



Penningpolitisk rapport

2007:3

Penningpolitisk rapport

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

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

Riksbanken ska minst två gånger per år lämna en skriftlig redogörelse om penningpolitiken till riksdagens finansutskott (se 6 kapitlet 4 § i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank). Riksbanken har valt att använda två av årets tre penningpolitiska rapporter för detta ändamål. Denna rapport är en sådan redogörelse till riksdagen.

Den penningpolitiska rapporten finns tillgänglig på Riksbankens webbplats www.riksbank.se. Där går det att utan kostnad beställa en tryckt version av rapporten eller ladda ned den i pdf-format.

För att prenumerera på den penningpolitiska rapporten kontakta Riksbanken.

E-post: penningpolitiskrapport@riksbank.se

Adress: Sveriges riksbank 103 37 Stockholm

Telefon: 08-787 00 00

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

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

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISKT MÅL

Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen "att upprätthålla ett fast penningvärde". Riksbanken har preciserat detta mål till att inflationen, mätt som årlig procentuell förändring av konsumentprisindex (KPI), ska vara två procent. Kring målet på två procent har Riksbanken satt upp ett toleransintervall på plus/minus en procentenhet. Intervallet markerar att det inte står i penningpolitikens makt att uppnå målet exakt hela tiden. Det markerar samtidigt att alltför stora avvikelser inte kan accepteras om målet ska behålla sin trovärdighet.

PENNINGPOLITISK STRATEGI²

- Penningpolitiken vägleds, utöver KPI, av olika mått på "underliggande inflation". Ett sådant mått är UND1X. Det är rensat från direkta effekter av förändringar i indirekta skatter och subventioner och från räntekostnader för egnahem. Det finns dock inte något enskilt inflationsmått som vid varje tidpunkt alltid visar vilken penningpolitik som behövs.
- Penningpolitiken inriktas normalt på att inflationsmålet ska uppnås inom två år. Det beror bland annat på att penningpolitiken påverkar den ekonomiska utvecklingen med viss fördröjning. Tvåårshorisonten ger även Riksbanken utrymme att ta hänsyn till den real-ekonomiska utvecklingen (BNP-tillväxt, arbetslöshet, sysselsättning etc.).
- Riksbanken tar löpande hänsyn till förändringar i tillgångspriser och andra finansiella variabler i de penningpolitiska besluten.
- Riksbankens prognoser utgår ifrån antagandet att reporäntan utvecklas på ett sådant sätt att penningpolitiken kan betraktas som väl avvägd. I normalfallet innebär en väl avvägd penningpolitik att inflationen är nära inflationsmålet på två års sikt samtidigt som inflationen och den reala ekonomin inte uppvisar alltför stora svängningar. Det är samtidigt viktigt att påpeka att produktionens och sysselsättningens nivå på lång sikt inte påverkas av penningpolitiken utan styrs av andra faktorer som t.ex. teknologi och tillgången på arbetskraft.
- Öppenhet och tydlighet i penningpolitiken är en förutsättning för att kunna kombinera trovärdighet för inflationsmålet med en flexibel tillämpning av målet på kort sikt.

BESLUTSPROCESSEN

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

PRESENTATION AV RÄNTEBESLUT

- Räntebeslutet presenteras i ett pressmeddelande kl. 9.30 dagen efter det penningpolitiska mötet.
- Presskonferens hålls dagen efter det penningpolitiska mötet.

² En utförlig beskrivning av den penningpolitiska strategin finns i pdf-format och som tryckt publikation att beställa på Riksbankens webbplats www.riksbank.se under rubriken Penningpolitik/Prisstabilitet.

Innehåll

- Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning 5
- KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna 7
 - Huvudsakliga prognosrevideringar 16
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker 25
 - Alternativa scenarier för reporäntan 25
 - Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen 29
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin 33
- Appendix 57
 - Tabeller 58
 - Tidigare räntebeslut 62
 - Översikt över fördjupningar 2004-2007 63
 - Ordlista 65
- Fördjupningar
 - Några lärdomar av tidigare finansiella kriser 19
 - Hushållens inflationsförväntningar 50
 - Riksbankens företagsundersökning 53

■ Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning

Riksbankens direktion beslutade vid sitt sammanträde den 29 oktober att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 4 procent. Det är också sannolikt att räntan behöver höjas ytterligare något framöver. Under första halvåret 2008 väntas reporäntan uppgå till cirka 4,25 procent. Riksbankens syn på den framtida reporäntan är i stort sett densamma som i juni. Ränthöjningarna bedöms bidra till att inflationen utvecklas i linje med målet på 2 procent samtidigt som produktion och sysselsättning utvecklas balanserat.

Den svenska ekonomin fortsätter att växa i god takt och sysselsättningen stiger. Utlåning och huspriser har ökat snabbt. I takt med att inflationen har ökat har även företag och hushåll reviderat upp sina inflationsförväntningar för det kommande året. Den underliggande inflationen är fortfarande låg men kostnadstrycket ökar. Det beror på att tillväxten i produktiviteten har mattats. Det beror också på att lönerna väntas stiga snabbare till följd av de nya löneavtalen och en stramare arbetsmarknad. Livsmedels- och energipriser bidrar också till att inflationen stiger.

I omvärlden har det däremot kommit signaler om svagare ekonomisk utveckling från bland annat USA och euroområdet. Till stor del uppvägs detta av att tillväxten är relativt stark i andra delar av världen. Den svagare utvecklingen i USA och den oro som uppkommit på de finansiella marknaderna hänger samman med problemen på de amerikanska bostads- och bolånemarknaderna. Avmattningen i bland annat USA väntas, tillsammans med oron på de finansiella marknaderna under senare tid, leda till att tillväxten i Sverige mattas något.

Även om den internationella avmattningen bedöms medföra en viss dämpning av tillväxten i Sverige är det inte tillräckligt för att stävja det ökade kostnadstrycket. Riksbanken bedömer därför att räntan nu behöver höjas med 0,25 procentenheter. Det är också sannolikt att räntan behöver höjas ytterligare något under det kommande året. Genom att höja räntan bidrar Riksbanken till att den underliggande inflationen är i linje med målet från nästa år och framåt samtidigt som produktion och sysselsättning utvecklas balanserat.

Riksbanken har i stort sett samma syn på hur reporäntan ska utvecklas framöver som i juni. Att bilden är ungefär densamma beror på att olika faktorer motverkar varandra. Det inhemska kostnadstrycket talar för att reporäntan skulle behöva höjas något mer framöver men den finansiella oron och utvecklingen i omvärlden pekar i motsatt riktning.

Det råder alltid stor osäkerhet om den framtida ekonomiska utvecklingen. Därmed är osäkerheten också stor om hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Riksbanken kan exempelvis behöva höja reporäntan mer om kostnadstrycket blir högre än i huvudscenariot. Om däremot den finansiella oron fortsätter och utvecklingen i omvärlden blir svagare än väntat kan räntan behöva bli lägre. Hur penningpolitiken kommer att utformas framöver beror därmed som vanligt på hur ny information om den ekonomiska utvecklingen utomlands och i Sverige påverkar de svenska inflations- och konjunkturutsikterna.

Protokollet från direktionens sammanträde den 29 oktober publiceras den 13 november. Nästa penningpolitiska möte hålls den 18 december. Nästa penningpolitiska rapport publiceras den 13 februari.

Riksbankens direktion

KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Den svenska ekonomin fortsätter att utvecklas starkt. Tillväxten är fortsatt hög och sysselsättningen ökar snabbt. Mot bakgrund av den fortsatt starka tillväxten och det ökande kostnads- och inflationstrycket behöver reporäntan höjas för att inflationen ska bli i linje med målet på ett par års sikt och för att produktion och sysselsättning ska utvecklas balanserat.

Nyinkommen statistik tyder på att produktiviteten utvecklas ännu svagare än vad Riksbanken räknade med i rapporten i juni. Detta leder till högre kostnader i produktionen och ett stigande inflationstryck. Livsmedelspriser bidrar också till att inflationen på kort sikt ökar något snabbare än vad Riksbanken väntade sig i juni. I takt med att inflationen har ökat har även företag och hushåll reviderat upp sina inflationsförväntningar för det kommande året. Ett högre inhemskt inflationstryck motiverar i sig högre räntor än Riksbanken förutsåg i juni.

Samtidigt väntas turbulensen på de globala finansiella marknaderna få en viss dämpande effekt på tillväxten. Den har lett till att svenska företag och hushåll nu möter något högre räntor än vad Riksbanken räknade med i juni. Även om läget stabiliserats på senare tid är osäkerheten om den framtida utvecklingen fortfarande stor.

Sammantaget bedömer Riksbanken att reporäntan framöver behöver höjas i ungefär samma takt som i prognosen i juni. Att synen är ungefär densamma beror på att olika faktorer motverkar varandra. Medan den inhemska utvecklingen talar för att reporäntan behöver höjas något mer framöver, pekar den finansiella oron och utvecklingen i omvärlden i motsatt riktning.

Diagram 1. Reporänta med osäkerhetsintervall
Procent, kvartalsmedelvärden

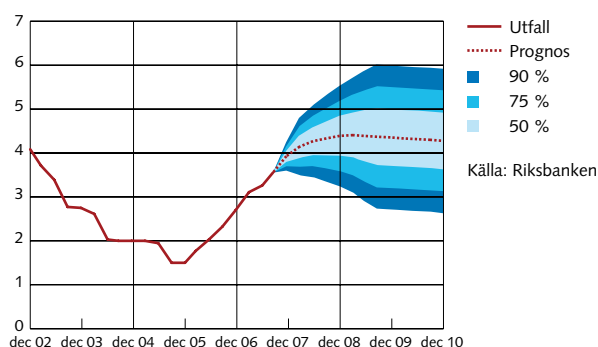


Diagram 2. BNP med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data

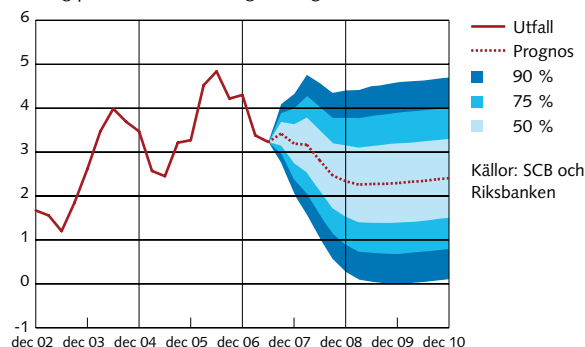


Diagram 3. KPI med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring

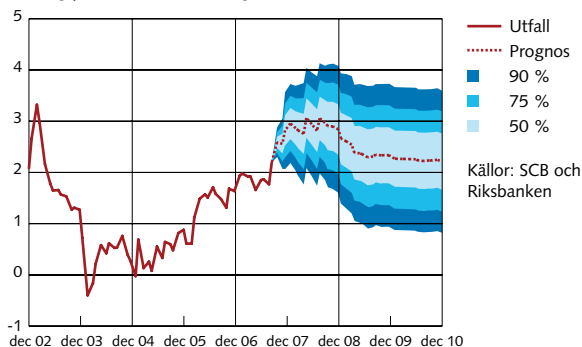
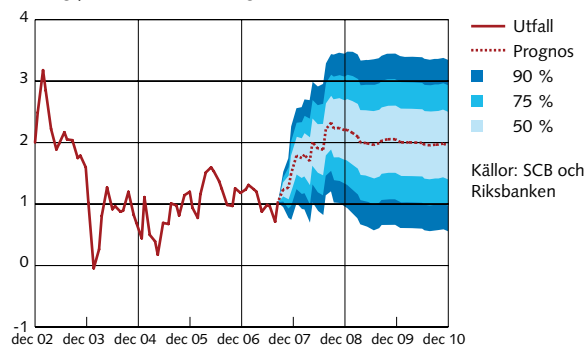
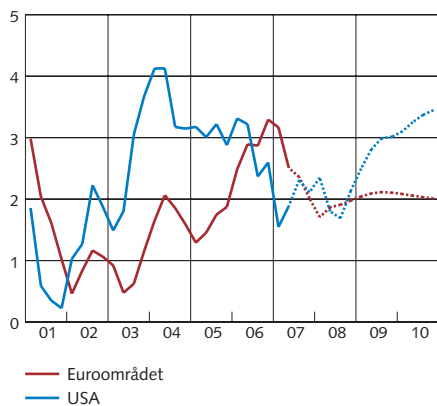


Diagram 4. UND1X med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen i diagram 1–4 är baserade på historiska prognosfel. Se fördjupningen "Beräkningsmetod för osäkerhetsintervall" i PPR 2007:1.

Diagram 5. BNP för USA och euroområdet
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Eurostat, US Department of Commerce och Riksbanken

■ ■ Svårbedömda effekter av turbulensen på de finansiella marknaderna

Sedan sommaren har utvecklingen på de finansiella marknaderna varit turbulent. Det har varit stora rörelser på såväl aktiebörser som ränte- och valutamarknader (se fördjupningen "Några lärdomar av tidigare finansiella kriser" för en jämförelse med tidigare turbulenta perioder). Utvecklingen initierades av problemen på den amerikanska bolånemarknaden. På marknaden för så kallade subprime-lån har låntagare med sämre betalningsförmåga kunnat låna för att köpa bostad. Subprime-lånen har finansierats genom att de paketerats på olika sätt i finansiella instrument som sedan sålts vidare till investerare. Oron på de finansiella marknaderna de senaste månaderna hänger delvis samman med brist på information om hur stora kreditriskerna från subprime-marknaden som egentligen finns i olika finansiella instituts portföljer. Det har gjort marknadsaktörerna utanför banksystemet ovilliga att finansiera dessa institut.

Osäkerhet om vilka institut som sitter på de största kreditriskerna från subprime-marknaden har gjort att placerare sökt sig till investeringar med låg risk och hög likviditet. Detta har lett till att de så kallade interbankräntorna har stigit och att räntan på korta statspapper fallit. I Sverige har effekterna av turbulensen på de finansiella marknaderna hittills varit begränsade. Företag och privatpersoner har dock fått något högre upplåningskostnader genom att interbankräntorna (STIBOR) ökat mer än vad som kan motiveras med förväntningar om penningpolitiken. En annan effekt är att den finansiella turbulensen skapar en allmän osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen som kan påverka planer för investeringar och konsumtion. En följd av de informationsproblem som uppdragats är också att placerare har blivit tveksamma till att investera i avancerade finansiella instrument, bland annat ifrågasätts ratinginstitutens förmåga att på ett korrekt sätt betygsätta dessa produkter. Det är svårt att bedöma hur stora och långvariga effekterna av den finansiella turbulensen kommer att bli.

■ ■ Problem på bomarknaden och svagare tillväxt i USA

Prognosen för den amerikanska ekonomins tillväxt för nästa år har reviderats ned (se tabell A4 och diagram 5). En anledning är den svaga utvecklingen på bostadsmarknaden. Bostadsinvesteringarna föll mer än väntat andra kvartalet och sedan i somras har antalet osålda hus ökat. Bostadsbyggandet och bostadspriserna förutses därför fortsätta att falla. Växande betalningssvårigheter inom subprime-sektorn förväntas bidra till detta.

Den svaga utvecklingen på bostadsmarknaden har hittills inte påverkat den amerikanska arbetsmarknaden eller hushållens konsumtionsefterfrågan särskilt mycket. Sysselsättningen inom byggsektorn förutses fortsätta att minska och den inbromsning av sysselsättnings-tillväxten som skett i andra sektorer de senaste månaderna förväntas

fortgå. Sammantaget har förutsättningarna för hushållens konsumtion försämrats.

Historiska samband tyder på att utvecklingen på bostadsmarknaden kan följas av en betydligt svagare BNP-tillväxt än den som förutses i huvudscenariot. Förutsättningarna för tillväxten är dock på vissa sätt bättre än vid tidigare nedgångar, till exempel i början av 1980-talet och i början av 1990-talet. Både hushållens och företagens balansräkningar är betydligt starkare i utgångsläget än de varit inför tidigare perioder när konjunkturen försvagats. Den senaste räntesänkningen av centralbanken bör också bidra till att hålla uppe tillväxten i efterfrågan.

Det finns vissa tecken på att den långsiktigt hållbara tillväxten i den amerikanska ekonomin kan vara lägre än de bedömningar som gjordes för ett par år sedan. Produktivitetstillväxten har bromsat in. Det är ännu för tidigt att avgöra om denna inbromsning är tillfällig och har skett av konjunkturella orsaker, eller om den är mer varaktig. Befolkningens sammansättning förväntas leda till långsammare tillväxt av arbetskraften framöver.

Sammantaget förväntas BNP-tillväxten i USA bli 2,0 procent både i år och nästa år (se tabell A4). År 2009 väntas tillväxten öka till 2,8 procent för att 2010 stiga ytterligare något. I kapitel 2 redovisas ett alternativscenario där den amerikanska ekonomin utvecklas svagare än i huvudscenariot.

■ ■ Tillväxten svagare även i euroområdet

Tillväxten i euroområdet har mattats på senare tid. Tillväxten bedöms bli svagare även framöver som en följd av den finansiella oron och den svagare tillväxten i USA. Exporten bedöms även dämpas av att euron har stärkts det senaste året. Den finansiella turbulensen antas leda till en viss avmattning på bostadsmarknaderna i en del länder och en dämpning av tillväxten i hushållens konsumtion och i bygginvesteringarna. Effekten på BNP-tillväxten bedöms emellertid bli relativt begränsad. Den tydliga förbättringen på arbetsmarknaden på senare tid samt företagens höga vinster bidrar till detta.

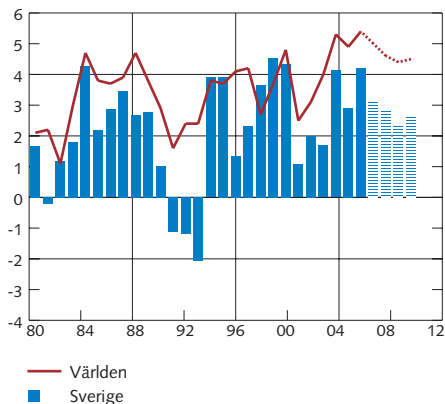
I euroområdet väntas BNP öka med 2,5 procent under 2007 och med 1,9 procent under 2008 (se tabell A4). Under 2009 och 2010 väntas tillväxten i euroområdet uppgå till omkring 2 procent per år, vilket bedöms motsvara de långsiktiga tillväxtmöjligheterna i euroområdet.

■ ■ God tillväxt i världsekonomin som helhet

Även om USA och euroområdet nu väntas växa långsammare har den sammantagna bilden av tillväxten i världsekonomin bara förändrats marginellt sedan rapporten i juni. Vissa av världens tillväxtekonomier växer snabbare än vad som tidigare antagits.

