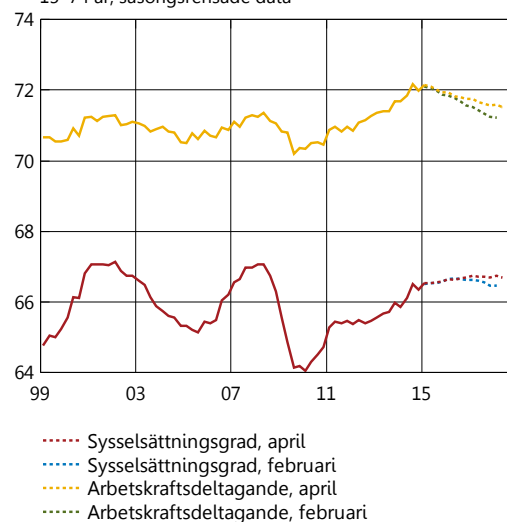
Under prognosperioden bedöms arbetskraftsdeltagandet, det vill säga arbetskraften i förhållande till den arbetsföra befolkningen, sjunka något (se diagram 4:11). Det beror bland annat på att befolkningen i arbetsför ålder (15–74 år) i större utsträckning utgörs av grupper som har ett lägre genomsnittligt arbetskraftsdeltagande. Mot bakgrund av befolkningsutvecklingen och den högre BNP-tillväxten bedömer Riksbanken att tillväxten i såväl sysselsättning som arbetskraft blir starkare under prognosperioden än vad som bedömdes i februari. Arbetslösheten väntas sjunka något långsammare än vad som bedömts tidigare (se diagram 4:12).

För närvarande är resursutnyttjandet lägre än normalt även om det har stigit något den senaste tiden. Denna utveckling väntas fortgå under prognosperioden, vilket talar för att kostnads- och pristrycket i ekonomin kommer att stiga. Stigande efterfrågan i omvärlden och i den inhemska ekonomin, understödd av en expansiv penningpolitik, bidrar till denna utveckling. Resursutnyttjandet bedöms vara normalt mot inledningen av 2016 och därefter vara något högre än normalt. I slutet av prognosperioden är arbetslösheten 6,7 procent och sysselsättningsgraden är på ungefär samma nivå som rådde före finanskrisen (se diagram 4:12).

### Ökat kostnadstryck från arbetsmarknaden

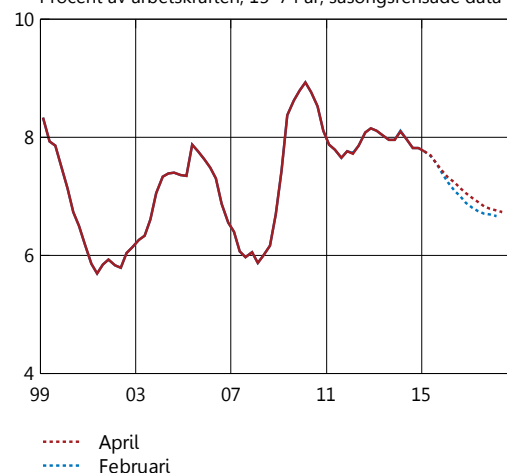
Enligt Medlingsinstitutets sammanställning uppgår de avtalade löneökningarna 2015 till 2,3 procent. Nästa år ska löneavtal för omkring 3 miljoner anställda förhandlas om. Förbättrad konjunktur- och arbetsmarknadsutveckling, snabbare produktivitetstillväxt och stigande inflationsförväntningar gör att den nominella löneutvecklingen mätt enligt konjunkturlönestatistiken bedöms öka gradvis från 2,9 procent i år till omkring 3,5 procent 2017. Höjda sociala avgifter för unga och höjd löneskatt för

**Diagram 4:11. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande**  
Sysselsättning och arbetskraft i procent av befolkningen, 15–74 år, säsongsrensade data