I Kina och Indien, men även i Ryssland och övriga Östeuropa, Latinamerika, Mellanöstern och Afrika, väntas tillväxten fortsätta att vara stark även om en gradvis dämpning förutses i flertalet av dessa

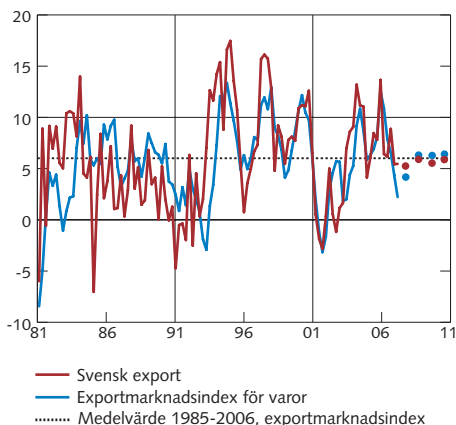
Diagram 6. BNP i Sverige och världen
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: IMF, SCB och Riksbanken

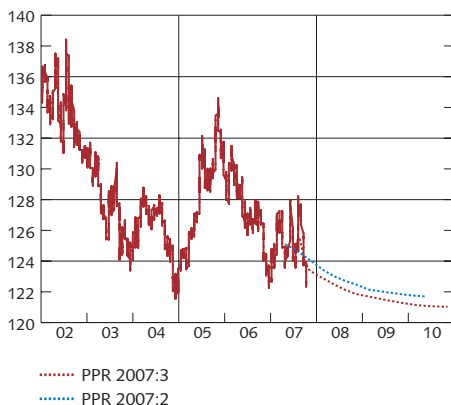
Diagram 7. Total svensk export och exportmarknadsindex för varor
Årlig procentuell förändring



Anm. Utfallen baseras på kvartalsdata och prognosen på årsdata. Se tabell A4 för en definition av exportmarknadsindex. Punkter avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 8. Konkursvägd växelkurs, TCW Index, 1992-11-18=100



Anm. Utfallen är dagskurser t.o.m. 2007-10-15 och prognoserna avser kvartalsgenomsnitt. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

områden. Starkare tillväxt väntas delvis kompensera för svagare tillväxt i Nordamerika, Västeuropa och Japan.

I Norden och Storbritannien har konjunkturen varit mycket stark de senaste åren, inte minst i Norge och Finland. Nästa år väntas dock tillväxttakten avta.

Under 2007 förefaller BNP-tillväxten i världen som helhet dämpas något jämfört med tidigare år. Under de närmaste åren räknar Riksbanken med en viss ytterligare dämpning men ändå med en relativt hög internationell tillväxt på omkring 4,5 procent per år (se diagram 6 och tabell A4).

■ ■ Exporttillväxten fortfarande god men mattas något

Eftersom den internationella tillväxten bedöms bli något lägre under prognosperioden jämfört med de senaste åren väntas tillväxten i efterfrågan på svenska exportprodukter dämpas. De svenska exportmarknaderna beräknas växa med ungefär 6 procent per år under prognosperioden, vilket motsvarar den genomsnittliga exportmarknadstillväxten sedan 1985 (se diagram 7).

Utöver detta bidrar förstärkningen av växelkursen till att i viss mån dämpa den svenska exporten framöver. Under 2006 stärktes den konkurrensvägda växelkursen (TCW-index). I år har växelkursen svängt en hel del, men under den senaste tiden har den förstärkts, och är nu något starkare än prognosen i junirapporten. Den relativt sett stramare svenska penningpolitiken jämfört med andra länder är en anledning till att växelkursen förväntas stärkas ytterligare under prognosperioden.

Överskotten i den svenska bytesbalansen har varit stora på senare år. De har varit kopplade till en långsam prisutveckling i Sverige i förhållande till andra länder. Framöver väntas priserna i Sverige stiga i snabbare takt och överskotten i bytesbalansen dämpas. Anpassningen av den relativa prisnivån i Sverige antas delvis ske genom en förstärkning av kronan. Förstärkningen av den konkurrensvägda växelkursen bedöms därför fortsätta under prognosperioden (se diagram 8 och tabell A3).

■ ■ Fortsatt hög BNP-tillväxt

Den svenska ekonomin utvecklas starkt vilket framkommer i både nationalräkenskapsstatistik och i den företagsundersökning som Riksbanken har genomfört (se fördjupningen "Riksbankens företagsundersökning"). Tillväxten har drivits av en stark produktivitetökning och en hög efterfrågan. I år har BNP-tillväxten mattats något men ändå utvecklats relativt väl. Den starka utvecklingen har medfört att resurserna i ekonomin för närvarande bedöms utnyttjas mer än normalt. Framöver bedöms BNP-tillväxten bli lägre än den varit under senare år. Detta följer av en långsammare tillväxt i produktiviteten och arbetskraftsutbudet och en svagare tillväxt i omvärlden. Dessutom bidrar en gradvis stigande ränta, en starkare växelkurs och en cyklisk dämpning av tillväxten i investeringarna till att BNP väntas växa lång-

sammare. Det samlade resursutnyttjandet beräknas därmed sjunka gradvis mot normalt resursutnyttjande under prognosperioden. BNP väntas växa med 3,1 procent i år och 2,8 respektive 2,3 procent 2008 och 2009 (se tabell A5). Under 2010 ökar tillväxten i BNP till 2,6 procent, huvudsakligen till följd av att antalet arbetsdagar då är fler än normalt.

■ ■ Hushållens konsumtion växer relativt starkt

Att fler blir sysselsatta och att lönerna ökar relativt snabbt gör att hushållens disponibla inkomster stiger i snabb takt under de närmaste åren. Inkomstökningen i år blir dessutom extra stor till följd av skattesänkningar.

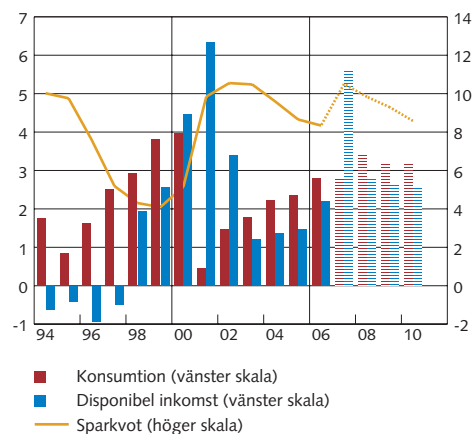
Enligt enkätundersökningar ser hushållen ljusst på framtiden. Hushållsbarometern för september tyder dock på att hushållen på senare tid har blivit något mindre optimistiska. Detta kan förväntas bestå på kort sikt till följd av den osäkerhet som är förbunden med den finansiella turbulensen. Riksbanken räknar därför med att det försiktighetssparande, som sannolikt bidragit till att hålla tillbaka konsumtionen under senare år, inte kommer att minska lika snabbt som i bedömningen i junirapporten. Tillsammans med det oväntat låga utfallet för det andra kvartalet i år innebär detta att konsumtionsprognosen revideras ned i år och nästa år. De disponibla inkomsterna förväntas samtidigt växa snabbare än enligt bedömningen i föregående rapport, vilket innebär att sparkvoten för hushållen revideras upp (se diagram 9). På längre sikt bör dock den starka förmögenhets- och inkomstutvecklingen medföra att sparkvoten dras ned.

Sammantaget förväntas konsumtionen öka med 2,8 respektive 3,4 procent i år och nästa år (se tabell A5). Mot slutet av prognosperioden mattas tillväxten i konsumtionen. Sett ur ett historiskt perspektiv är dock tillväxten i den privata konsumtionen i förhållande till BNP stark under prognosperioden. Konsumtionen väntas öka med drygt 3 procent per år 2009-2010, vilket är mer än under de senaste åren.

■ ■ Investeringsstillväxten dämpas

Investeringarna, i synnerhet i bostäder, har utvecklats starkt under de senaste åren. Även i år väntas näringslivets investeringar fortsätta att öka. Efter hand som konjunkturen mattas och räntorna stiger väntas dock tillväxten i investeringarna gradvis avta. Bostadsbyggandet väntas öka i lugnare takt framöver. Till följd av bland annat statliga infrastruktursatsningar och ökat investeringsutrymme för landets kommuner bedöms de offentliga investeringarna öka under prognosperioden. Ökningen väntas bli tydlig under nästa år, tillväxttalen avtar sedan gradvis under loppet av prognosperioden. Sammantaget bedöms tillväxten i de totala investeringarna dämpas markant de närmaste åren (se tabell A5).

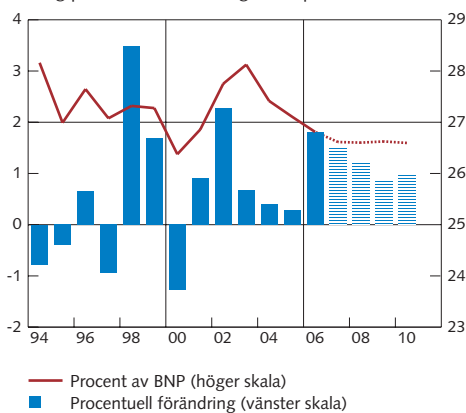
Diagram 9. Hushållens disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot
Årlig procentuell förändring, fasta priser respektive procent av disponibel inkomst



Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

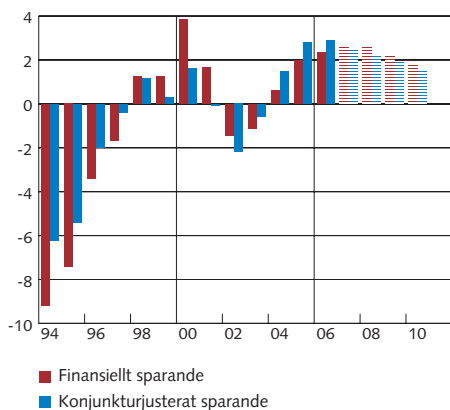
Diagram 10. Offentliga konsumtionsutgifter
Årlig procentuell förändring, fasta priser



Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 11. Offentligt sparande
Procent av BNP



Anm. Konjunkturjusterat sparande är beräknat enligt ESCB-metoden. För en mer detaljerad genomgång av ESCB:s metod se C. Bouthevillain, P. Cour-Thimann, G. Van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano & M. Tujula, (2001), "Cyclically Adjusted Budget Balances: An Alternative Approach", Working Paper, nr 77, ECB, Working Paper Series.

Streckad stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

■■ Kommunsektorn driver tillväxten i den offentliga konsumtionen

Den offentliga konsumtionen fortsätter att öka relativt snabbt jämfört med vad som varit normalt under senare år. I år beräknas den offentliga sektorns konsumtionsutgifter öka med 1,5 procent. Regeringens politik väntas bidra till ökad konsumtion inom främst den kommunala sektorn, som dessutom uppvisar starka finanser. Förutom redan annonserade ökade anslag inom bland annat migration, hälsovård, sjukvård och social omsorg samt arbetsmarknad aviserar regeringen i budgetpropositionen för 2008 att nystartjobb från och med 1 januari 2008 också blir möjligt inom den offentliga sektorn. Denna satsning väntas bidra till en ökning i arbetade timmar och kommunal konsumtion under 2008 och 2009. Det är främst kommunsektorn som driver på den offentliga konsumtionstillväxten. Den statliga konsumtionen förväntas öka måttligt framöver. Sammantaget förväntas den offentliga konsumtionen öka med 1,5 respektive 1,2 procent i år och nästa år (se diagram 10 och tabell A5).

■■ Offentligt finansiellt sparande fortsätter att växa starkt

Den starka konjunkturutvecklingen och den stigande sysselsättningen har bidragit till att förbättra de offentliga finanserna. Den offentliga sektorns finansiella sparande har stigit kontinuerligt under de tre senaste åren. I år beräknas det uppgå till 2,6 procent av BNP, vilket skulle ge det största överskottet sedan 2000 (se tabell 3). Den starka utvecklingen i konjunkturer och ett förbättrat läge på arbetsmarknaden bidrar till att hålla uppe inkomsterna och sänka de offentliga utgifterna även framöver. I budgetpropositionen för 2008 avser regeringen att finansiera sina förslag i större utsträckning än vad Riksbanken tidigare antog. Finanspolitiken väntas därför nu bli något mindre expansiv än vad som antogs i rapporten i juni. Riksbankens bedömning är att det finansiella sparandet kommer att ligga över regeringens saldomål på 1 procent av BNP över en konjunkturcykel. Detta gäller samtliga prognosår. Överskottet bedöms dock minska gradvis eftersom Riksbanken räknar med ökade utgifter och skattesänkningar (se diagram 11).

■■ Sysselsättningstillväxten mattas under prognosperioden

Sysselsättningen som länge utvecklades svagt trots en stark BNP-tillväxt började öka under 2005. Under 2006 var ökningstakten hög, räknad i såväl timmar som antalet personer. Antalet personer i sysselsättningsåtgärder ökade relativt snabbt under det sista kvartalet 2006 vilket bidrog till uppgången i sysselsättningen. Trots att färre personer omfattas av åtgärder i år har antalet sysselsatta personer fortsatt att öka snabbt, vilket tyder på en betydande underliggande kraft på arbetsmarknaden. Antalet sysselsatta väntas fortsätta att öka under prognosperioden men i avtagande takt. Det beror delvis på att konjunkturuppgången mattas, men också på att de högre löneökningarna bidrar till en lägre efterfrågan på arbetskraft (se diagram 12 och tabell A6).

■ ■ Utbudet av arbetskraft ökar långsammare

Även utbudet av arbetskraft har fortsatt att öka relativt snabbt under innevarande år. Den goda konjunkturutvecklingen och de åtgärder regeringen vidtagit för att öka drivkrafterna till att arbeta väntas leda till ett fortsatt ökat utbud av arbetskraft under prognosperioden. Ökningstakten i arbetskraften mattas dock successivt i takt med att konjunkturen dämpas (se diagram 12 och tabell A6). Under de närmaste åren kommer också utbudet av arbetskraft att hållas tillbaka något på grund av demografiska faktorer. Andelen personer i de mest yrkesverksamma åldrarna mellan 35 och 55 år kommer att minska, medan andelen yngre och äldre kommer att öka.

■ ■ Arbetslösheten minskar men i långsammare takt

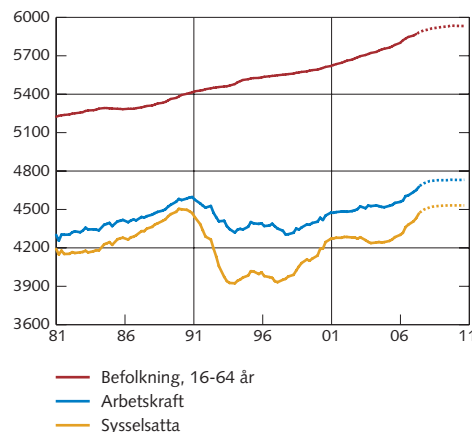
Eftersom antalet sysselsatta har ökat snabbare än antalet personer i arbetskraften under den senaste tiden har andelen öppet arbetslösa minskat kraftigt (se diagram 13). Från och med publiceringen av arbetskraftsundersökningen i oktober i år går Statistiska centralbyrån över till att redovisa ett arbetslöshetstal som överensstämmer med EU:s förordningar.³ Andelen öppet arbetslösa enligt EU-definitionen väntas ligga omkring 1,5 procentenheter högre under hela prognosperioden jämfört med den tidigare definitionen.

■ ■ Stigande löner

Den största delen av årets avtalsrörelse är nu avklarad. De avtal som slutits sedan rapporten i juni har varit i linje med tidigare slutna avtal. Ett avtalsområde där förhandlingarna i dagsläget ännu inte är avslutade är det statliga (240 000 anställda). Avtalen gick ut den sista september. Efter statens avtal återstår endast ett fåtal mindre avtalsområden. Sammantaget resulterade årets avtalsrörelse, liksom tidigare, i de flesta fall i en treårig avtalsperiod. Avtalsutfallen har följt industrins norm på 10,2 procent under en treårsperiod eller baserats på LO:s samordning, vilket inneburit en något högre sammanlagd procentsats (se fördjupningen "Avtalsrörelsen tyder på högre löneökningstakter" i PPR 2007:2). Dessa procentsatser avser att omfatta den totala kostnadsramen för avtalen. Det betyder att olika kostnadsposter såsom lönepotter, potter till lokal löneöversyn, kostnader för arbetstidsförkortning, kostnader för avtalspension med mera ingår. Utfallen i årets avtalsrörelse har blivit högre än i förra avtalsrörelsen. Huvuddelen av lönenivåhöjningarna inträffar tidigt under avtalsperioden.

Utöver de avtalade löneökningarna tillkommer löneökningar i form av så kallad löneglidning. Löneglidningen bestäms främst av läget på arbetsmarknaden och företagets möjligheter att rekrytera personal. Bristen på arbetskraft i näringslivet har ökat under den

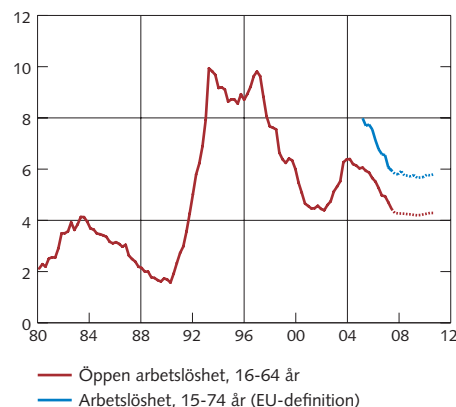
Diagram 12. Befolkning, arbetskraft och sysselsatta
1000-tals personer, säsongrensade data



Anm. Data före 1993 är länkade av Riksbanken. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 13. Andel öppet arbetslösa 16-64 år och andel arbetslösa 15-74 år enligt EU:s förordningar
Procent av arbetskraften, säsongrensade data

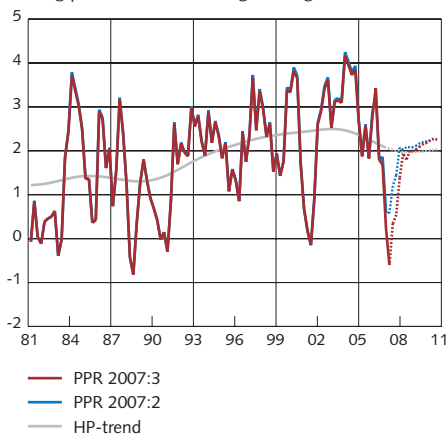


Anm. Data före 1993 är länkade av Riksbanken. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

³ Enligt EU:s förordningar definieras heltidsstuderande som söker arbete som arbetslösa. Enligt den tidigare definitionen räknades dessa som studerande och ingick inte i arbetskraften. Den redovisade åldersgruppen utvidgas också till 15-74 år.

Diagram 14. Faktisk och trendmässig arbetsproduktivitet i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Trend beräknad med HP-filtret. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

senaste tiden, vilket innebär att löneglidningen också bedöms öka något. Bristen på arbetskraft i näringslivet är dock enligt konjunkturbarometern något lägre än år 2000 (se diagram 66). Även strukturella faktorer kan påverka nivån på löneglidningen. En sådan faktor är höjningarna av lägstalönerna i årets avtal som är högre än tidigare. Om företagen vill behålla nuvarande lönestruktur efter höjningarna av lägstalönerna kommer löneglidningen att öka.

Riksbanken räknar med att takten i löneökningarna höjs 2008 jämfört med 2007. Då slår de nya avtalen igenom och bristen på arbetskraft blir mer markerad. Sammantaget bedöms timlönerna i hela ekonomin öka med 4,5 procent, 4,2 procent och 3,8 procent respektive år under perioden 2008-2010 (se tabell A7). En ny avtalsrörelse påbörjas under 2010. Det försvårar bedömningen av detta år ytterligare, utöver den betydande osäkerhet som prognoser för det ekonomiska läget tre år framåt alltid är förknippade med.

Under 2008 och 2009 bedöms arbetskostnaderna per timme dämpas något på grund av ett antal förändringar i arbetsgivaravgifterna som regeringen genomför. Under perioden 2008-2012 ökar å andra sidan företagens kostnader för arbetarnas avtalspensioner gradvis. Detta påverkar också prognosen för arbetskostnader per timme under prognosperioden.