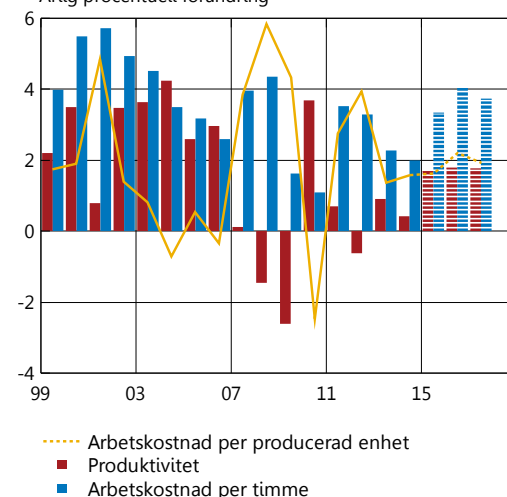
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:12. Arbetslöshet**  
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:13. Kostnadstryck i hela ekonomin**  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

äldre bidrar till högre arbetskostnader under framförallt 2016.

De senaste årens låga inflation har bidragit till att reallönerna (deflaterade med KPI) har stigit snabbare än det historiska genomsnittet sedan 1998. Reallöneökningarna har också varit betydligt större än produktivitetstillväxten. Mot slutet av prognosperioden beräknas ökningstakten i reallönerna ha fallit tillbaka till 0,6 procent, i takt med att inflationen stiger.

Produktiviteten förbättras i år efter att ha varit mycket svag ifjol. Mot slutet av prognosperioden bedöms produktiviteten växa med nära 1,8 procent. Utvecklingen av arbetskostnaderna och produktiviteten innebär att tillväxten i arbetskostnaderna per producerad enhet hamnar på 1,9 procent 2017 (se diagram 4:13). Det är en något långsammare takt än i bedömningen i februari.

### Inflationsförväntningarna har vänt uppåt

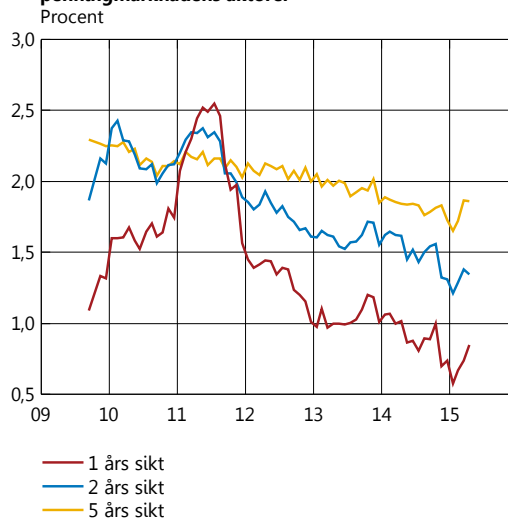
De långsiktiga inflationsförväntningarna har under en tid följt en nedåtgående trend. Denna trend ser ut att ha vänt till en försiktig uppgång. Enligt TNS Sifo Prosperas månadsenkät var penningmarknadens inflationsförväntningar på fem års sikt 1,9 procent i april, ungefär 0,2 procentenheter högre än den lägsta noteringen i januari i år (se diagram 4:14). Enligt TNS Sifo Prosperas senaste kvartalsundersökning steg arbetsgivarnas inflationsförväntningar på fem års sikt till 1,8 procent första kvartalet i år medan arbetstagarnas förväntningar låg kvar på 1,7 procent. Enligt Konjunkturbarometern har hushållens inflationsförväntningar stigit de senaste månaderna och ligger på ett års sikt på 0,9 procent, en stor uppgång jämfört med 0,0 procent i januari.

### Tydlig uppgång i inflationen i höst

Den underliggande inflationen, mätt bland annat med KPIF exklusive energi, har börjat stiga men är fortfarande låg. Hittills i år har inflationen mätt i månadsvis förändring varit högre än motsvarande period förra året. För 2015 som helhet väntas den månadsvisa prisökningstakten i KPIF exklusive energi bli marginellt högre än genomsnittet sedan 2000. Detta innebär att inflationen mätt som årlig procentuell förändring ökar snabbt i höst (se diagram 4:15). Särskilt markant väntas uppgången bli i september eftersom den månadsvisa inflationen i jämförelsemånaden, september 2014, var ovanligt låg (se diagram 4:16).