■ ■ Dämpad produktivitetstillväxt

Hur de högre arbetskostnaderna per timme slår igenom på företagens kostnader per producerad enhet beror på hur produktiviteten utvecklas. Produktiviteten i svensk ekonomi har förbättrats kraftigt det senaste decenniet. Produktionen har därför kunnat öka snabbt utan att kostnaderna har stigit i motsvarande grad. Den snabba tillväxten i produktiviteten bidrog också till att sysselsättningen länge utvecklades svagt.

Liksom i föregående rapport bedömer dock Riksbanken att den trendmässiga tillväxten i produktiviteten kommer att vara något lägre under prognosperioden än under de senaste åren. Redan i juni-rapporten noterades en dämpning av arbetsproduktiviteten i början av året. Den bedömdes vara en konjunkturell effekt av att fler blev sysselsatta. Den ytterligare försämring av tillväxten i arbetsproduktiviteten som registrerats för det andra kvartalet bedöms främst vara en tillfällig effekt av låg semesterfrånvaro i juni och därmed ett högt antal arbetade timmar. Industrin är dessutom utsatt för ett allt högre internationellt konkurrenstryck vilket tvingar företagen att ständigt bli mer produktiva. Den låga tillväxten av produktiviteten bedöms därför vara av tillfällig natur (se diagram 14).

■ ■ Arbetskostnaderna växer snabbare

Att lönerna ökar snabbare och att produktiviteten växer långsammare gör att företagens kostnader per producerad enhet ökar snabbare under prognosperioden än under de senaste åren. En tillfällig rabatt

på pensionspremier i näringslivet påverkar också utvecklingen av enhetsarbetskostnaderna. Enligt Riksbankens uppskattningar blev tillväxten i enhetsarbetskostnaderna i hela ekonomin på grund av den tillfälliga premierabatten 0,6 procentenheter lägre under 2006 än den annars skulle ha varit. Under 2007 då rabatten i stort sett tas bort blir tillväxten i enhetsarbetskostnaderna i stället 0,6 procentenheter högre än vad den annars skulle ha varit. Riksbanken bedömer att enhetsarbetskostnaderna ökar med 3,1 procent under 2008. Att kostnaderna ökar relativt mycket beror på att arbetsproduktiviteten ökar relativt långsamt. Men Riksbanken bedömer att produktiviteten kommer att öka snabbare igen, vilket innebär att ökningen i enhetsarbetskostnaderna under 2009 och 2010 bedöms hamna runt 2 procent per år (se diagram 15 och tabell A7).

I vilken utsträckning de förväntat högre enhetsarbetskostnaderna under 2007 och 2008 leder till högre inflation beror på hur företagen kan anpassa sina vinstandelar. Sedan 2001 har de svenska företagens vinster fortlöpande förbättrats. Riksbankens bedömning är att företagen inte fullt ut kommer att kompensera sig för de högre kostnaderna via prishöjningar.

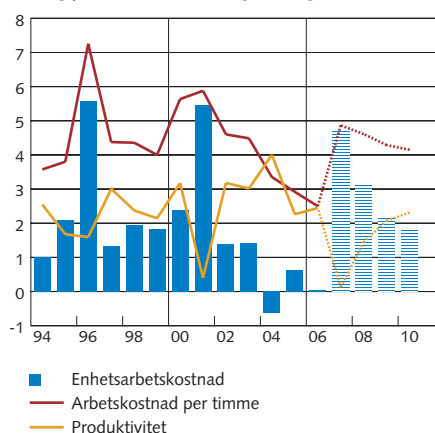
■ ■ Inflationen stiger snabbt men stabiliseras efterhand

Inflationen stiger relativt snabbt under det kommande året. Till viss del hänger detta samman med att energipriserna ökar i snabbare takt. Den årliga ökningstakten av UND1X stiger från dagens nivå på strax under 1 procent till över 2 procent nästa år (se diagram 16). Även bortsett från energipriserna stiger inflationen under prognosperioden (se diagram 17). En viktig orsak till att inflationen stiger är att kostnadstrycket och resursutnyttjandet har ökat. Enhetsarbetskostnaderna ökar under prognosperioden efter att ha legat stilla under de senaste åren. Samtidigt väntas snabbt stigande livsmedelspriser påverka inflationen under det närmsta året.

Inflationen mätt med KPI stiger snabbt och överstiger Riksbankens inflationsmål under det närmaste året. KPI-inflationen väntas uppgå till omkring 3 procent under större delen av nästa år (se diagram 16). KPI ökar snabbare än UND1X främst på grund av stigande räntekostnader för egnahemsboende. Även höjda indirekta skatter på bland annat energi och tobak bidrar till att inflationen blir högre mätt med KPI än med UND1X under nästa år (se tabell A2).

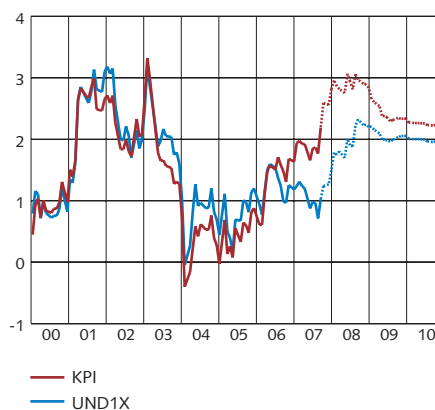
Konjunkturen går efter hand in i en lugnare fas vilket bidrar till att UND1X-inflationen så småningom bromsar in och stabiliseras runt 2 procent mot slutet av prognosperioden (se tabell 1). KPI-inflationen förväntas vara något högre även i slutet av prognosperioden till följd av att hushållens räntekostnader fortsätter att stiga.

Diagram 15. Enhetsarbetskostnader i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data



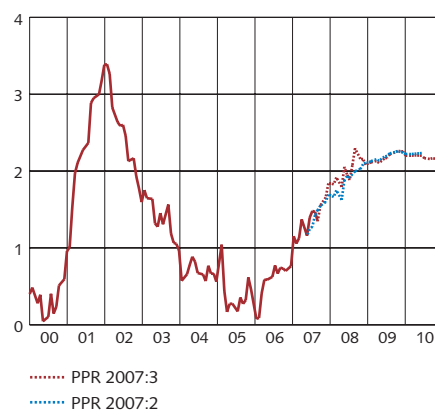
Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 16. KPI och UND1X
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

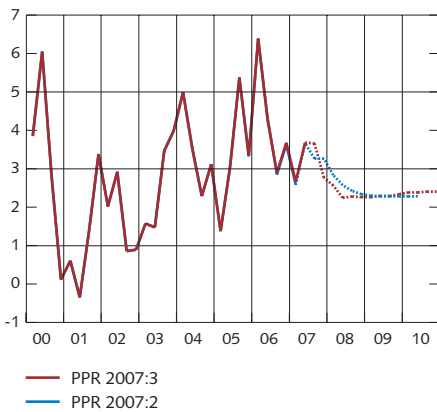
Diagram 17. UND1X exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 18. BNP

Kvartalsförändringar i procent, uppräknad till årstakt, säsongrensade data

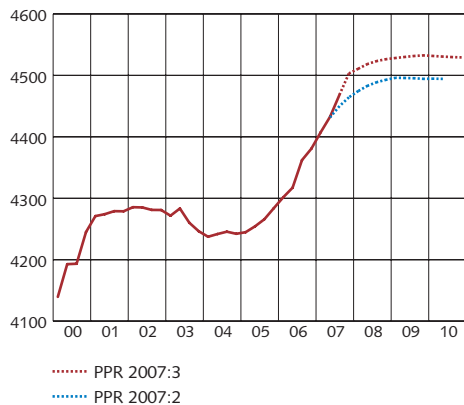


Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 19. Antal sysselsatta

1000-tals personer, säsongrensade data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Huvudsakliga prognosrevideringar

Tillväxten i USA bedöms bli knappt en procentenhet lägre 2008 än vad Riksbanken förväntade i rapporten i juni. Revideringen hänger delvis samman med att Riksbanken nu räknar med att det kommer att ta längre tid innan läget på bostadsmarknaden i USA stabiliseras. Även för euroområdet har tillväxtutsikterna justerats ned. Tillväxten i euroområdet har hittills under året varit svagare än förväntat. Tillväxtutsikterna påverkas också av den svagare efterfrågeutvecklingen i USA och andra följder av den finansiella turbulensen. Under 2008 förväntas den svagare tillväxten i USA och i euroområdet leda till att den sammanlagda tillväxten på de svenska exportmarknaderna blir något lägre än vad som förväntades i junirapporten.

En följd av detta är att prognosen för den svenska BNP-tillväxten 2008 justeras ned något (se diagram 18). Dessutom har produktiviteten ökat betydligt långsammare än enligt bedömningen i junirapporten. Riksbanken bedömer därför att BNP kommer att växa något långsammare nästa år trots att sysselsättningen bedöms växa snabbare än i föregående rapport.

Sett från efterfrågesidan är det exporten, investeringarna och hushållens konsumtion som väntas växa långsammare 2008 än vad Riksbanken förutsåg i juni. Hushållens konsumtion bedöms växa långsammare även i år. Skäl till en svagare tillväxt i konsumtionen är dels det låga utfallet i år, dels att hushållen ökat sitt försiktighetssparande på grund av den finansiella turbulensen.

Enligt prognosen i juni skulle produktiviteten öka i en långsammare takt under 2007 än vad den gjort de senaste åren i takt med att konjunkturuppgången fortskred. Utfallsdata tyder på att produktiviteten hittills under 2007 ökat ännu långsammare än vad Riksbanken trodde i juni. Tillväxten i produktiviteten i hela ekonomin beräknas nu bli nästan 1 procentenhet lägre under 2007 än enligt bedömningen i junirapporten. Även 2008 antas produktiviteten utvecklas något långsammare. Jämfört med bedömningen i junirapporten blir produktivitetstillväxten i hela ekonomin 0,6 procentenheter lägre. Riksbankens bedömning av produktivitetens utvecklingen på längre sikt är oförändrad.

Arbetsmarknaden fortsätter att utvecklas starkt. Utfall och indikatorer tyder på en snabbare tillväxt i sysselsättningen under 2007 och 2008 än i rapporten i juni (se diagram 19). Även utbudet av arbetskraft bedöms öka något mer på grund av regeringens åtgärder.

I prognosen beräknas enhetsarbetskostnaderna öka snabbare än vad Riksbanken bedömde i junirapporten. Detta beror på att produktiviteten antas växa i långsammare takt i år och nästa år medan prognosen för löneökningarna är densamma som i juni.

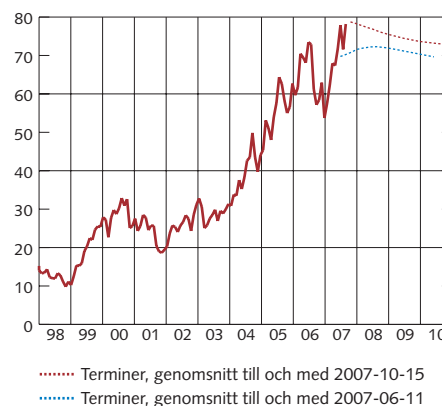
Som prognos för oljepriset används ett genomsnitt av terminspriserna (se diagram 20). Både spot- och terminspriserna har stigit under de senaste månaderna. Prognosen för oljepriset har därför reviderats upp.

Världsmarknadspriserna på vissa livsmedel har ökat kraftigt sedan rapporten i juni. Detta har än så länge bara delvis slagit igenom i konsumentpriserna. Prisstegringarna på livsmedel förväntas därför bli högre under resten av 2007 och under 2008 än vad Riksbanken bedömde i juni.

För att motverka det högre inflationstrycket behöver räntan höjas ungefär i linje med vad Riksbanken bedömde i juni. Inledningsvis är räntebanan marginellt högre (se diagram 21). I slutet av prognosperioden bedöms räntan ligga på samma nivå som i junirapporten.

Läget är på sätt och vis mera svårbedömt nu än i juni eftersom olika krafter drar åt olika håll. Den inhemska utvecklingen karakteriseras av en stramare arbetsmarknad och ett högre inflationstryck. Den internationella utvecklingen har å andra sidan inneburit ökad risk för en svagare ekonomisk utveckling jämfört med prognosen i juni.

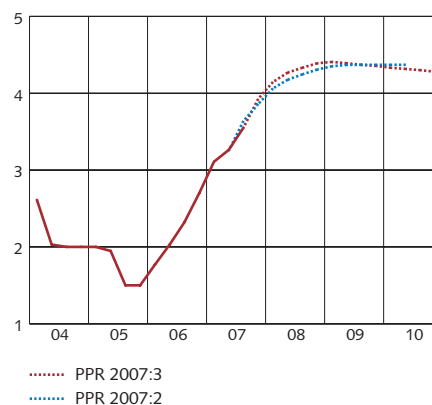
Diagram 20. Oljepris, Brentolja
USD per fat



Anm. Terminspriserna är beräknade som ett 15-dagars genomsnitt.

Källor: Intercontinental Exchange och Riksbanken

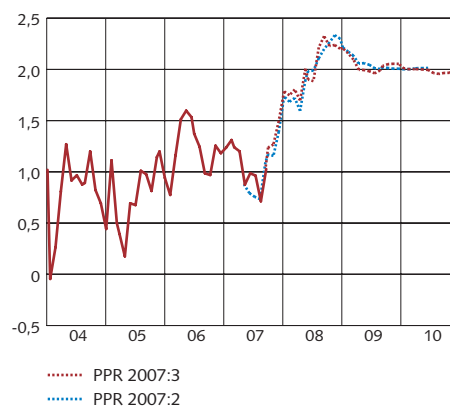
Diagram 21. Reporänteprognoiser vid olika tillfällen
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

Diagram 22. UND1X-prognoiser vid olika tillfällen
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 1. Inflation, årsgenomsnitt
Årlig procentuell förändring

	2006	2007	2008	2009	2010
KPI	1,4	2,1 (2,1)	2,9 (2,3)	2,4 (2,3)	2,2
UND1X	1,2	1,1 (1,1)	2,0 (2,0)	2,0 (2,1)	2,0
UND1X exklusive energi	0,6	1,4 (1,3)	2,0 (1,9)	2,2 (2,2)	2,2

Anm. Bedömningen i föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem och rensat för direkta effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 2. Inflation, tolv månaderstal
Årlig procentuell förändring

	dec-07	dec-08	dec-09	dec-10
KPI	2,8 (2,7)	2,8 (2,3)	2,3 (2,2)	2,2
UND1X	1,5 (1,4)	2,2 (2,3)	2,1 (2,0)	2,0
UND1X exklusive energi	1,8 (1,7)	2,1 (2,1)	2,3 (2,2)	2,2

Anm. Bedömningen i föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem och rensat för direkta effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Nyckeltal

Årlig procentuell förändring om inget annat anges

Nyckeltal	2006	2007	2008	2009	2010
BNP, världen	5,4	5,0 (4,8)	4,6 (4,7)	4,4 (4,5)	4,5
Råoljepris Brent, USD/fat, årsgenomsnitt	65	70 (67)	77 (72)	75 (71)	74
Växelkurs, TCW-index, årsgenomsnitt	127,4	124,9 (124,8)	122,4 (123,0)	121,5 (122,0)	121,1
Reporänta, årsgenomsnitt	2,2	3,5 (3,5)	4,3 (4,2)	4,4 (4,4)	4,3
Offentligt finansiellt sparande, procent av BNP	2,4	2,6 (2,1)	2,6 (1,9)	2,2 (1,6)	1,8
BNP, Sverige	4,2	3,1 (3,1)	2,8 (3,0)	2,3 (2,3)	2,6
Sysselsatta personer	1,8	2,6 (2,3)	1,5 (1,0)	0,2 (0,2)	0,0
Öppen arbetslöshet, procent av arbetskraften	5,4	4,6 (4,7)	4,3 (4,5)	4,2 (4,3)	4,3
Timlön i hela ekonomin	3,1	3,9 (3,9)	4,5 (4,5)	4,2 (4,2)	3,8

Anm. Bedömning i föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Källor: IMF, Intercontinental Exchange, Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Tabell 4. Reporänteprognos
Procent, kvartalsgenomsnitt

	3 kv 2007	4 kv 2007	1 kv 2008	2 kv 2008	4 kv 2008	4 kv 2009	4 kv 2010
Reporänta	3,6 (3,6)	3,9 (3,9)	4,1 (4,1)	4,3 (4,2)	4,4 (4,3)	4,4 (4,4)	4,3

Anm. Bedömningen i föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Källa: Riksbanken

■ Några lärdomar av tidigare finansiella kriser

Hittills har den finansiella orons effekter på börskurser och räntor på företagsobligationer varit mindre än vid tidigare liknande perioder av finansiell turbulens. Men det är för tidigt att därmed dra slutsatsen att effekterna på den realekonomiska utvecklingen blir begränsade. Risken för en sämre utveckling än i huvudscenariot är främst kopplad till utvecklingen på bostadsmarknaden i USA.

Sedan i juli har utvecklingen på de finansiella marknaderna varit turbulent. Utvecklingen hänger samman med problemen på den amerikanska bolånemarknaden.

I denna fördjupningsruta görs en jämförelse mellan den senaste finansiella oron och fyra andra turbulenta perioder. En jämförelseperiod är den efter börskraschen den 19 oktober 1987. En annan period är den från augusti 1998 då rubeln devalverades och den ryska staten ställde in sina skuldbetalningar. Detta fick bland annat stora negativa effekter på hedgefonden LTCM (Long-Term Capital Management). En jämförelse görs också med IT-kraschen som inträffade under 2000 och de ekonomiska följderna av terroristattacker mot World Trade Center den 11 september 2001.

Upprinnelsen till dessa kriser har varit olika. Finansoron 1998 följde i bakvattnet på den utbredda krisen i Asien och oron 2001 följde på en exceptionell händelse med politiska förtecken. Skälvingarna på finansmarknaderna 1987 och 2000 hade sin upprinnelse i USA och det gäller i högsta grad även den senaste orosperioden.

Gemensamt för alla dessa perioder är en snabbt ökande osäkerhet och en brist på relevant information för att bedöma riskerna. I samtliga fall har detta lett till flykt till säkra tillgångar med börsfall och ökade kreditspreadar som följd.

Mindre fall på börsen hittills denna gång

Inledningsvis kan man konstatera att börsutvecklingen hittills har påverkats i betydligt mindre utsträckning än vid de tidigare episoderna (se diagram R1). Vid börskraschen 1987 sjönk exempelvis den amerikanska börsen med 20 procent på en dag. Vid IT-kraschen blev nedgången inte lika snabb men pågick däremot under en betydligt längre period.

Mindre uppgång i kreditspreadar

Skillnaden mellan räntan på företagsobligationer och statsobligationer, den så kallade kreditspreaden, har också påverkats mindre än tidigare. Detta gäller oavsett vilken kreditvärdighet företagen har och oavsett vilket land som studeras. De räntor som har ökat mest under den nuvarande finansoron är de räntor som företag med låg kreditvärdighet möter medan räntan för företag med hög kreditvärdighet är nästan opåverkad (se diagram R2). Detta mönster är likartat med de tidigare perioderna.

När det gäller vilka realekonomiska effekter som kan uppkomma av turbulensen är det intressant att notera att räntorna på företagsobligationer i dagsläget är på mycket låga nivåer i ett historiskt perspektiv. Dessutom kan högre finansieringskostnader vägas mot att företagens balansräkningar samtidigt är synnerligen starka.

Större uppgång i spreaden på interbankmarknaden

Det som utmärker den senaste kreditoron är däremot att spreaden mellan korta statspapper och interbankräntor har ökat relativt mycket (se diagram R3). Detta gäller för de flesta löptider.