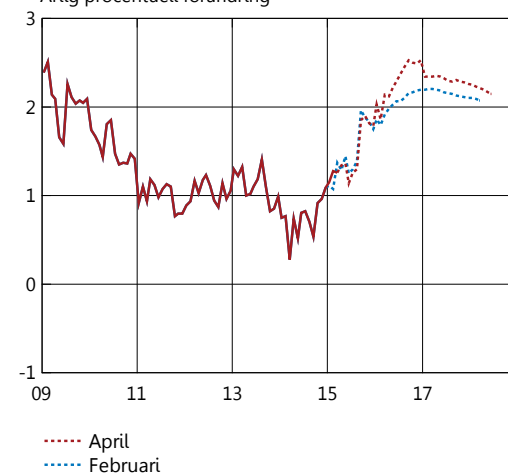
En faktor som bidragit till den senaste tidens uppgång i den underliggande inflationen är den försvagning av kronan som skett det senaste året. Kronan väntas

**Diagram 4:14. Inflationsförväntningar bland penningmarknadens aktörer**



Källa: TNS Sifo Prospera

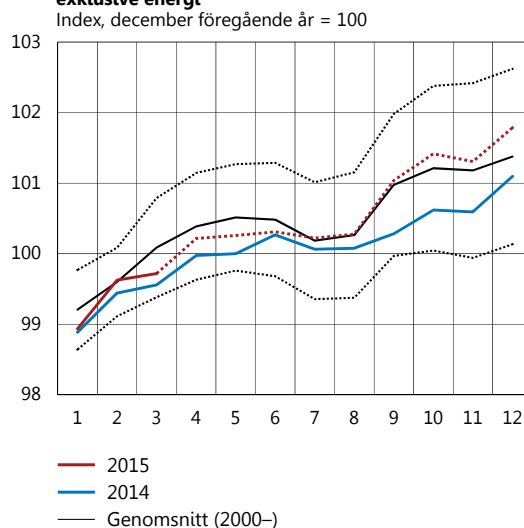
**Diagram 4:15. KPIF exklusive energi**  
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:16. Månadsvis utveckling i KPIF exklusive energi**



Anm. Svarta streckade linjer avser 95-procentigt konfidensintervall.

Källor: SCB och Riksbanken



ligga kvar ungefär på den nuvarande nivån ytterligare en tid innan den långsamt börjar stärkas. Detta innebär att växelkursens bidrag till högre inflation avtar under prognosperioden.

### KPIF väntas nå 2 procent vid årsskiftet 2015–2016

Att inflationen bedöms stiga framöver har flera förklaringar. Konjunktoren i omvärlden förbättras vilket leder till högre internationella priser. Dessutom stiger omvärldens efterfrågan på svenska varor och tjänster, vilket tillsammans med en allt starkare inhemsk efterfrågan innebär att resursutnyttjandet och arbetskostnaderna per producerad enhet stiger i den svenska ekonomin. Den fortsatt expansiva penningpolitiken, med negativ reporänta under lång tid och köp av statsobligationer, bidrar till detta och underlättar därmed för företagen att höja sina priser.

Sammantaget är revideringen av inflationsprognosen liten trots mer expansiv penningpolitik och en svagare krona. Utöver den expansiva penningpolitiken bidrar även den annonserade finanspolitiken till att prognosen för inflationen är något högre 2016 och 2017. KPIF-inflationen väntas nå 2 procent vid årsskiftet 2015–2016 (se diagram 4:17). Även KPI-inflationen stiger mot slutet av året (se diagram 4:19).

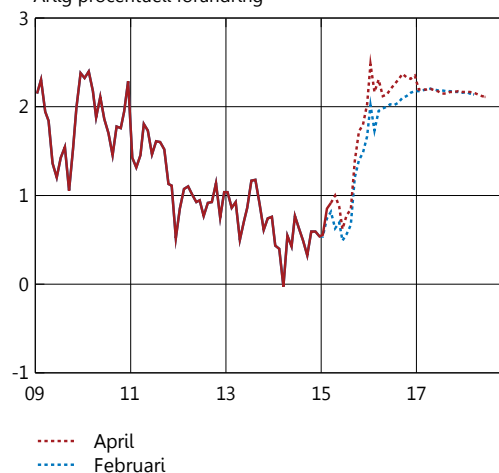
### Stora skillnader mellan olika inflationsmått

Precis som i föregående prognos ser oljepriset och därmed drivmedelspriserna ut att stiga gradvis under prognosperioden. I dagsläget är drivmedelspriserna dock väsentligt lägre än för ett år sedan, vilket dämpar KPIF-inflationen jämfört med inflationen mätt med KPIF exklusive energi. Först 2016 bedöms drivmedelspriserna bidra positivt till KPIF-inflationen, och skillnaden gentemot KPIF exklusive energi blir under en tid den omvända (se diagram 4:18).

I dagsläget är KPI-inflationen ännu lägre än inflationen mätt med KPIF, eftersom hushållens räntekostnader faller. Sedan bedömningen i februari har reporäntan och prognosen för densamma sänkts samtidigt som penningpolitiken har gjorts ännu mer expansiv genom Riksbankens köp av statsobligationer. Detta innebär lägre räntekostnader för hushållen särskilt 2017 och 2018, vilket medför att KPI-inflationen revideras ned (se diagram 4:19). I perioder med stora ränteförändringar ger KPIF-inflationen, som inte inkluderar den direkta effekten av ändrade räntor, en bättre bild av inflationstrycket än KPI.

**Diagram 4:17. KPIF**

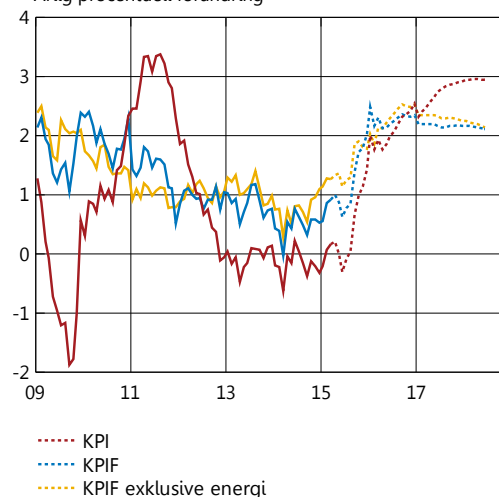
Årlig procentuell förändring



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

**Diagram 4:18. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi**

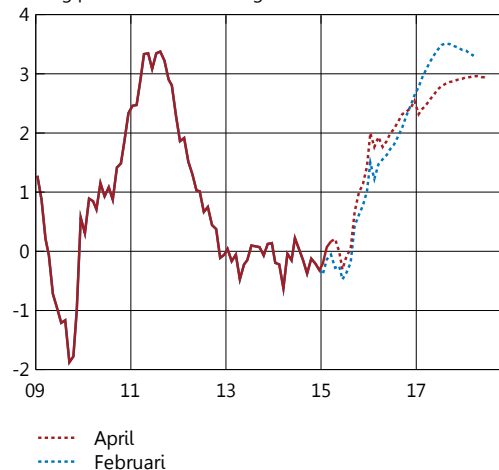
Årlig procentuell förändring



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

**Diagram 4:19. KPI**

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

# Fördjupning: Är privata investeringar låga och i så fall varför?

**Investeringarna i näringslivet har utvecklats svagt i Sverige och euroområdet sedan finanskrisen och inte förmått hålla samma takt som återhämtningen i produktionen. Detta trots expansiva finansiella förhållanden. Utdragna investeringsnedgångar är dock vanliga efter djupa finanskriser. Den expansiva penningpolitiken i såväl Sverige som i euroområdet skapar förutsättningar för en stark och mer varaktig uppgång i investeringar när väl osäkerheten om den allmänna konjunkturutvecklingen avtar. I euroområdet sker dock den uppgången från en mycket låg nivå.**