Uppgången i Ted-spreaden, det vill säga skillnaden mellan en tremånaders interbankränta och räntan på en motsvarande statskuldväxel, är framförallt ett resultat av ökade interbankräntor. Det är ett tecken på att bankernas kreditrisk har ökat. Om problemen består kan det i förlängningen få negativa realekonomiska effekter eftersom andra typer av lån och finansiella avtal är kopplade till interbankräntorna. Slutsatsen är att den senaste finansiella oron hittills fått mindre genomslag på börskurser och företagsräntorna, än vid tidigare tillfällen. De stora effekterna av oron märks framförallt i Ted-spreadarna.

Oftast små realekonomiska effekter

Vilka realekonomiska effekter som uppkom efter dessa turbulenta perioder har varierat. I samband med oron 1987, 1998 och 2001 blev effekterna till exempel marginella (se diagram R4). En bidragande orsak till att effekterna blev små var att centralbankerna agerade genom att snabbt sänka sina styrräntor.

Åren efter IT-kraschen skedde däremot en betydande dämpning av den globala BNP-tillväxten (se diagram R4).

I USA sjönk BNP-tillväxten från 3,7 procent 2000 till 0,8 procent 2001 och 1,6 procent 2002. En viss återhämtning skedde 2003. Dämpningen av BNP-tillväxten var likartad i Sverige och euroområdet. En tydlig återhämtning skedde dock senare i såväl Sverige som euroområdet.

Dämpningen av den globala tillväxten skedde trots att den ekonomisk-politiska stimulansen var mycket stark. Under 2001 sänkte den amerikanska centralbanken sin styrränta från 6,5 procent till 1,75 procent. Under andra halvan av 2003 och första halvan av 2004 låg den på endast 1 procent. Även i euroområdet och Sverige lades penningpolitiken om i en mer expansiv riktning. Detta skedde dock lite senare än i USA och styrräntorna var något högre.

Även finanspolitiken lades om i en mer expansiv riktning. Detta gäller i synnerhet i USA där bland annat inkomstskatterna sänktes för hushållen. Åren 2001-2003 var finanspolitiken i USA den mest expansiva som uppmätts på åtminstone 40 år.⁴

⁴ Detta kan till exempel analyseras med hjälp av förändringen av det strukturella, det vill säga konjunktursensade, finansiella offentliga sparandet.

Bostadsmarknaden i USA avgörande snarare än den finansiella oron

Den finansiella turbulensen har alltså så här långt inte fått så omfattande återverkningar på de finansiella marknaderna som vid tidigare perioder. Det skulle kunna tala för att den inte heller får alltför stora effekter på den realekonomiska utvecklingen. Osäkerheten är dock betydande både om hur de finansiella marknaderna kommer att utvecklas framöver och hur stor påverkan slutligen blir på real ekonomin.

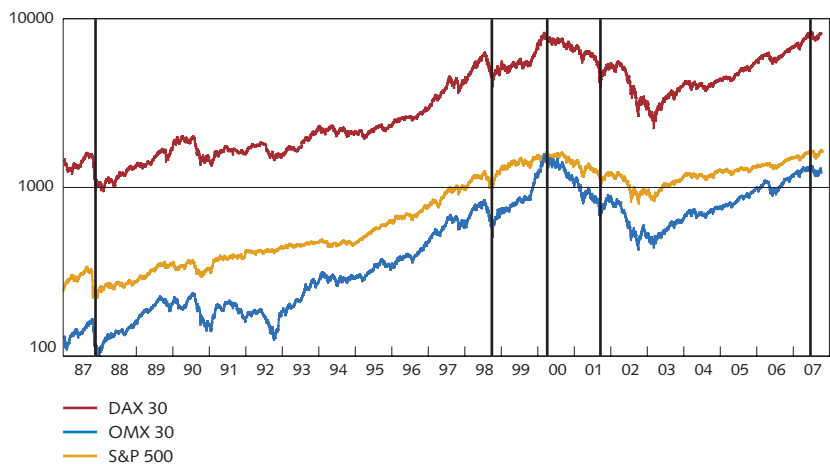
Det som förefaller vara det största hotet mot den ekonomiska utvecklingen är inte den finansiella turbulensen i sig utan snarare den försämrade situationen på den amerikanska bostads- och bolåne marknaden.⁵ På så vis liknar situationen idag den som rådde vid IT-kraschen, då båda perioderna bland annat kännetecknas av orealistiska förväntningar och spekulativa inslag som följs av en betydande korrigerings.

BNP-tillväxten i USA bedöms dämpas framöver av fortsatt minskade investeringar i bostäder. Detta följer av att efterfrågan sjunker och att antalet osålda hus har ökat till en hög nivå. En annan faktor som väntas dämpa den ekonomiska utvecklingen är att en stor del av hushållen med subprime-lån kommer att tvingas lägga om lånen till betydligt högre räntor de närmaste kvartalen. Antalet hushåll med betalningsproblem väntas därför fortsätta att öka. Det kan leda till en fortsatt press nedåt på huspriser och bostadsbyggande. Lägre bostadspriser leder till att hushållens förmögenhet minskar och dämpar därmed hushållens konsumtion. Dessutom minskar hushållens möjligheter att finansiera sin konsumtion med ökad belåning med husets värde som säkerhet.

Det kan inte uteslutas att nedgången på bostadsmarknaden i USA får större negativa effekter på sysselsättningen och hushållens konsumtionsefterfrågan än vad som förutses i huvudscenariot. Detta skulle i sin tur få negativa effekter för världsekonomin som helhet (se kapitel 2 för en analys av detta).

⁵ Till detta kan läggas risken för att viljan att äga sitt boende faller även i andra länder där bostadspriserna i många fall stigit snabbare än i USA de senaste tio åren. Detta är en riskfaktor som inkluderas i analysen av världsekonomin som görs i IMF World Economic Outlook, oktober 2007.

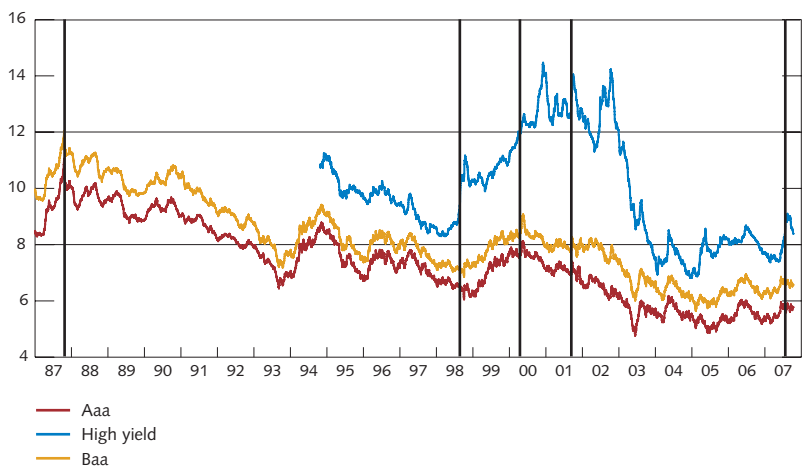
Diagram R1. Börsutvecklingen i USA, euroområdet och Sverige 1987-2007
Nivå, logaritmisk skala, index 1987 = 100



Anm. De lodräta strecken indikerar början på olika turbulenta perioder.

Källor: Bloomberg och Reuters Ecowin

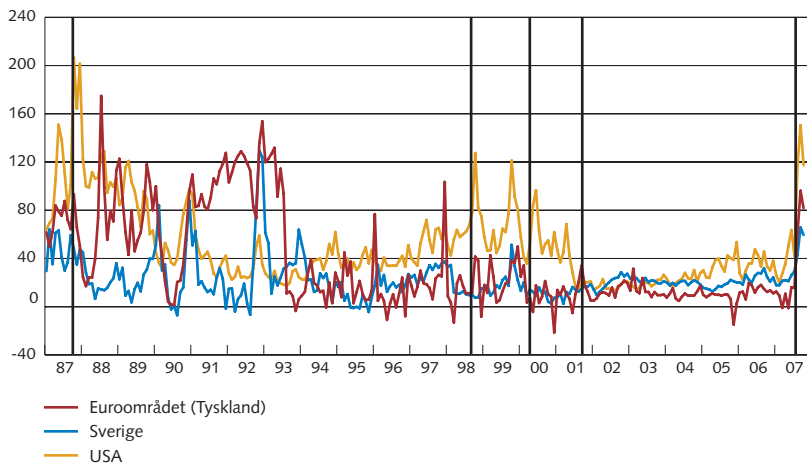
Diagram R2. Räntan på företagsobligationer i USA
Procent



Anm. De lodräta strecken indikerar början på olika turbulenta perioder.

Källor: Reuters Ecowin

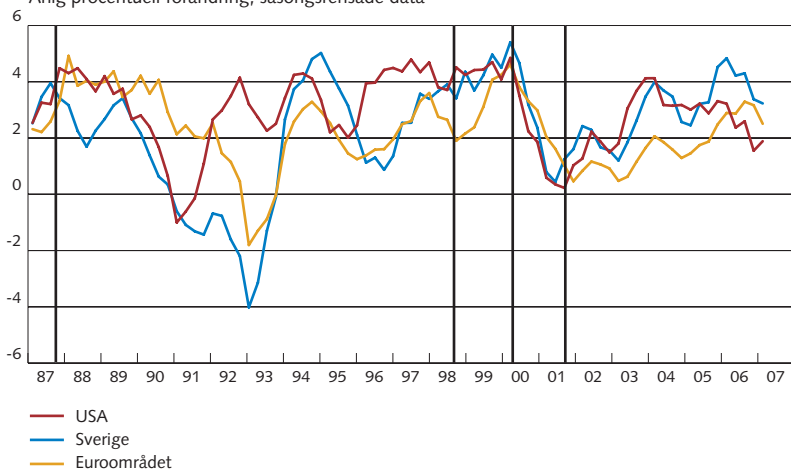
Diagram R3. Ted-spreadar i USA, euroområdet och Sverige
Räntepunkter, månadsgenomsnitt



Anm. De lodräta strecken indikerar början på olika turbulenta perioder.

Källor: Bloomberg och Reuters Ecowin

Diagram R4. BNP i euroområdet och Sverige
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. De lodräta strecken indikerar början på olika turbulenta perioder.

Källor: Bureau of Economic Analysis, ECB, Eurostat, SCB och Riksbanken

Riksbanken bedömer att en väl avvägd penningpolitik denna gång är att höja räntan med 0,25 procentenheter. Under det kommande året är det sannolikt att räntan behöver höjas ytterligare något.

Detta bedöms bidra till att inflationen mätt som UND1X beräknas ligga nära målet på 2 procent från nästa år och framåt. Samtidigt bedöms produktion och sysselsättning utvecklas balanserat. I nuläget bedöms det samlade resursutnyttjandet i ekonomin vara högre än normalt. Under prognosperioden beräknas resursutnyttjandet gradvis sjunka ned mot det normala.

En högre ränta skulle kunna motiveras om företagens kostnader ökar mer än i huvudscenariot. Detta skulle kunna inträffa om exempelvis problem med matchning på arbetsmarknaden leder till högre ökningstakt i lönerna och/eller om tillväxten i produktiviteten blir lägre. Motiv för en lägre ränta skulle kunna vara att tillväxten i omvärlden blir lägre än i huvudscenariot. Det skulle till exempel bli följden om problemen på bostadsmarknaden i USA leder till en större dämpning av konsumtion och investeringar än i huvudscenariot och om oron på de finansiella marknaderna fördjupas och leder till ytterligare kreditåtstramning.

I detta kapitel redovisar Riksbanken två typer av alternativa scenarier som skiljer sig från huvudscenariot. Först presenteras scenarier som visar vad som skulle hända med den ekonomiska utvecklingen om Riksbanken förde en annan penningpolitik än den i huvudscenariot. Därefter redovisas två scenarier som är baserade på en annan ekonomisk utveckling än i huvudscenariot och som i sin tur påverkar hur penningpolitiken förs.

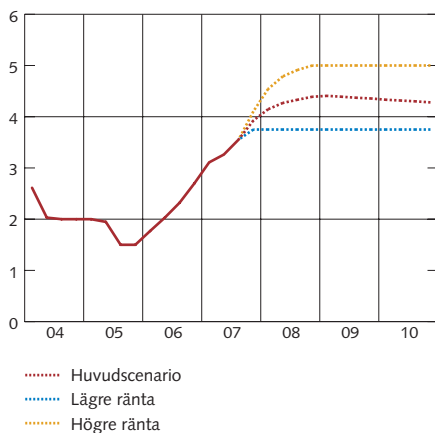
Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra. Detta visas med ett osäkerhetsintervall kring huvudscenariot (se diagram 1-4 i kapitel 1). De alternativa scenarierna är gjorda med hjälp av olika modeller som Riksbanken använder sig av, främst den allmänna jämviktsmodellen Ramses.⁶ De resultat som redovisas här ska ses som belysande exempel och illustrationer. En stor mängd andra alternativa utvecklingsvägar är också tänkbara, vilket ger upphov till den osäkerhet i prognoserna som beskrivs av osäkerhetsintervallen.

Alternativa scenarier för reporäntan

Penningpolitiken har inte sådan precision att det är möjligt att hålla inflationen exakt på 2 procent hela tiden. En väl avvägd penningpolitik innebär normalt att inflationen är nära inflationsmålet på 2 procent inom två år. Att penningpolitiken normalt inriktas på att uppnå målet inom två år beror på att penningpolitiken påverkar ekonomin med en viss fördröjning. Dessutom ger tvåårshorisonten möjlighet att gradvis återgå till målet så att penningpolitiken inte behöver reagera så kraftigt att det skapar stora svängningar i den reala ekonomin. Detta sätt att hantera avvägningen mellan inflation och real ekonomi brukar benämnas att föra en flexibel inflationsmålspolitik. För att tydliggöra att inflationen tillfälligt kan avvika från målet har inflationsmålet kompletterats med ett toleransintervall på +/- 1 procentenhet.

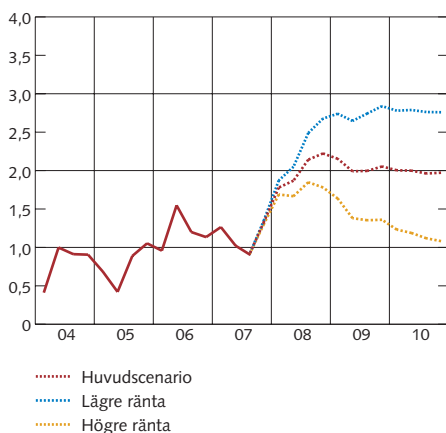
⁶ Se till exempel fördjupningen "RAMSES – ett verktyg för penningpolitisk analys" i PPR 2007:1.

Diagram 23. Reporäntean taganden
Procent, kvartalsmedelvärden



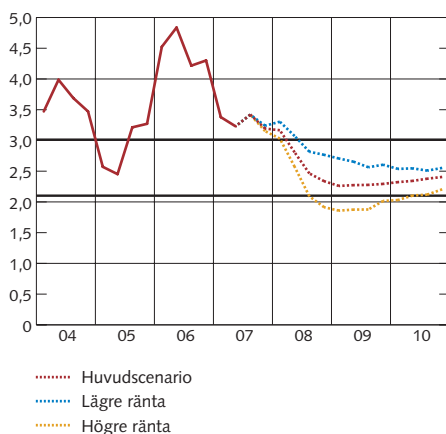
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källa: Riksbanken

Diagram 24. UND1X
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 25. BNP
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. BNP växte i genomsnitt med 2,1 procent under perioden 1980-2005 och med 3,0 procent under perioden 1998-2005. Dessa genomsnitt illustreras med horisontella heldragna linjer i diagrammet. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Reporäntans utveckling styrs alltså av en avvägning mellan att få inflationen på målet och att stabilisera svängningarna i inflation och BNP. För att belysa vilka avvägningar som görs illustreras nedan ett par alternativa scenarier för reporäntan. Det är viktigt att poängtera att det i varje situation kan finnas mer än en räntebana som ger en väl avvägd penningpolitik.

■ ■ Högre ränta ger lägre inflation och BNP-tillväxt

I detta avsnitt illustreras effekterna på BNP, arbetsmarknad och inflation av att föra en annan penningpolitik än i huvudscenariot. Två alternativscenarier visas, dels ett med en högre räntebana och dels ett med en lägre bana än den i huvudscenariot.

Om räntan höjs mer än i huvudscenariot blir efterfrågan i ekonomin lägre. En högre ränta innebär att det är mer fördelaktigt att spara. Därmed konsumerar hushållen mindre och efterfrågan minskar. En högre ränta innebär också att färre investeringsprojekt är lönsamma och tillväxten i investeringarna ökar då inte lika mycket. När efterfrågan och investeringarna blir lägre ökar produktionen långsammare, vilket gör att efterfrågan på arbetskraft blir mindre. Lönerna och därmed företagets kostnader blir då lägre. En lägre efterfrågan leder alltså i detta fall till att priserna ökar långsammare.

Hur snabbt priserna påverkas beror också på hur växelkursen utvecklas. När räntan höjs mer i Sverige än i omvärlden apprecierar växelkursen mer än i huvudscenariot. En starkare växelkurs ger lägre priser på importerade produkter. Dessutom påverkar växelkursen inflationen indirekt eftersom den även påverkar efterfrågan på svenska export- och importvaror så att handelsbalansen försämras.

■ ■ Lägre ränta ger högre inflation och BNP-tillväxt

Om räntan istället höjs mindre än i huvudscenariot blir inflationen högre än i huvudscenariot.⁷ En lägre ränta stimulerar efterfrågan och tillväxten i BNP och i arbetade timmar som blir högre än i huvudscenariot. Detta medför stigande kostnader för företagen och högre inflation.

Utvecklingen av reporäntan i det ena scenariot (kallat Högre ränta) innebär att reporäntan är cirka 0,7 procentenheter högre än i huvudscenariot om tre år (se diagram 23 och tabell A8). Räntans utveckling i det andra alternativet (kallat Lägre ränta) innebär istället att reporäntan är kvar på 3,75 procent. Om tre år är den ungefär 0,5 procentenheter lägre än banan i huvudscenariot.

Den högre räntan medför att inflationen i genomsnitt blir 0,3 till 0,8 procentenheter lägre än i huvudscenariot under de kommande åren (se diagram 24 och tabell A9). I slutet av 2010 är UND1X-inflationen i detta scenario endast 1,1 procent. Den lägre räntan däremot innebär att inflationen blir i genomsnitt 0,3 och 0,8 procentenheter

⁷ Inflationen mätt som UND1X blir högre, men inflationen mätt som KPI kan tillfälligt bli lägre. Eftersom förändringar i räntan direkt påverkar KPI (via räntekostnader för boende), men inte UND1X.

högre under åren 2008 till 2010 än i huvudscenariot. I slutet av 2010 är inflationen 2,8 procent. Jämfört med huvudscenariot blir BNP-tillväxten per år i genomsnitt 0,3 procentenheter lägre i scenariot med högre ränta och 0,3 procentenheter högre i scenariot med lägre ränta under perioden 2008 till 2010 (se diagram 25 och tabell A10).