Sedan finanskrisen 2008–2009 har svenska investeringar i näringslivet utvecklats svagt trots expansiva finansiella förhållanden. Först nyligen har de kommit tillbaka till nivån som rådde innan krisen. Det är en trend som syns även i vår omvärld. Investeringar tenderar att variera kraftigt och står normalt för en stor del av svängningarna i konjunkturcyklerna. Investeringsutvecklingen är viktig inte bara för den kortsiktiga utvecklingen utan även för tillväxtförutsättningarna på lite längre sikt. Den långsiktiga tillväxten är nära sammanbunden med en stadig ökning av kapitalstocken. En långvarig och djup nedgång i investeringar riskerar därför att även påverka potentiell tillväxt. De svaga investeringarna både hemma och i vår omvärld väcker därför frågor om styrkan och uthålligheten i den globala konjunkturuppgång som inletts.

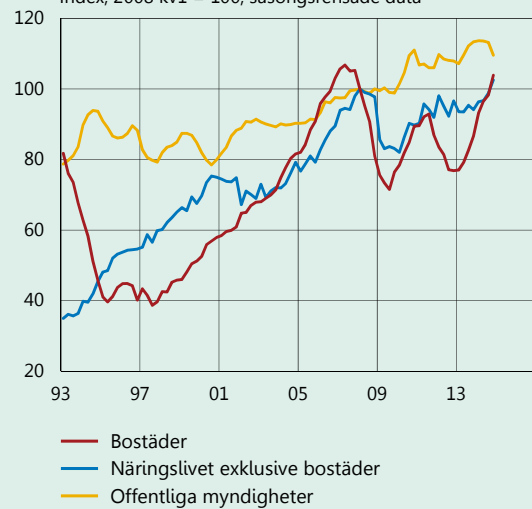
## Bred nedgång i näringslivets investeringar

Investeringarna i näringslivet föll kraftigt i Sverige i samband med finanskrisen. Industri- och bostadsinvesteringarna föll särskilt mycket, men nedgången var bred och noterades i de flesta branscherna. Investeringarna återtog en stor del av det initiala fallet relativt snabbt, men konjunkturedgången som följde i spåren av skuldcrisen i euroområdet dämpade investeringarna under 2011 och 2012. Särskilt stora har svängningarna i bostadsinvesteringarna varit, dessa föll som mest med drygt 20 procent för att därefter stiga med cirka 20 procent 2014 (se diagram 4:20). Men även näringslivets investeringar exklusive bostäder har fallit mycket och först i slutet av förra året nådde dessa tillbaka till nivån som rådde innan finanskrisen.

För euroområdet som helhet påminner utvecklingen om den svenska fram till dess att skuldcrisen bröt ut 2010. Data på aggregerad nivå döljer dock stora skillnader mellan länderna i euroområdet. I krisländerna – Grekland, Spanien, Portugal och Italien – är nivån på investeringar i näringslivet nära 40–50 procent lägre än innan finanskrisen bröt ut. Till viss del förklaras nedgången av bostadsbubblor som spruckit (till exempel Irland och Spanien) men även om man bortser från bostadsinvesteringar är utvecklingen mycket svag och har

ännu inte återgått till de nivåer som rådde innan krisen (se diagram 4:21).

**Diagram 4:20. Investeringar i Sverige 1993–2014**  
Index, 2008 kv1 = 100, säsongsrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

## Vad har drivit den svaga investeringsutvecklingen?

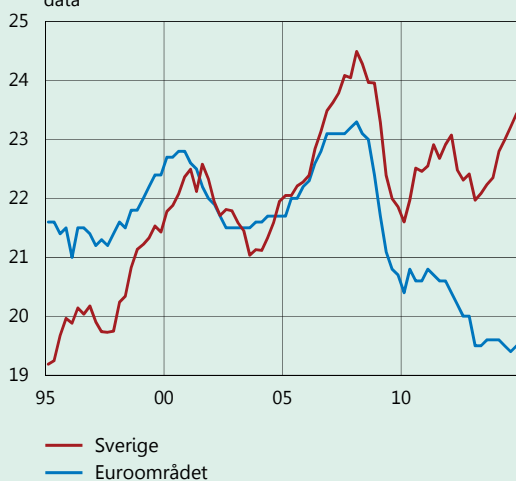
Faktorer som brukar lyftas fram i internationella studier för att förklara de svaga investeringarna efter finanskrisen är produktionsförändringar, vinstförväntningar, kostnad för och tillgång till krediter, hög skuldsättning samt en allmän ekonomisk-politisk osäkerhet.<sup>10</sup>

Ett relativt samstämmigt resultat från dessa studier är att nedgången i investeringarna till största del tycks kunna förklaras av den lägre produktionsnivån och en ökad ekonomisk och politisk osäkerhet som gjort företagen tveksamma till att investera. I vissa länder och marknadssegment kan också brist på tillgång till extern finansiering ha varit en bidragande faktor. I Sverige torde detta ha varit av mindre betydelse då transmissionsmekanismen fungerat väl mot bakgrund av att banksystemet är stabilt.

<sup>10</sup> Se till exempel IMF, World Economic Outlook, April 2015 (kapitel 4). Barkbu, B, P Berkmen, P Lukyantsau, S Saksonovs och H Schoelermann (2015), "Investment in the Euro Area: Why has it been weak?", IMF Working Paper 15/32. Banerjee, R, J Kearns och M Lombardi (2015): "Why is investment weak?", BIS Quarterly Review, March 2015. European Investment Bank (2013), "Investment and Investment Finance in Europe".

**Diagram 4:21. Investeringskvot**

Procent av BNP i löpande priser, säsongrensade data



Källor: Eurostat, SCB och Riksbanken

### Stora investeringsnedgångar vanligt vid finanskriser

Jämfört med vanliga konjunkturedgångar är utvecklingen i investeringarna svagare både i Sverige och i euroområdet. I euroområdet följer utvecklingen i stort mönstret vid tidigare allvarliga finanskriser (se diagram 4:22). Att mönstret ser annorlunda ut efter finanskriser än vanliga konjunkturedgångar beror bland annat på att de ofta har föregåtts av en kraftig uppgång i skulder inom privat sektor, som måste korrigeras och därmed dämpar den inhemska efterfrågan.<sup>11</sup> Det kan också vara en förklaring till att investeringarna i Sverige har utvecklats bättre än i euroområdet. I Sverige har investeringarna som andel av BNP stigit även om andelen inte är tillbaka på den nivå som rådde strax före finanskrisen. Det går dock att argumentera för att investeringarna var ovanligt höga åren strax före krisen och som andel av BNP är nu investeringarna högre än genomsnittet sedan 1993.

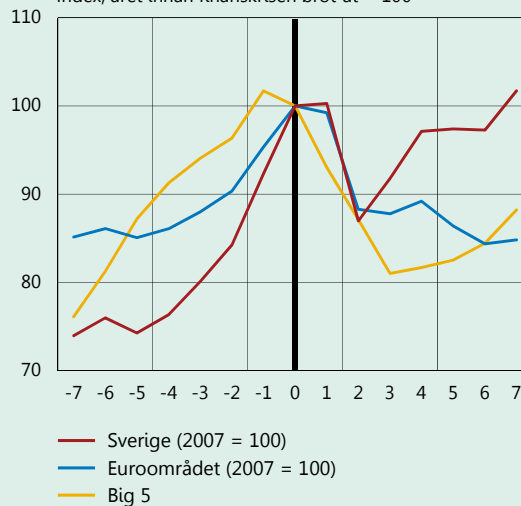
### Förutsättningar för investeringsuppgång på plats