■ Olika konsekvenser för resursutnyttjandet

En viktig fråga när man bedömer konsekvenserna för den reala ekonomin av olika slags penningpolitik är hur resurserna i ekonomin utnyttjas i utgångsläget och under prognosperioden. Det finns olika sätt att uppskatta mängden lediga resurser i en ekonomi. Ett vanligt sätt är att beräkna den procentuella avvikelser från en långsiktig trend för produktion respektive arbetade timmar (så kallade gap). Beräkningar av trenden kan exempelvis göras med hjälp av ett Hodrick-Prescott filter (se diagram 26 och 27).⁸

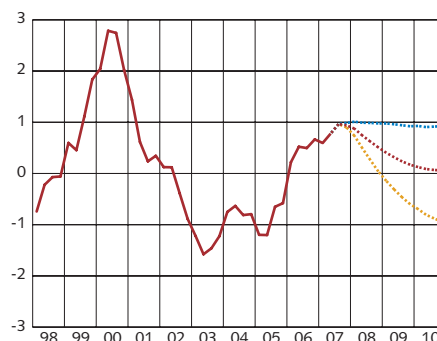
Enligt dessa mått utnyttjas mer resurser än normalt för närvarande. I huvudscenariot sjunker resursutnyttjandet mätt med produktionsgapet sakta ned mot ett normalt resursutnyttjande under prognosperioden. På arbetsmarknaden stiger resursutnyttjandet ytterligare något det närmaste kvartalet för att sedan minska och närma sig en normal nivå.

Scenariot med högre ränta ger ett lägre resursutnyttjande än normalt i slutet av prognosperioden. Scenariot med lägre ränta däremot innebär att resursutnyttjandet enligt både arbetsmarknads- och produktionsgapet är kvar på en högre nivå än normalt under hela prognosperioden.

Riksbanken studerar även andra mått på den realekonomiska utvecklingen. Prognoser för utvecklingen i arbetade timmar, sysselsättningsgrad och öppen arbetslöshet redovisas i diagram 28-30. I diagrammen visas också historiska genomsnitt för två perioder, 1980-2005 och 1998-2005. Dessa genomsnitt ger en bild av vad som kan ses som en normal utveckling i ett historiskt perspektiv för respektive variabel men behöver för den skull inte vara rimliga långsiktiga jämviktsvärden. Ett problem med de historiska medelvärdena på arbetsmarknaden är att det skett stora förändringar under senare år. Den nivå på till exempel arbetslösheten som är förenlig med en stabil ekonomisk utveckling har troligtvis ändrats. Krisen i början på 1990-talet medförde att arbetslösheten steg markant och denna förändring präglar fortfarande genomsnittet. Det gör det svårt att bedöma vilken nivå på arbetslösheten och sysselsättningen som är långsiktigt hållbar.

I alternativscenariot med lägre ränta sjunker arbetslösheten ner mot 3,9 procent i slutet av prognosperioden, medan den högre räntebanan medför en arbetslöshet på cirka 4,8 procent vid samma tidpunkt.⁹ Scenariot med högre ränta innebär att den för närvarande höga aktiviteten i ekonomin enligt olika mått på realekonomisk ut-

Diagram 26. Produktionsgap (BNP)
Procentuell avvikelse från HP-trend

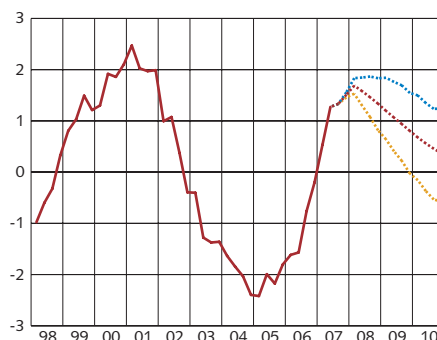


..... Huvudscenariot
..... Lägre ränta
..... Högre ränta

Anm. HP-gapen är BNP:s avvikelse från huvudscenariots HP-trend. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 27. Arbetsmarknadsgap
Procentuell avvikelse från HP-trend

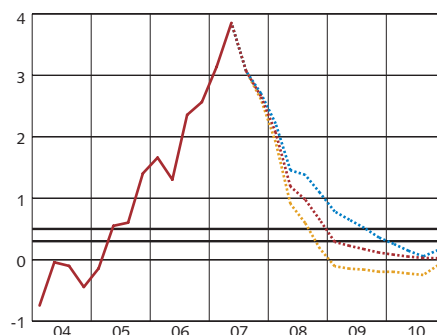


..... Huvudscenariot
..... Lägre ränta
..... Högre ränta

Anm. HP-gapen är arbetade timmars avvikelse från huvudscenariots HP-trend. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 28. Arbetade timmar
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data



..... Huvudscenariot
..... Lägre ränta
..... Högre ränta

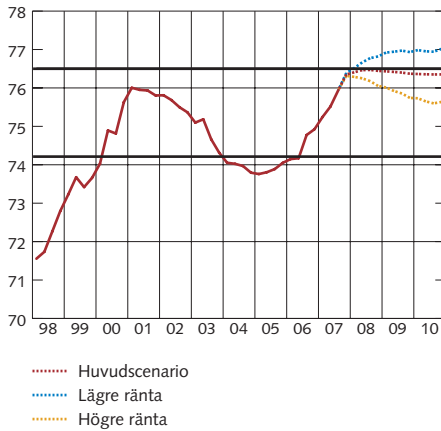
Anm. Arbetade timmar växte i genomsnitt med 0,3 procent under perioden 1980-2005 och med 0,5 procent under perioden 1998-2005. Dessa genomsnitt illustreras med horisontella heldragna linjer i diagrammet. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

⁸ Se ordlista för närmare beskrivning av metoden.

⁹ Arbetslöshet beräknad enligt den gamla definitionen. Från och med oktober i år börjar Statistiska centralbyrån redovisa ett nytt arbetslöshetstal som överensstämmer med EU:s förordningar, se fotnot 3 i kapitel 1.

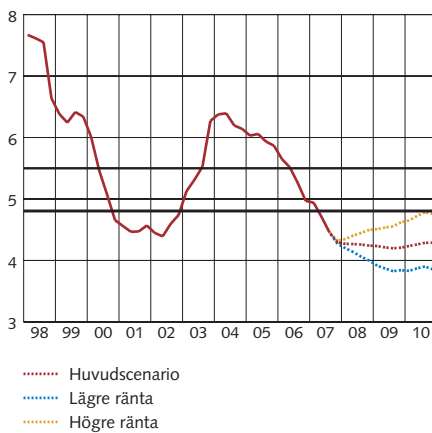
Diagram 29. Sysselsättningsgrad
Procent, säsongrensade data



Anm. Andel sysselsatta i förhållande till befolkningen i åldrarna 16-64 år. Den genomsnittliga sysselsättningsgraden var 76,5 under perioden 1980-2005 och 74,2 procent under perioden 1998-2005 enligt Riksbankens länkning av den gamla AKU till den nya. Dessa genomsnitt illustreras med horisontella heldragna linjer i diagrammet. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 30. Öppen arbetslöshet
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Anm. Den öppna arbetslösheten var i genomsnitt 4,8 procent under perioden 1980-2005 och 5,5 procent under perioden 1998-2005. Dessa genomsnitt illustreras av horisontella heldragna linjer i diagrammet. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

veckling dämpas snabbt, medan scenariot med lägre ränta innebär att nivån på aktiviteten stiger ytterligare eller är kvar på en hög nivå.

Riksbanken bedömer att utvecklingen i huvudscenariot är förenlig med en balanserad utveckling på arbetsmarknaden och i realekonomin under prognosperioden samtidigt som inflationen är i närheten av målet.

Om reporäntan höjs mindre än i huvudscenariot bedöms inflationen ligga kvar över 2 procent de kommande åren, samtidigt som resursutnyttjandet både på arbetsmarknaden och inom produktionen bedöms ligga på en ohållbart hög nivå. En högre reporänta än i huvudscenariot skulle leda till att UND1X-inflationen ligger klart under målet på ett par års sikt.

Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen

I detta avsnitt redovisas två alternativa scenarier. I det första scenariot beskrivs hur penningpolitiken, inflationen och BNP-tillväxten reagerar om lönerna ökar mer än i huvudscenariot på grund av problem med matchning mellan utbud och efterfrågan på arbetskraft samtidigt som produktiviteten i Sverige blir lägre. I det andra scenariot beskrivs vad som händer i Sverige om tillväxten i USA och omvärlden blir lägre, exempelvis på grund av fortsatta problem på bostadsmarknaden i USA.

Huvudscenariot bygger på en bedömning där olika scenarier har vägts ihop. Nedan illustreras prognoser för ett antal variabler i två specifika alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen i Sverige och i omvärlden. Det är viktigt att poängtera att beräkningarna här utgår från att Riksbanken inte har full information från början om den framtida ekonomiska utveckling som ett visst alternativscenariot för med sig, utan istället successivt blir varse detta under prognosperioden. Detta innebär naturligen att penningpolitiken anpassas mer gradvis än om all information vore tillgänglig omedelbart.

Om något liknande dessa alternativa scenarier verkligen skulle inträffa så kan penningpolitiken komma att avvika från vad som visas här eftersom den också beror på hur omständigheterna i övrigt ser ut.

■ ■ Högre reporänta om lönerna stiger mer och produktiviteten blir lägre

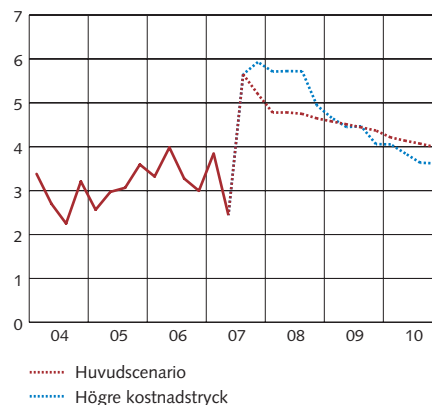
I det första alternativscenariot antas nominallönerna öka mer än i huvudscenariot samtidigt som produktiviteten växer långsammare. Detta leder till att kostnadstrycket blir högre än i huvudscenariot.

Antalet sysselsatta växer snabbare under 2007 än i bedömningen i föregående penningpolitiska rapport. Detta medför att arbetslösheten minskar mer än väntat. Bakom huvudscenariot ligger en bedömning av hur mycket lönerna kommer att öka som följd av detta. Arbetsmarknaden antas fungera relativt väl, så att företag kan hitta den kompetens de söker. Men arbetslösheten är lägre nu än tidigare. Om företagen får svårt att hitta personer med rätt utbildning eller erfarenhet, kan det leda till att lönerna ökar mer än väntat (se diagram 31 och tabell A13).

Den snabba tillväxten i antalet sysselsatta har också bidragit till att tillväxten i produktiviteten har varit överraskande låg de senaste kvartalerna (se diagram 32). I huvudscenariot antas detta vara tillfälligt och produktiviteten väntas åter börja stiga och närma sig den långsiktiga trendtillväxten på drygt 2,2 procent under 2009. Men det finns en risk att den svaga utvecklingen i produktiviteten är ett mer långvarigt fenomen än vad som antas i huvudscenariot.

Både lägre produktivitet och högre löner leder till att BNP-tillväxten blir lägre (se diagram 33). De högre löneökningarna leder till att efterfrågan på arbetskraft minskar, vilket får som följd att BNP och

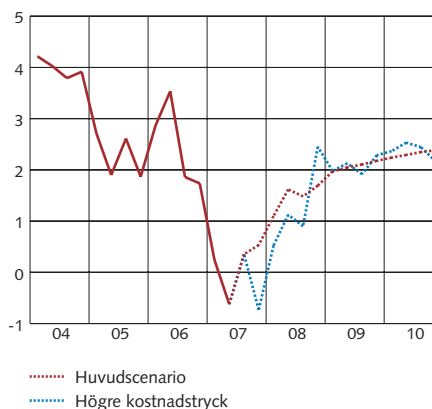
Diagram 31. Timlön, scenario med högre kostnadstryck
Årlig procentuell förändring



Anm. Lön per timme enligt nationalräkenskaperna. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

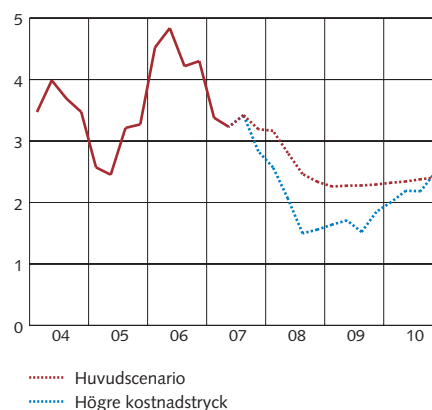
Diagram 32. Arbetsproduktivitet, scenario med högre kostnadstryck
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

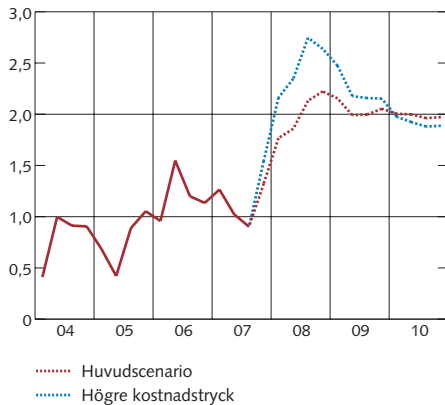
Diagram 33. BNP, scenario med högre kostnadstryck
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

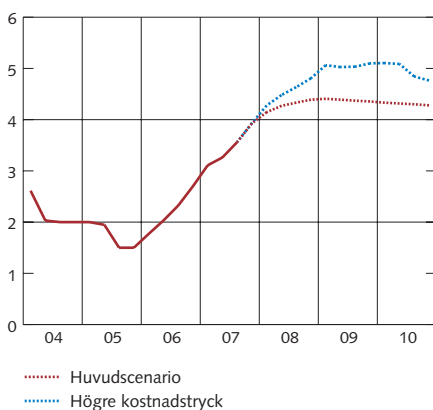
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 34. UND1X, scenario med högre kostnadstryck
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 35. Reporänta, scenario med högre kostnadstryck
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källa: Riksbanken

sysselsättning ökar i långsammare takt. När produktiviteten växer långsammare än i huvudscenariot medför det att företagen kan producera mindre med samma insats av arbetskraft och BNP ökar därför också långsammare.

Trots att den lägre produktiviteten leder till att tillväxttakten i BNP faller så ökar antalet arbetade timmar mer än i huvudscenariot initialt (se tabell A13). Detta beror huvudsakligen på att priser och nominallöner är trögrörliga. Priserna på produktionen ökar därför relativt långsamt när produktiviteten faller. Detta gör att efterfrågan på varor och tjänster blir något högre än den hade varit om priserna hade ändrats direkt. För att produktionen ska kunna möta efterfrågan måste därför företagen anställa fler personer.

Både en lägre tillväxt i produktiviteten och högre löner påverkar företagens kostnader som blir högre än i huvudscenariot. Nuvarande och framtida kostnader bestämmer i huvudsak inflationen. Högre kostnader leder till högre inflation, vilket in sin tur medför högre reporänta (se diagram 34 och 35).

Reporäntan höjs successivt för att motverka den högre inflationen, och är som mest cirka 0,8 procentenheter högre än i huvudscenariot i mitten på 2010. Inflationen kommer trots detta att överstiga målet på 2 procent med 0,5 procentenheter under 2008. BNP-tillväxten blir sammantaget cirka 1,5 procentenheter lägre under prognosperioden. Inflationen tillåts vara klart över målet på 2 procent det närmaste året, eftersom tillväxten i BNP blir lägre än i huvudscenariot.

■ ■ Svagare tillväxt i omvärlden leder till lägre inflation och ränta

I det andra alternativscenariot blir tillväxten i omvärlden svagare än i huvudscenariot. Det finns en risk att den ekonomiska tillväxten i USA blir lägre än väntat. Detta skulle kunna inträffa om till exempel priserna på bostadsmarknaden fortsätter att sjunka och dämpar de amerikanska hushållens konsumtion och investeringarna i bostäder mer än vad som antas i huvudscenariot. Tillväxten i omvärlden skulle också kunna bli lägre om oron på de finansiella marknaderna fördjupas och framkallar en ytterligare kreditåtstramning.

Om efterfrågan faller i USA påverkar det resten av världen som också får en lägre tillväxt och inflation. Detta bedöms leda till att både den amerikanska centralbanken Federal Reserve och andra centralbanker i omvärlden sänker räntan.

Tillväxten i omvärlden antas bli 0,25 procentenheter lägre per kvartal i ett år, vilket medför att inflationen blir 0,1 till 0,2 procentenheter lägre per år under 2008 till 2010 (se tabell A14). Räntan i omvärlden sänks successivt fram till i början av 2009 då den är cirka 0,8 procentenheter lägre än i huvudscenariot.

När tillväxten i omvärlden blir lägre minskar efterfrågan på svensk export. BNP-tillväxten i Sverige avtar därmed (se diagram 36 och tabell A14). När efterfrågan blir svagare höjs inte priserna lika mycket och inflationen blir lägre, vilket medför att räntan blir lägre än i huvudscenariot (se diagram 37 och 38). Men räntan i Sverige sänks mindre än i omvärlden under prognosperioden, vilket innebär att växelkursen apprecierar. En starkare växelkurs leder i sin tur till att priserna på importerade varor blir lägre och också till en ännu svagare efterfrågan på svensk export.

För att motverka en alltför kraftig nedgång i tillväxten i BNP och i inflationen i Sverige behöver räntan vara lägre än i huvudscenariot. Först i slutet av 2010 är den cirka 4 procent. Detta bidrar till att inflationen bara är något lägre än i huvudscenariot och tillbaka på 2 procent i slutet av 2009. Tillväxten i BNP sjunker under 2008 och sedan stiger den igen och når huvudscenariots nivå under 2010.

En viktig förklaring till att både inflationen och BNP-tillväxten blir lägre än i huvudscenariot är att Riksbanken inte antas ha full information från början om den framtida ekonomiska utveckling som detta alternativscenario för med sig, utan istället gradvis blir varse detta under prognosperioden.

Diagram 36. BNP, scenario med svagare efterfrågan i omvärlden
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data

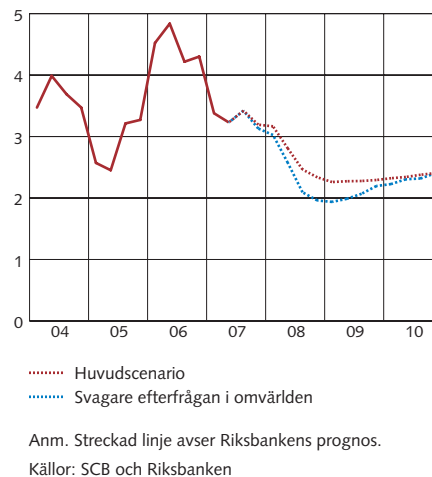


Diagram 37. UND1X, scenario med svagare efterfrågan i omvärlden
Årlig procentuell förändring

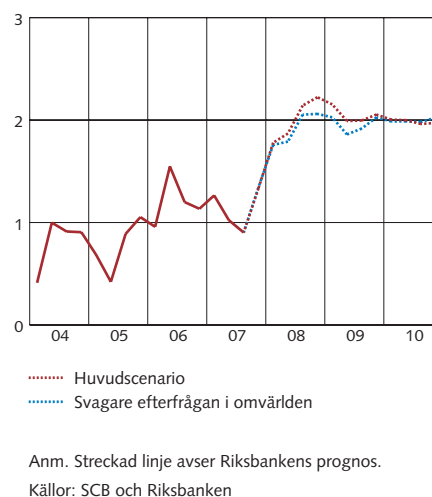
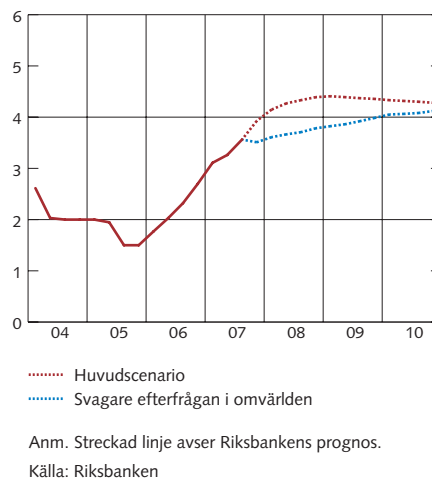


Diagram 38. Reporänta, scenario med svagare efterfrågan i omvärlden
Procent, kvartalsmedelvärden



Tillväxten i världen är fortsatt stark även om fördelningen mellan länderna har ändrats något sedan förra rapporten. En svagare utveckling i USA och euroområdet balanseras av en starkare utveckling i bland annat Asien och Östeuropa. Sveriges export av varor har dock dämpats. Den svenska ekonomin fortsätter att växa relativt snabbt, ungefär som förväntat. Nyinkomna indikatorer, till exempel

Konjunkturbarometern och industriproduktionen, tyder dock på en viss avmattning under den allra senaste tiden vilket kan vara relaterat till den senaste tidens finansiella turbulens. Antalet sysselsatta har ökat snabbt under det senaste året. Det samlade resursutnyttjandet i ekonomin bedöms i nuläget vara högre än normalt. Kostnadstrycket ökar och inflationen stiger, dock från en fortfarande relativt låg nivå.