I Sverige ökade investeringarna snabbt i slutet av 2014. Delvis var detta en effekt av tillfälliga faktorer, men i takt med att återhämtningen fortskrider väntas investeringarna fortsätta öka. Men uthålligheten är delvis beroende av att även tillväxten i omvärlden tar fart. Euroområdet står för drygt hälften av efterfrågan på svensk export, därför är utvecklingen där avgörande. Även den direkta effekten av ökade investeringar i omvärlden har betydelse. Samsättningen av Sveriges export, med en stor andel insats- och investeringsvaror, innebär att den svenska

konjunkturcykeln samvarierar väl med investeringstillväxten i omvärlden.

**Diagram 4:22. Investeringar i Sverige och euroområdet jämfört med fem av de mest allvarliga finanskriserna**

Index, året innan finanskrisen bröt ut = 100



Anm. "Big 5" är finanskriserna i Spanien 1977, Norge 1987, Sverige 1991, Finland 1991 och Japan 1992. T = 0 året innan finanskrisen bröt ut.

Källor: OECD och Riksbanken

Även i euroområdet ökade investeringarna fjärde kvartalet jämfört med tredje kvartalet i följ, efter att ha stagnerat respektive minskat de föregående kvartalen. Flera av de faktorer som hållit ned investeringarna i euroområdet kan väntas minska i betydelse, i takt med att konjunkturen stärks. Exempel på detta är den så kallade finansiella fragmenteringen, med stramare kreditvillkor och högre lånekostnader i krisländerna, och den allmänna ekonomiska och politiska osäkerheten. Andra faktorer är mer strukturella till sin karaktär och väntas tynga utvecklingen under en längre tid. Det gäller till exempel förväntningar om lägre potentiell tillväxt, delvis till följd av den demografiska utvecklingen. Den planerade Europeiska fonden för strategiska investeringar, som syftar till att attrahera privat kapital genom att skjuta till en bas av offentliga medel, väntas dock ge visst positivt bidrag till investeringsutvecklingen.

Givet att investeringsnedgången till stor del kan förklaras av den lägre produktionsnivån är åtgärder för att stärka efterfrågan i ekonomin nödvändiga för att investeringsnivån ska höjas. Den expansiva penningpolitiken, i form av låga räntor och tillgångsköp, i både Sverige och euroområdet är en pusselbit för att föra utvecklingen i rätt riktning. Men också strukturreformer för att förbättra konkurrenskraften i euroområdet är nödvändiga för att få igång investeringarna.

<sup>11</sup> Se till exempel. Chen, S, M Kim, M Otte, K Wiseman och A, Zdzienicka (2015): "Private sector deleveraging and growth following busts", IMF Working Paper 15/35. Studier på mikrodata visar att högt belånade företag tenderar att investera relativt mindre än lågt belånade. Se även ECB (2014), "Deleveraging patterns in the euro area corporate sector", Monthly Bulletin February 2014.

# Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

**Tabell 1 Reporänteprognos**

Procent, kvartalsmedelvärden

	2014 kv4	2015 kv1	2015 kv2	2016 kv2	2017 kv2	2018 kv2
Reporänta	0,1	-0,1 (-0,1)	-0,3 (-0,1)	-0,3 (-0,1)	0,2 (0,8)	0,8

Källa: Riksbanken

**Tabell 2 Inflation**

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015	2016	2017
KPI	0,0	-0,2	0,3 (0,1)	2,1 (1,9)	2,7 (3,3)
KPIF	0,9	0,5	1,1 (0,9)	2,3 (2,0)	2,2 (2,2)
KPIF exkl. energi	1,1	0,7	1,5 (1,5)	2,3 (2,0)	2,3 (2,2)
HIKP	0,4	0,2	0,9 (0,9)	2,1 (2,0)	2,2 (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	-0,2 (-0,1)	-0,2 (0,0)	0,3 (0,9)
10-årsränta	2,1	1,8	0,5 (0,8)	1,4 (1,8)	2,4 (2,8)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	103,0	106,7	114,1 (110,7)	110,5 (105,8)	106,4 (103,6)
Offentligt finansiellt sparande*	-1,4	-2,1 (-2,2)	-1,3 (-1,4)	-0,7 (-0,8)	-0,5 (-0,7)