■ Oro på de finansiella marknaderna

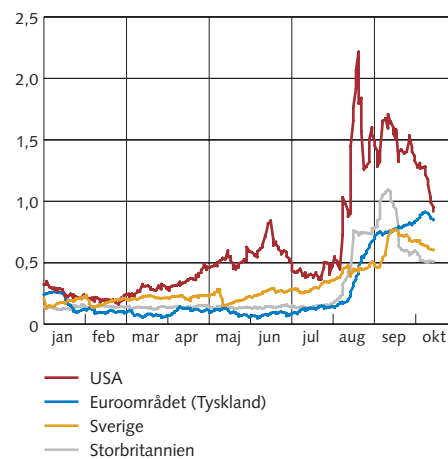
De senaste månaderna har utvecklingen på de finansiella marknaderna varit turbulent. Turbulensen härrör från den amerikanska marknaden för så kallade subprime-lån, det vill säga lån som getts till personer med svag kreditvärdighet där vanliga bostadslån inte varit något alternativ. Subprime-låntagaren har ibland fått en låg räntekostnad de första åren, för att först senare möta den varaktiga kostnaden. Detta i kombination med dämpningen av bostadsmarknaden i USA har medfört betydande svårigheter för institut som haft subprime-lån som sin huvudsakliga affärsidé.

Att det som vid en första anblick kan tyckas vara ett nationellt problem nu fått globala effekter följer av att dessa lån sålts vidare till investerare i hela världen. Det har visat sig vara oklart vem som i realiteten bär kreditriskerna. Detta har lett till en allmän motvilja mot risk som resulterat i stigande räntor bland annat på interbankmarknaderna. Utvecklingen för säkra tillgångar, såsom exempelvis statsobligationer, har varit den motsatta, med stigande efterfrågan och sjunkande räntor som följd (se diagram 39).

Turbulensen på de finansiella marknaderna har även lett till ingripanden från centralbankerna. ECB har vid flera tillfällen tillhållit extra likviditet för att stabilisera de korta räntorna, den första extra repotransaktionen genomfördes 9 augusti. I USA genomförde Federal Reserve liknande åtgärder liksom även centralbanker i en del andra länder. I Sverige har penningmarknaden och det finansiella systemet fungerat väl och Riksbanken har inte vidtagit några extraordinära åtgärder.

I Sverige har alltså effekterna av oron på de finansiella marknaderna hittills varit begränsade. Men även här har interbankräntor stigit och hushåll och företag möter nu en något högre upplåningskostnad än vad som annars skulle varit fallet. Diagram 40 visar STIBOR-räntan (STockholm InterBank Offered Rate). STIBOR är en referensränta som används i många lånekontrakt. I takt med att STIBOR stigit har det medfört ökade finansieringskostnader för företag och privatpersoner. Uppgången i STIBOR de senaste månaderna har varit större än vad som varit motiverat av förväntningar om reporäntan; en viss ytterli-

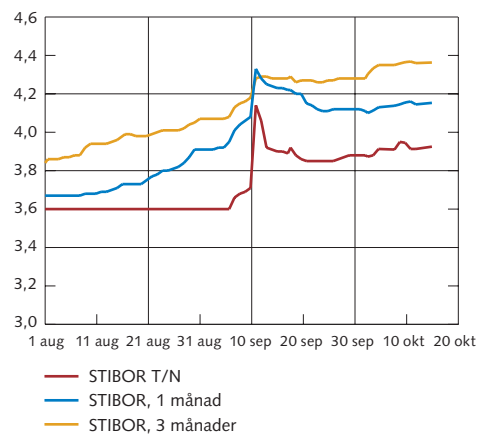
Diagram 39. Skillnad mellan interbankräntor och statspappersräntor under 2007
Procentenheter



Anm. Differensen är beräknad som skillnaden mellan tre månaders interbankränta och tre månaders statskuldväxel i respektive land.

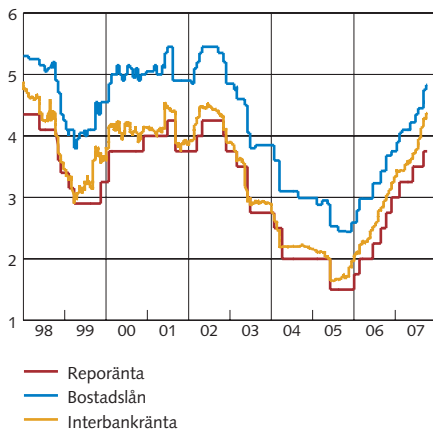
Källa: Riksbanken

Diagram 40. Referensränta i Sverige
Procent



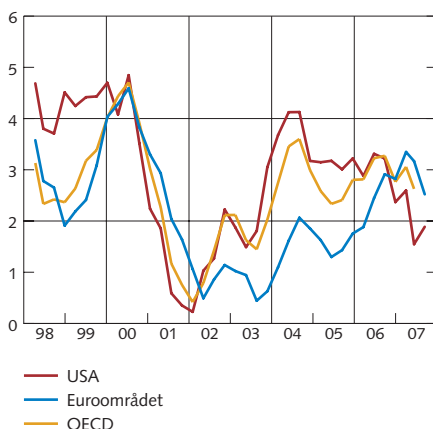
Anm. STIBOR T/N avser dagslåneräntan från imorgon till i övermorgon.

Källa: Riksbanken

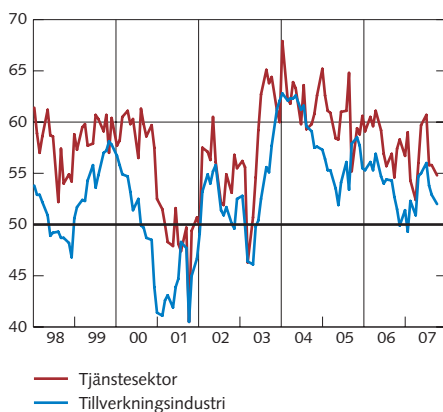
Diagram 41. Räkntor i Sverige
Procent

Anm. Avser tre månaders boräknta från SBAB samt tre månaders interbankräknta.

Källor: SBAB och Riksbanken

Diagram 42. BNP
Årlig procentuell förändring

Källor: Eurostat, OECD och US Department of Commerce

Diagram 43. Inköpschefsindex i USA
Index, oförändrad aktivitet = 50

Källa: Institute for Supply Management

gare kreditåstramning har alltså skett (se diagram 41). Uppgången i räkntorna som hushåll och företag möter begränsar sig dock till ett par tiondels procentenheter.

■ ■ Nedgång på bostadsmarknaden och finansiell oro ger svagare tillväxt i USA

Det har skett en dämpning av BNP-tillväxten i USA under det senaste året (se diagram 42). Såväl ökningen i antalet arbetade timmar som produktivitetstillväxten har dämpats. BNP-tillväxten under andra kvartalet blev emellertid högre än vad som förväntades i den penningpolitiska rapporten i juni. Det berodde huvudsakligen på ett starkare bidrag från nettoexporten. Både den privata konsumtionen och investeringarna blev däremot lägre än väntat. Den senaste månadsstatistiken tyder på en överraskande stark konsumtionstillväxt i juli och augusti trots det fortsatta raset på bostadsmarknaden. Antalet osålda bostäder fortsätter dock att öka. Detta är resultatet av en korrigering av tidigare överinvesteringar och delvis en följd av problemen på den amerikanska subprime-marknaden. Bostadspriserna faller på många håll, vilket dämpat bygginvesteringarna och i viss utsträckning hushållens konsumtion.

Många företag, liksom de flesta hushåll, har fortsatt starka balansräkningar. Inköpschefsindex har dämpats under de senaste månaderna men är fortfarande på en nivå som indikerar tillväxt (se diagram 43). Tillväxten i sysselsättningen har dämpats något det senaste året (se diagram 44).

En allmänt ökad osäkerhet och minskad vilja att investera i riskfyllda tillgångar ledde till högre riskpremier och en sjunkande börs i augusti. Därefter har dock börsen återhämtat sig och riskpremierna sjunkit något. Federal Reserve sänkte styrräkntan med 50 räntepunkter till 4,75 procent den 18 september till följd av utvecklingen på de finansiella marknaderna, avmattningen i den amerikanska ekonomin samt en avtagande inflation. Kärninflationen har fallit succesivt under 2007 och var i september 2,1 procent.

■ ■ Tillväxten i Europa har saktat in

Tillväxten i euroområdet var god under årets första månader (se diagram 42). BNP ökade med 0,7 procent under första kvartalet jämfört med föregående kvartal. Under andra kvartalet dämpades tillväxten till 0,3 procent. Investeringstillväxten bromsade upp samtidigt som hushållens konsumtion ökade måttligt från första till andra kvartalet. Det blev ingen tydlig rekyl i konsumtionsefterfrågan efter första kvartalet, trots att momshöjningen i Tyskland torde ha dämpat konsumtionen i början av året.

Samtidigt som tillväxten i euroområdet BNP dämpades under andra kvartalet fortsatte sysselsättningen att öka i god takt. Därmed blev produktivitetstillväxten svag. Produktiviteten, mätt som produktion per sysselsatt, föll mellan första och andra kvartalet.

Månadsdata för euroområdet visar att tillväxten i industriproduktionen har dämpats under våren och sommaren. Samtidigt har tillväxten i detaljhandeln varit måttlig. Enkätdata visar att tillförsikten har varit relativt stor inom tillverkningsindustrin även om den har fallit tillbaka under de senaste månaderna (se diagram 45). Konsumentförtroendet i euroområdet har också fallit de senaste månaderna (se diagram 46). Inflationen i euroområdet har varit marginellt lägre än vad som förutsågs i juni.

I Storbritannien steg BNP med 0,7 procent under första kvartalet och med 0,8 procent under andra kvartalet, jämfört med kvartalet tidigare. Tjänstesektorerna, som svarar för ungefär tre fjärdedelar av produktionen i den brittiska ekonomin, fortsatte att växa i god takt. Även i tillverkningsindustrin var tillväxten relativt hög under andra kvartalet. Inflationen har dämpats i Storbritannien sedan i våras då KPI-inflationen översteg 3 procent. Energipriserna, som var en viktig faktor bakom uppgången, har därefter bidragit till att dämpa inflationen som i september uppgick till 1,8 procent.

I Finland har tillväxten i BNP återigen visat sig vara överraskande stark. Uppgifter för första kvartalet, som inte kunde beaktas i den förra penningpolitiska rapporten, visar att BNP ökade med 0,7 procent från kvartalet innan. Under andra kvartalet växte den finska ekonomin med 0,9 procent. Under första halvåret har Finlands BNP ökat med omkring 5 procent, jämfört med första halvåret i fjol.

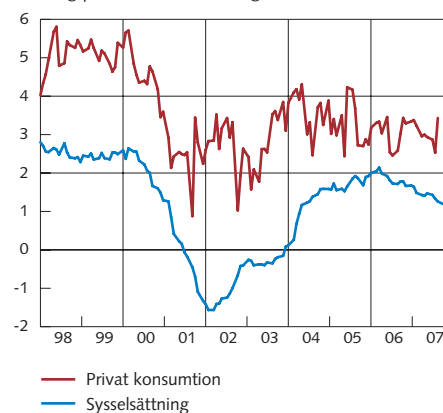
Även i Norge var tillväxten mycket stark under första halvåret 2007. Fastlandsekonomin växte med 1,6 procent under första kvartalet och med 1,3 procent under andra kvartalet, jämfört med närmast föregående kvartal. Jämfört med första halvåret i fjol har BNP i fastlands-Norge ökat med cirka 5,5 procent. Både konsumtion och investeringar har ökat starkt.

I Danmark har tillväxten varit betydligt mer dämpad. Under första halvåret ökade dansk BNP med 1,6 procent jämfört med första halvåret i fjol.

■ ■ Tillväxttakten ökar i Kina medan Japan visar svagare utveckling

De östeuropeiska och asiatiska ekonomierna växer snabbt. BNP-tillväxten i Kina är fortsatt mycket stark. Under både första och andra kvartalet växte den kinesiska ekonomin med tvåsiffriga tal i årstakt. Inflationen har stigit under första halvåret i år vilket främst berott på stigande livsmedelspriser.

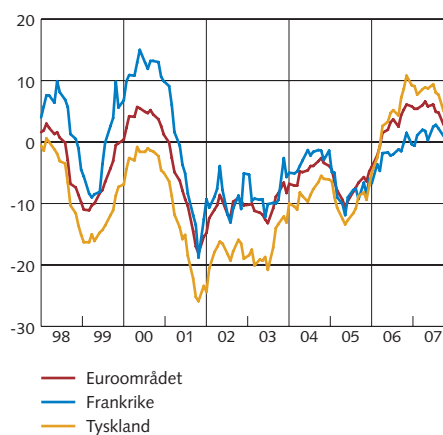
Diagram 44. Sysselsättning och privat konsumtion i USA
Årlig procentuell förändring



Anm. Sysselsättning enligt arbetsgivarenkät (non-farm payrolls).

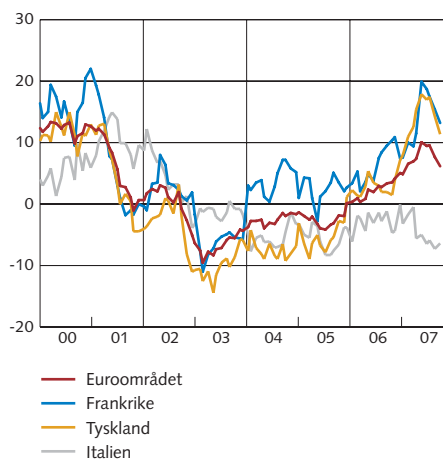
Källor: Bureau of Labor Statistics och Department of Commerce

Diagram 45. Konfidensindikatorer i tillverkningsindustrin
Nettotal



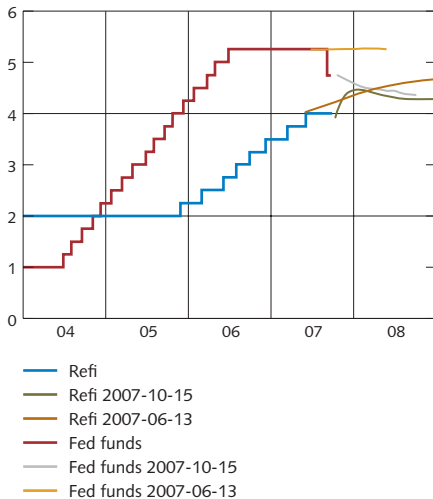
Källa: EU-kommissionen

Diagram 46. Konfidensindikatorer för hushåll
Nettotal, avvikelser från historiska genomsnitt, 1985-2006



Källor: EU-kommissionen och Riksbanken

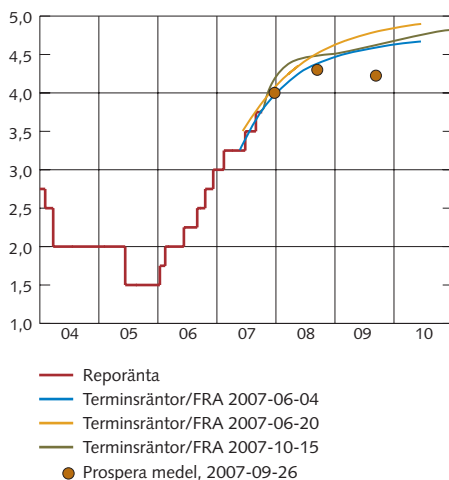
Diagram 47. Penningpolitiska förväntningar i euroområdet och USA
Procent



Anm. Förväntningar beräknade enligt implicita terminräntor för euroområdet och Fed funds kontrakt för USA.

Källa: Riksbanken

Diagram 48. Penningpolitiska förväntningar
Procent



Anm. Termräntorna beräknade med bankpapper som underlag är nedjusterade med 10 räntepunkter med anledning av att de kortaste bankpapperna (overnight räntan) normalt noteras till 10 räntepunkter över reporäntan. Dessa 10 räntepunkter avspeglar inte förväntningar om den framtida penningpolitiken.

Källor: Prospera Research AB och Riksbanken

I Japan ökade BNP med 0,7 procent i kvartalstakt under första kvartalet för att sedan falla med 0,3 procent under andra kvartalet. Hushållens konsumtion ökade svagt under andra kvartalet jämfört med kvartalet innan, men den svaga uppgången följde på ett par kvartal med stark tillväxt. Investeringarna minskade för andra kvartalet i följd. Indikatorer i form av enkätdata tyder också på en fortsatt svag tillväxt i den japanska ekonomin.

■ ■ Termräntor tyder på ändrade penningpolitiska förväntningar

Sänkningen av styrräntan i USA till 4,75 procent vid septembermötet var större än vad som förväntades på de finansiella marknaderna. I samband med beslutet konstaterade Federal Reserve att sänkningen avsåg att neutralisera de negativa effekter som den finansiella turbulensen åstadkommit i den amerikanska ekonomin. I dagsläget tyder prissättningen på de finansiella marknaderna på att styrräntan i USA förväntas att gradvis sänkas under det närmaste halvåret (se diagram 47).

I euroområdet har räntan lämnats oförändrad på 4 procent. Förväntningarna på längre sikt har sjunkit något i euroområdet sedan juni (se diagram 47). För de närmaste månaderna är det svårt att veta om prissättningen på de finansiella marknaderna verkligen speglar de penningpolitiska förväntningarna på ett rättvisande sätt eftersom osäkerheten på marknaderna yttrar sig i riskpremier som är svåra att skilja från förväntningar om framtida räntor. Detta är ett problem även under normala omständigheter, men blir mer uttalat i tider av finansiell oro.

■ ■ Något nedjusterade termräntor på sikt även i Sverige

Termräntorna i Sverige steg något efter publiceringen av den penningpolitiska rapporten i juni. Till detta bidrog troligen Riksbankens uppjusterade prognos för den framtida reporäntebanan tillsammans med fortsatt stark inhemsk statistik. Sedan dess har bilden delvis förändrats (se diagram 48). Förväntningarna har nu skiftat ned något på

lite längre sikt. För Sveriges del är det också osäkert om prissättningen på de finansiella marknaderna i nuläget korrekt avspeglar de penningpolitiska förväntningarna. Enkätundersökningar bekräftar bilden av att förväntningarna är något nedjusterade på lång sikt vilket troligen hänger samman med nedreviderade tillväxtutsikter.

■ ■ Långa räntor har fallit tillbaka

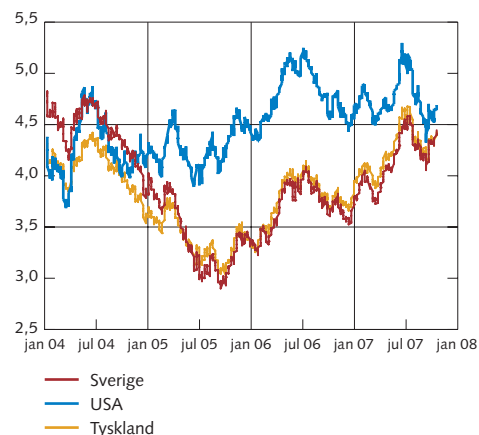
När den penningpolitiska rapporten publicerades i juni hade de långa räntorna stigit internationellt, vilket ansågs vara ett tecken på förväntningar om en fortsatt stark ekonomisk utveckling. Sedan juni har långa räntor sjunkit kraftigt, främst i USA, men även i euroområdet och Sverige. Den finansiella turbulensen har lett till att efterfrågan på säkra tillgångar såsom statsobligationer har ökat, vilket bidragit till nedgången i räntorna (se diagram 49). Trots nedgången är nivåerna fortfarande något högre för euroområdet och Sverige än vad som var fallet i början av året. Detta kan ha samband med att tillväxtutsikterna för dessa områden inte uppfattats ha påverkats negativt i samma utsträckning som för USA.

■ ■ Kraftig dollarförsvagning

Mellan mitten av juni och mitten av augusti höll sig dollarn förhållandevis stabil mot euron. Sedan dess har dock dollarn försvagats kraftigt och nått de svagaste nivåerna sedan euron introducerades 1999. Dollarförsvagningen hänger sannolikt samman med nedreviderade tillväxtprognoser i USA och därmed förväntningar om lägre styrränta, men den kan också ha ett samband med mer långsiktiga obalanser som USA:s bytesbalansunderskott.

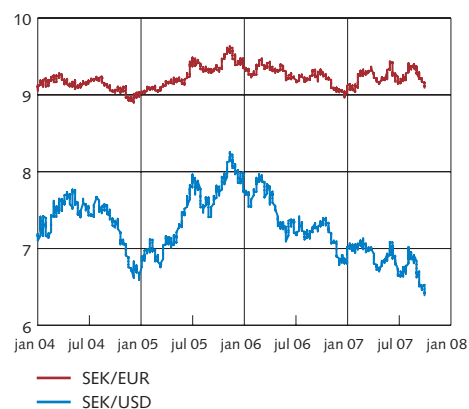
I samband med publiceringen av den föregående penningpolitiska rapporten förstärktes kronan. Mellan mitten av juli och mitten av augusti försvagades den sedan (se diagram 50). Den senaste tiden har kronan återigen förstärkts. Utfallet för tredje kvartalet var i genomsnitt något svagare än prognosen i junirapporten (se diagram 51). Förstärkningen på senare tid gör att nivån är något starkare än den tidigare prognosen för fjärde kvartalet.

Diagram 49. Långa räntor
Procent



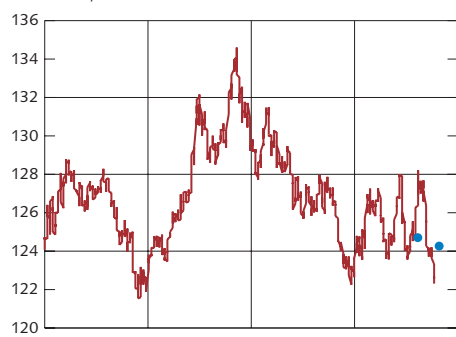
Anm. Statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.
Källa: Riksbanken

Diagram 50. Växelkursutveckling
SEK/EUR och SEK/USD



Källa: Riksbanken

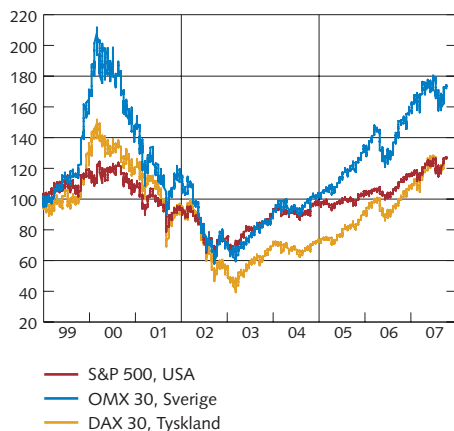
Diagram 51. Konkurrensvägd växelkurs, TCW
Index, 1992-11-18 = 100



● Prognos för tredje och fjärde kvartalet i PPR 2007:2

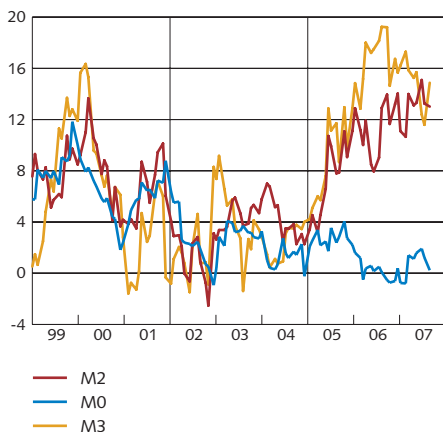
Källa: Riksbanken

Diagram 52. Börsutveckling
Index, 1999-01-01 = 100



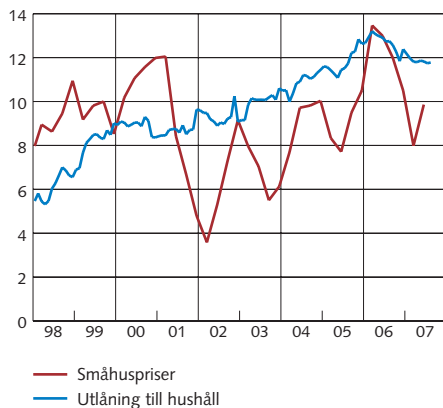
Källa: Reuters Ecowin

Diagram 53. Penningmängd
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 54. Småhuspriser och total utlåning till svenska hushåll
Årlig procentuell förändring



Anm. Kvartalsvisa observationer av småhuspriser och månatliga för utlåning till hushåll.

Källor: SCB och Riksbanken

■ ■ Turbulensen har även drabbat aktiebörserna

Aktiepriserna utvecklades starkt fram till i mitten av juli (se diagram 52). Efterföljande finansiella turbulens ledde sedan till en nedgång. Stockholmsbörsen drabbades relativt hårt. Utvecklingen i Sverige har å andra sidan varit exceptionellt stark de senaste åren och vinstutvecklingen i svenska bolag var fortsatt god första halvåret. På senare tid har farhågor om att vinsterna i svenska exportberoende företag ska dämpas bland annat till följd av en svagare dollar gjort avtryck på börsutvecklingen i Stockholm.

■ ■ Tillväxten i penningmängden fortsatt hög

Penningmängden enligt M0 (allmänhetens innehav av sedlar och mynt) ökade under våren något mer än vad som varit fallet det senaste året (se diagram 53). Under juli och augusti har ökningstakten avtagit och är nu åter nära noll. Penningmängden mätt som M2 (som också inkluderar hushållens och företagets bankinlåning) samt M3 har fortsatt att öka starkt. M3 inkluderar också allmänhetens innehav av andelar i penningmarknadsfonder och räntebärande värdepapper med en löptid upp till 2 år utgivna av svenska banker, bostadsinstitut och övriga kreditmarknadsföretag samt vissa typer av kortfristiga lån mot säkerhet. Allmänhetens ökade innehav av räntebärande värdepapper svarar för en stor del av den stigande ökningstakten i M3 från juli till augusti.

■ ■ Huspriser och utlåning utvecklas starkt

Prisökningstakten för småhus uppgick under andra kvartalet till nära 10 procent i årstakt (se diagram 54). Priserna på bostadsrätter har också utvecklats starkt det senare året, även om färsk mäklarstatistik tyder på en viss avmattning den allra senaste tiden. Utlåningen till hushåll från banker, bostadsinstitut och övriga kreditmarknadsföretag har bara dämpats marginellt under innevarande år och uppvisar fortfarande en årlig ökningstakt på närmare 12 procent.

■ ■ Svensk BNP i linje med prognosen

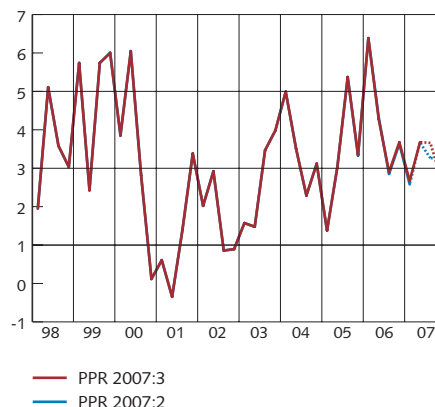
Den svenska BNP-tillväxten har dämpats ungefär enligt förväntan. Tillväxten uppgick till 0,9 procent under andra kvartalet jämfört med första kvartalet (säsongrensad), vilket motsvarar 3,7 procent uppräknat till årstakt (se diagram 55).

När det gäller indikatorer för BNP under årets tredje kvartal finns i nuläget utfallsdata för augusti och barometerdata som sträcker sig till och med september. Indikatorerna förmedlar en fortsatt relativt gynnsam bild av konjunkturen. Barometerdata, som till exempel konfidensindikatorerna i Konjunkturbarometern, har planat ut på relativt höga nivåer (se diagram 56). Konfidensindikatorerna för byggindustri, detaljhandel och privata tjänstenärningar har rört sig endast marginellt den senaste tiden, medan indikatorn för tillverkningsindustrin har varit svagt sjunkande. Den sammanfattande barometerindikatorn där konfidensindikatorerna vägs ihop med konsumentförtroendet har sjunkit två månader i rad men nivån är fortfarande relativt hög. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin är nu på en nivå som tydligt indikerar tillväxt men mindre starkt än tidigare i år. Även utfallsdata, som exempelvis industriproduktion och ordergång, tyder på viss inbromsning men ändå relativt goda ökningstal. Sammanfattningsvis bekräftar indikatorerna att det skett en viss dämpning av tillväxten i den svenska ekonomin, vilket är i linje med tidigare prognoser. Men indikatorerna tyder på att uppbromsningen är marginellt kraftigare än väntat. En viss nedrevidering av BNP-tillväxten görs därmed för årets sista kvartal.

■ ■ Fortsatt stark investeringstillväxt

Investeringarna ökade med drygt 10 procent under första halvåret jämfört med samma period förra året. Investeringstillväxten i näringslivet (exklusive bostäder) har tagit fart efter en något svagare period förra året, medan ökningstakten för investeringar i bostäder och i offentliga myndigheter har dämpats på senare tid (se diagram 57). Den dämpade ökningstakten i de offentliga investeringarna bör dock tolkas

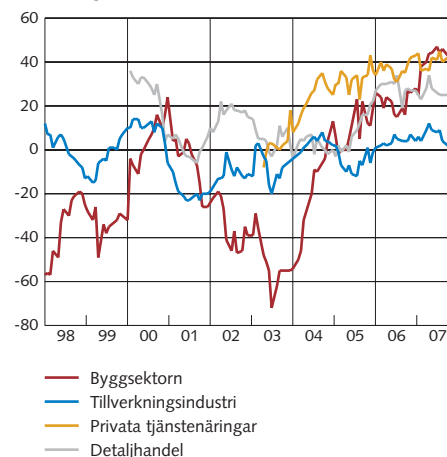
Diagram 55. BNP
Kvartalsförändring i procent, uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

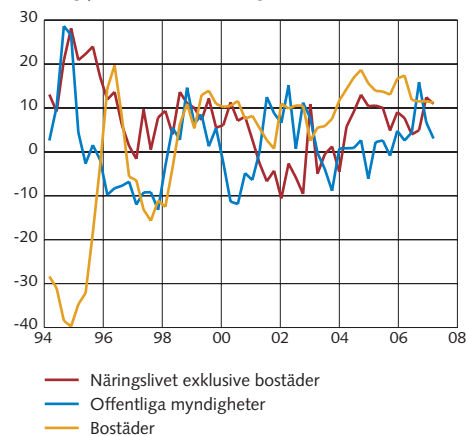
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 56. Konfidensindikatorer i näringslivet
Säsongrensade netttotal



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 57. Fasta bruttoinvesteringar
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

med försiktighet eftersom kvartalsstatistiken är volatil och brukar revideras kraftigt. Utfallet för de fasta bruttoinvesteringarna under andra kvartalet var i linje med prognosen i junirapporten. Bedömningen av investeringstillväxten för helåret 2007 är i stort sett oförändrad jämfört med junirapporten.

■ ■ Dämpad tillväxt på exportmarknaden

Den totala importen av varor i Sveriges viktigaste handelspartners, som tillsammans är mottagare av cirka 70 procent av den svenska varuexporten, dämpades under första halvåret 2007. Storbritanniens varuimport, som ökade kraftigt under första halvåret i fjol, minskade i volym under första halvåret i år. Importen i de nordiska grannländerna ökade under första halvåret jämfört med motsvarande period i fjol, men ökningen var betydligt lägre under andra kvartalet än under första kvartalet. Importen i euroområdet och i USA uppvisar ett liknande mönster, med en svagare ökning än tidigare.

Sammantaget ökade importen av varor i de viktigaste mottagarländerna av svensk export med drygt 3 procent under första halvåret. Euroområdets import ökade med cirka 6 procent, USA:s import med cirka 2 procent medan importen i Norden och i Storbritannien ökade med bara drygt 1 procent. Utfallet för första halvåret 2007 var lägre än väntat och det finns därför skäl att revidera ned bedömningen av exportmarknadstillväxten under innevarande år. Det lägre utfallet förklaras delvis av oväntat låg import i Storbritannien. BNP-tillväxten hos våra viktigaste handelspartners har också mattats men importen har mattats något mer än väntat i förhållande till detta.

■ ■ Utrikeshandeln bromsar in

Ökningstakten i exporten har avtagit från nästan 9 procent under 2006 till strax över 5 procent i genomsnittlig årstakt under första halvåret i år. Exporten utvecklades i stort sett i linje med prognosen. En uppdelning visar att tillväxten i varuexporten fortsatt att dämpas medan exporten av tjänster utvecklats starkt. Månadsstatistik till och med augusti antyder dock en viss återhämtning för varuexporten den senaste tiden, även om ökningstakten fortfarande är svag. Den geografiskt uppdelade varuexportstatistiken (i löpande priser) visar att det var exporten till bland annat USA, Kina och Japan som utvecklades svagt under andra kvartalet. För viktiga svenska exportländer i Europa, som står för mer än halva exportmarknaden, är bilden sammantaget starkare även om en viss dämpning har skett av ökningstakten under andra kvartalet även där, bland annat i Storbritannien.

Importen utvecklades något svagare under andra kvartalet än i juniprognosen. Importen av både varor och tjänster har dämpats. Månadsstatistik för varuimporten tyder dock på en snabbare tillväxt i början av tredje kvartalet. Sammantaget revideras importen ner för helåret 2007. Exporten nedrevideras inte lika mycket vilket innebär att

utrikeshandeln, jämfört med junirapporten, bidrar mindre negativt till efterfrågans tillväxt 2007.

■ ■ Svagare privat konsumtionstillväxt än väntat

Hushållens konsumtion växte med 2,7 procent i årstakt under andra kvartalet. Detta var något lägre än bedömningen i föregående rapport.

Ökningstakterna i både detaljhandelsomsättning och hushållens konsumtion av detaljhandelsvaror har minskat något i år jämfört med 2006 (se diagram 58). Hushållsbarometern för augusti och september visar på ett fortsatt positivt stämningläge bland hushållen beträffande arbetslösheten och den egna ekonomin, men en relativt pessimistisk syn på svensk ekonomi.

Hushållens disponibla inkomster ökar kraftigt under 2007. Detta beror bland annat på att sysselsättningen och löneinkomsterna har ökat starkt. Därutöver bidrar skattesänkningar till att hushållens disponibla inkomster ökar. Eftersom konsumtionen växer långsammare än inkomsterna ökar hushållen sitt sparande.

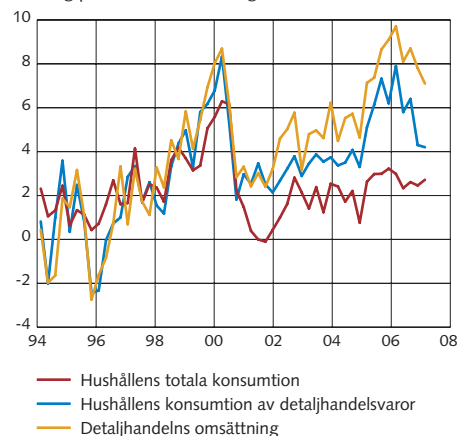
Hushållens sparkvot, som har sjunkit under de senaste åren, ökade under det första halvåret 2007 (se diagram 59). Den största delen av sparandet består av sparande i avtalspensioner och i PPM-systemet (tjänstepensioner). I nationalräkenskapernas definition av hushållens sparande ingår både finansiellt sparande och nettoinvesteringar i främst bostäder. Hushållens bostadsinvesteringar har ökat snabbt de senaste åren. Därför har hushållens totala sparande inte minskat lika mycket som det finansiella sparandet. Hushållens individuella finansiella sparande, det vill säga det finansiella sparandet exklusive tjänstepensioner, är ett bättre mått på försiktighetssparandet eftersom det består av mer likvida medel. Det har fallit betydligt som andel av de disponibla inkomsterna de senaste åren.

Det oväntat svaga utfallet för hushållens konsumtion under andra kvartalet innebär att prognosen för konsumtionstillväxten för helåret 2007 revideras ned. Till detta kommer effekterna av den finansiella turbulensen, som troligen medverkar till att sparandet ökar ytterligare. Detta kompenseras av den starka utvecklingen av de disponibla inkomsterna. Sammantaget har därför prognosen för tillväxten i den privata konsumtionen justerats ned endast marginellt för andra halvåret. Konsumtionstillväxten för helåret 2007 justeras ned med 0,4 procentenheter jämfört med bedömningen i junirapporten.

■ ■ Offentlig konsumtion fortsätter att öka

Utfallet för det första halvåret tyder på att den offentliga sektorns konsumtionsutgifter fortsätter att stiga jämförelsevis kraftigt under 2007. Det är främst kommunsektorn som ökar sin konsumtion. Ökade lönekostnader till följd av en högre sysselsättning i kommunerna bidrog till konsumtionsutvecklingen i offentlig sektor.

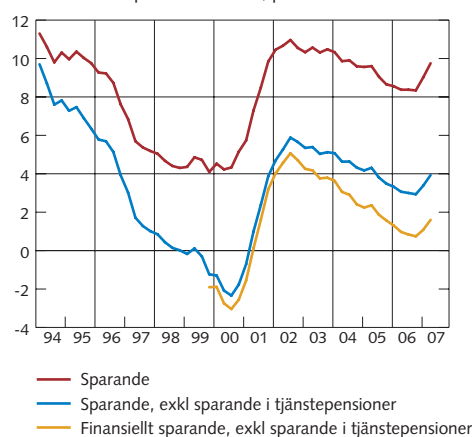
Diagram 58. Detaljhandelsomsättning och hushållens konsumtion
Årlig procentuell förändring



Anm. Ej kalenderkorrigerade värden.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

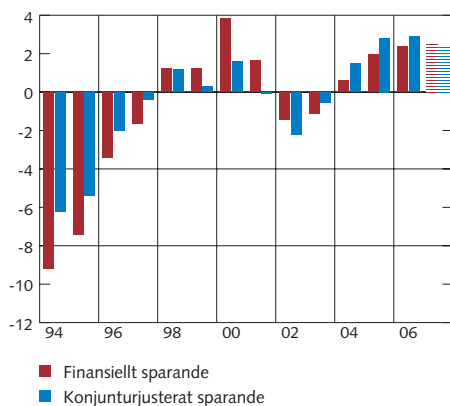
Diagram 59. Hushållens sparande
Andel av disponibel inkomst, procent



Anm. Fyra kvartals glidande medelvärde.