\* Procent av BNP. Utfallet för offentligt sparande 2014 reviderades i samband med att SCB publicerade EDP-statistik. För att statistiken ska vara konsistent med andra prognosvariabler avser utfallet det som publicerades i samband med nationalräkenskaperna.

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)	1,4 (1,2)	1,8 (1,7)	2,1 (2,0)
USA	0,16	0,09	2,2	2,4	2,9 (3,6)	3,1 (3,3)	2,7 (2,5)
Japan	0,05	0,03	1,6	-0,1 (0,1)	0,4 (0,6)	0,8 (0,8)	0,4 (0,4)
Kina	0,15	0,08	7,8	7,5	6,5 (6,8)	6,5 (6,5)	6,3 (6,3)
KIX-vägd	0,75	1,00	1,2	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,4 (2,4)	2,6 (2,6)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,4	3,4 (3,3)	3,3 (3,6)	3,8 (3,9)	3,9 (3,9)

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

	2013	2014	2015	2016	2017
Styrränta i omvärlden, procent	0,2	0,2	0,1 (0,1)	0,1 (0,2)	0,4 (0,5)
Råoljepris, USD/fat Brent	108,8	99,6	59,8 (54,7)	66,2 (63,0)	69,3 (67,8)
Svensk exportmarknad	1,5	2,6 (3,0)	3,9 (4,8)	5,6 (5,3)	5,9 (5,7)

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	2,4 (2,5)	2,9 (2,7)	2,9 (2,8)	2,7 (2,3)
Offentlig konsumtion	0,7	1,9 (1,5)	2,2 (1,9)	2,7 (1,9)	1,9 (1,3)
Fasta bruttoinvesteringar	-0,4	6,5 (4,7)	4,0 (4,7)	5,6 (5,5)	4,4 (3,7)
Lagerinvesteringar*	0,1	0,2 (0,2)	0,0 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	-0,2	3,3 (2,2)	5,3 (4,8)	6,1 (6,5)	5,3 (5,0)
Import	-0,7	6,5 (5,1)	4,9 (5,8)	6,7 (6,5)	6,1 (5,6)
BNP	1,3	2,1 (1,8)	3,2 (2,7)	3,4 (3,3)	2,7 (2,2)
BNP, kalenderkorrigerad	1,3	2,3 (1,9)	2,9 (2,4)	3,2 (3,1)	2,9 (2,5)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	1,0	3,0 (2,6)	2,8 (2,8)	3,4 (3,1)	2,8 (2,3)
Nettoexport*	0,2	-1,1 (-1,0)	0,3 (-0,2)	0,0 (0,2)	-0,1 (0,0)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	6,9	5,8 (5,4)	5,8 (4,8)	5,5 (4,7)	5,1 (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, 16-64 år	0,6	0,7	0,9 (0,8)	1,1 (1,0)	1,1 (1,1)
BNP, kalenderkorrigerad	1,3	2,3 (1,9)	2,9 (2,4)	3,2 (3,1)	2,9 (2,5)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	0,3	1,8 (2,0)	1,2 (1,1)	1,4 (1,0)	1,1 (0,8)
Sysselsatta, 15-74 år	1,0	1,4	1,4 (1,3)	1,3 (1,2)	1,2 (0,9)
Arbetskraft, 15-74 år	1,1	1,3	1,0 (0,9)	0,8 (0,6)	0,8 (0,6)
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,0	7,9	7,6 (7,6)	7,2 (7,1)	6,9 (6,7)

\* Procent av arbetskraften.

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

\* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, 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

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)