Källor: SCB och Riksbanken

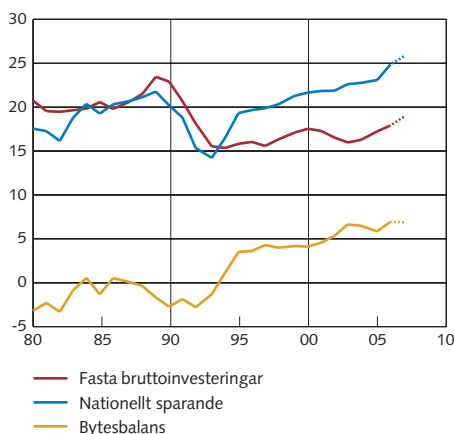
Diagram 60. Offentligt sparande
Procent av BNP



Anm. Konjunkturjusterat sparande är beräknat enligt ESCB-metoden. Se anmärkning i diagram 11. Streckad stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

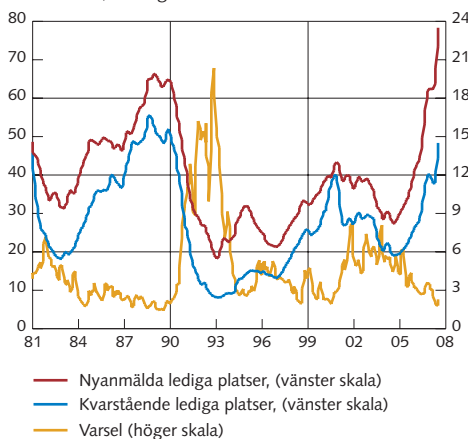
Diagram 61. Nationellt bruttosparande
Procent av BNP



Anm. Streckade linjer avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 62. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel
1000-tal, säsongrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde.

Källa: AMS

■ ■ Ytterligare förstärkning av de offentliga finanserna

Den offentliga sektorns finansiella sparande fortsätter att öka. Den starka utvecklingen i konjunkturen och ett förbättrat läge på arbetsmarknaden bidrar till att hålla uppe inkomsterna och hålla nere de offentliga utgifterna. Bland annat har statens inkomster från företagskatterna ökat kraftigt under andra kvartalet. Det finansiella sparandet beräknas i år uppgå till motsvarande 2,6 procent av BNP. Det konjunkturjusterade sparandet bedöms ligga över regeringens budgetmål på 1 procent av BNP men faller något mellan 2006 och 2007 (se diagram 60). Det är dock svårt att på ett tydligt sätt särskilja inverkan från konjunkturen från andra förändringar som påverkar det finansiella sparandet. Dessa beräkningar bör därför tolkas med försiktighet.

■ ■ Det nationella sparandet är rekordhøgt

Det nationella bruttosparandet, det vill säga summan av fasta bruttoinvesteringar och bytesbalansens saldo, väntas under 2007 motsvara cirka 26 procent av BNP. Det är den högsta noteringen under efterkrigstiden (se diagram 61). Överskottet i bytesbalansen motsvarar knappt 7 procent av BNP och de senaste åren har investeringarnas andel av BNP stigit påtagligt. Investeringsandelen är i och för sig fortfarande låg sett ur ett historiskt perspektiv, men det kompenseras alltså av ett stort överskott i bytesbalansen. Det samlade svenska (brutto)sparandet är høgt, och en större andel investeras i utlandet än vad som var fallet fram till mitten av 1990-talet. Det kan ses som en följd av globaliseringen och den ökande integrationen av världens kapitalmarknader. Det kan vara mera lönsamt att investera i realkapital i länder med relativt låg kapitalstock. Dessutom väntas utbudet av arbetskraft stiga snabbare i omvärlden än i Sverige, vilket driver upp kapitalavkastningen utomlands.

■ ■ Fortsatt snabb tillväxt i sysselsättningen

Den snabba uppgången i sysselsättningen under fjolåret och i år har huvudsakligen varit resultatet av i en ökad efterfrågan på arbetskraft i näringslivet, speciellt inom tjänstesektorn. Under andra halvåret 2006 fick fler personer arbete genom arbetsmarknadspolitiska sysselsättningsåtgärder i offentlig sektor, vilket också bidrog till den snabba ökningen.

Enligt AKU har antalet sysselsatta under tredje kvartalet ökat med 109 000 personer eller 2,5 procent jämfört med tredje kvartalet 2006, vilket är høgre än prognosen som Riksbanken gjorde i juni. Även antalet personer i arbetskraften blev något fler än bedömningen i den föregående penningpolitiska rapporten, medan andelen öppet arbetslösa har blivit något lågre.

Antalet arbetade timmar ökade oväntat snabbt under det andra kvartalet i år och medelarbetstiden för de sysselsatta steg. En förklaring till detta är att sjukfrånvaron fortsätter att minska och att antalet semesterlediga var färre än väntat i juni. Den låga semesterfrånvaron

antas tillfälligt ha bidragit till fler arbetade timmar under andra kvartalet. Detta bedöms i gengäld bidra till en svagare utveckling av antalet arbetade timmar under tredje kvartalet.

Statistik över nyanmälda lediga platser och varsel till och med september visar att arbetsmarknadsläget är fortsatt starkt (se diagram 62). Näringslivets anställningsplaner enligt Konjunkturbarometern pekar också på att sysselsättningen har fortsatt att stiga relativt snabbt under det tredje kvartalet 2007 (se diagram 63). Sammantaget tyder utfall och indikatorer på en snabbare tillväxt i antalet sysselsatta och en lägre arbetslöshet under resten av året, jämfört med prognosen i junirapporten.

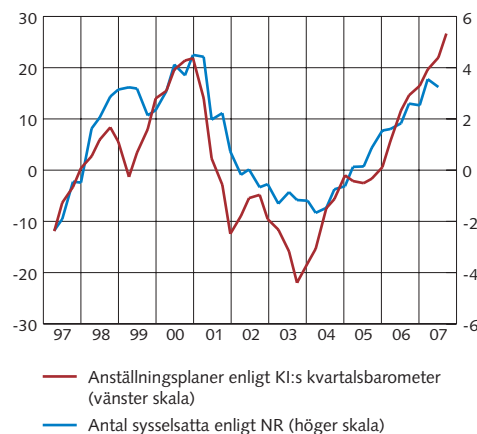
■ ■ Produktiviteten mycket svag

I den föregående penningpolitiska rapporten väntades produktivitetstillväxten avta under 2007 i takt med att konjunkturuppgången fortsatte och sysselsättningen steg. Denna utveckling bekräftas av nya utfall men produktiviteten blev betydligt svagare än väntat under andra kvartalet (se diagram 14 i kapitel 1). En del av denna dämpning kan, som tidigare nämnts, förklaras av att ovanligt låg semesterfrånvaro höll upp antalet arbetade timmar. Detta är en tillfällig effekt och semesterfrånvaron är betydligt högre under tredje kvartalet än motsvarande period i fjol. I nationalräkenskaperna mäts arbetsproduktiviteten som kvoten mellan förädlingsvärde och arbetade timmar. Eftersom underlagen för beräkningen av förädlingsvärde och arbetstimmar kommer från olika källor är det inte ovanligt med periodiseringsproblem av detta slag.¹⁰

Det finns också en statistisk osäkerhet i mätningen av antalet arbetade timmar. I nationalräkenskaperna används huvudsakligen AKU som källa för arbetstimmar. Eftersom AKU är en urvalsundersökning är det inte säkert att den speglar den verkliga utvecklingen av sysselsättningen och antalet arbetade timmar. Enligt SCB krävs det cirka 0,5 procents förändring av sysselsättningen jämfört med föregående år för att förändringen ska vara statistisk säkerställd (med 95 procent sannolikhet). Det innebär att nivån på de uppmätta arbetstimmarerna under det andra kvartalet 2006 mycket väl kan ha varit upp till 0,5 procent lägre än den verkliga nivån, vilket skulle kunna bidra till den höga uppmätta ökningstakten andra kvartalet i år.

Det kan också finnas andra förklaringar till den svagare produktivitetstillväxten. Några sådana framkommer vid samtal med representanter för olika företag som Riksbanken haft under början av hösten. Det kan dels vara att nyanställd arbetskraft initialt har en lägre produktivitet än sina mer erfarna kollegor och att den förra gruppen har ökat relativt snabbt, dels att administration och andra kringtjänster

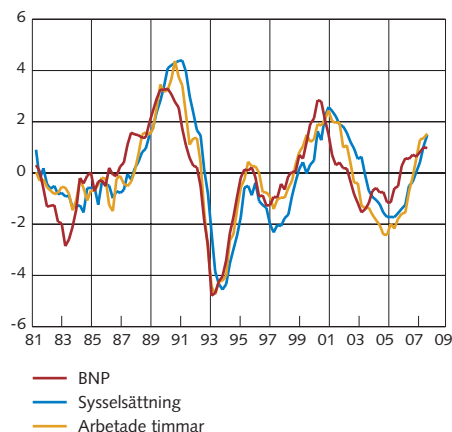
Diagram 63. Anställningsplaner och sysselsatta i näringslivet
Nettotal respektive årlig procentuell förändring



Anm. Av Riksbanken sammanvägda anställningsplaner. Nettotalet definieras som skillnaden mellan andelen företag som uppgett en önskad ökning av antalet anställda och andelen företag som uppgett en önskad minskning.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 64. Skattade gap
Procentuell avvikelser från HP-trend

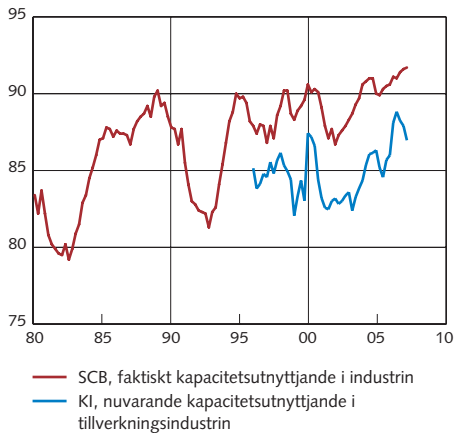


Anm. Se ordlistan för en närmare beskrivning av HP-trend.

Källor: SCB och Riksbanken

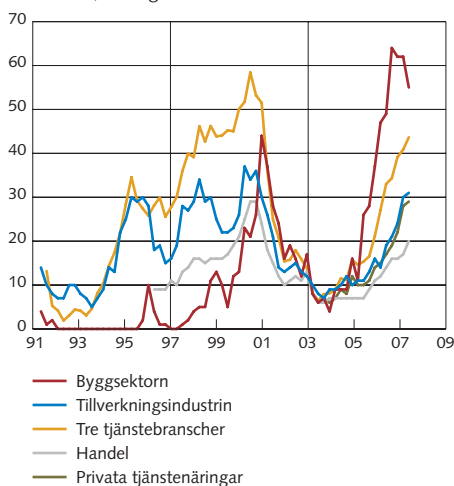
¹⁰ När exempelvis tjänstemännen inom industrin arbetar mer under andra kvartalet resulterar det inte automatiskt i högre uppmätt förädlingsvärde eftersom detta baseras på försäljning av de slutliga industriprodukterna. Om tjänstemännen gjort extra arbetsinsatser med exempelvis redovisning, marknadsföring och produktutveckling under andra kvartalet kan det balanseras av motsvarande mindre arbetsinsatser under det tredje kvartalet utan att det påverkar förloppet för det uppmätta förädlingsvärdet i samma utsträckning.

Diagram 65. Industrins kapacitetsutnyttjande
Procent, säsongrensade data



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

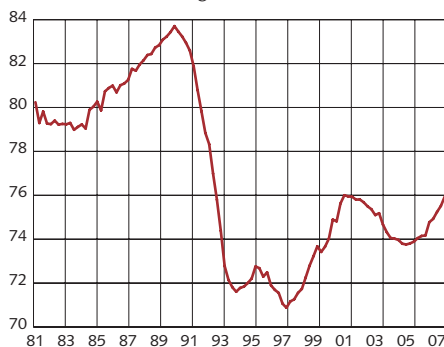
Diagram 66. Andel företag med brist på arbetskraft
Procent, säsongrensade data



Anm. Tre tjänstebranscher avser datakonsulter, uppdragsverksamhet och åkerier.

Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 67. Sysselsättningsgrad
Procent av befolkning 16-64 år i arbetskraften



Anm. Data före 1993 är länkade av Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken

ökar vilket drar ned uppmätt produktivitet (se även fördjupningen "Riksbankens företagsundersökning").

■ ■ Resursutnyttjandet är något högre än normalt

Det finns flera olika sätt att beskriva utnyttjandet av ekonomins produktionsresurser. Synen på resursutnyttjandet kan därför variera beroende på vilken metod som används för att mäta resursutnyttjandet och beroende på vilken del av ekonomin som beskrivs. Men alla mått tyder på att resursutnyttjandet har stigit relativt snabbt under 2006 och 2007.

Ett sätt att bedöma resursutnyttjandet är att studera hur mycket olika mått på produktion och resursåtgång avviker från sina respektive långsiktiga trender. Trenden kan beräknas på många olika sätt och avvikelserna eller "gapen" påverkas i stor utsträckning av vilken metod för beräkningen av trenden som används.

Gap för BNP, arbetade timmar och antalet sysselsatta, där trenderna har beräknats med hjälp av ett så kallat HP-filter, visar alla att resursutnyttjandet stigit sedan i början av 2005 och nu är högre än normalt men inte riktigt lika högt som kring årsskiftet 2000/2001 (se diagram 64).

Kapacitetsutnyttjandet inom industrin, som stigit gradvis sedan 2002, är nu högt sett ur ett historiskt perspektiv (se diagram 65). Bristen på arbetskraft inom tillverkningsindustrin och privata tjänstebranscher har stigit sedan 2005, men är fortfarande under de nivåer som uppmättes vid den förra konjunkturtoppen i början av 2000-talet. Bristen i handeln har också ökat något från låga nivåer (se diagram 66). Bristen på arbetskraft är fortsatt mycket hög inom byggsektorn, även om utvecklingen de senaste kvartalen tyder på en viss lindring i bristsituationen.

Ett annat mått på resursutnyttjande är sysselsättningsgraden, det vill säga antalet sysselsatta som andel av befolkningen i arbetsför ålder. Sysselsättningsgraden har stigit snabbt sedan 2005 och närmar sig nu nivån från den senaste konjunkturtoppen i början av 2000-talet (se diagram 67). Den långsiktigt uthålliga sysselsättningsgraden bedöms dock ha ökat något sedan 1990-talet, bland annat till följd av att allt fler äldre pensioneras senare. De åtgärder regeringen har presenterat bör också leda till att utbudet av arbetskraft ökar framöver. Det finns därför anledning att tro att sysselsättningen kan bli varaktigt högre nu utan att resursutnyttjandet blir ohållbart högt. Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet har stigit relativt snabbt under senare tid och att det för närvarande är högre än normalt.

■ ■ Fortsatt låga löneökningstakter hittills under 2007

Enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet har lönerna i hela ekonomin stigit med endast 2,6 procent i årstakt till och med juli 2007, trots det goda konjunkturläget och utfallet av avtalsförhandlingarna (se diagram 68). Denna statistik är dock preliminär och kommer att revideras upp på grund av retroaktiva löneutbetalningar. De retroaktiva utbetalningarna bedöms i år bli större än normalt beroende på de nya löneavtalen. Dessa löper från och med april för stora delar av näringslivet och från och med juli för kommuner och landsting. Endast marginella justeringar har gjorts i löneprognosen för helåret 2007 då lönerna bedöms öka med i genomsnitt 3,9 procent.

Utfall för timlöner enligt nationalräkenskaperna har publicerats till och med andra kvartalet i år. Utfallet var oväntat lågt, troligen till följd av att löneutbetalningar enligt de nya avtalen ännu inte gjorts i lika stor utsträckning som väntat. Detta tillsammans med det oväntat höga utfallet för arbetade timmar under andra kvartalet innebär att de beräknade timlönerna enligt NR blev oväntat lågt. Timlönerna för hela ekonomin har enligt NR ökat med i genomsnitt 3,2 procent under första halvåret i år. Ändå revideras prognosen för timlönerna mätt på detta sätt upp under tredje och fjärde kvartalet i år eftersom retroaktiva löneutbetalningar i större utsträckning väntas ske dessa kvartal. Sammantaget innebär revideringarna av kvartalsförloppen att prognosen för den genomsnittliga ökningen i timlönerna under 2007 mätta enligt nationalräkenskaperna är i stort densamma som i junirapporten.

■ ■ Enhetsarbetskostnaderna ökar snabbare i år

Under första halvåret i år har ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet varit i genomsnitt 3,9 procent. Detta är en hög ökningstakt jämfört med utvecklingen under de senaste åren (se diagram 69). I genomsnitt har arbetskostnaderna per producerad enhet varit oförändrade under åren 2004 till 2006. En orsak till att enhetsarbetskostnaderna ökade långsamt under 2006 var att en tillfällig rabatt gavs på de pensionspremier som ingår i de avtalade kollektiva avgifterna. När rabatten nu tas bort bidrar denna till att höja ökningstakten av enhetsarbetskostnaderna under 2007. Enligt nationalräkenskaperna bidrog ökade kollektiva avgifter med 0,7 procentenheter till enhetsarbetskostnadernas ökningstakt under första halvåret 2007.

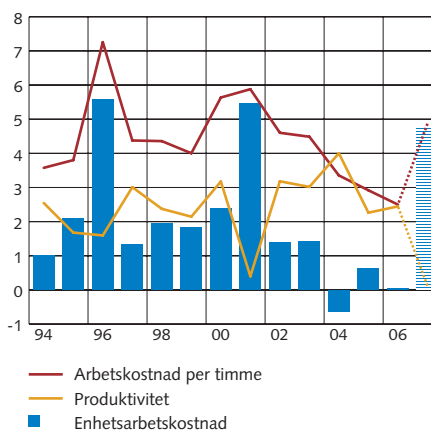
Ökningstakten i enhetsarbetskostnaderna bedöms bli högre i år än vad som prognostiserades i junirapporten. Detta beror främst på den oväntat låga ökningstakten i arbetsproduktiviteten. Enhetsarbetskostnaderna i hela ekonomin bedöms i år öka med 4,8 procent.

Diagram 68. Löner i näringslivet
Årlig procentuell förändring



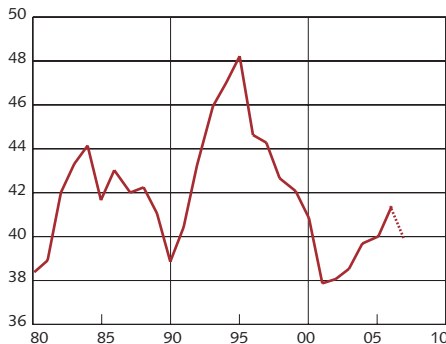
Anm. Tre månaders glidande medelvärde.
Källa: Medlingsinstitutet

Diagram 69. Enhetsarbetskostnader i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

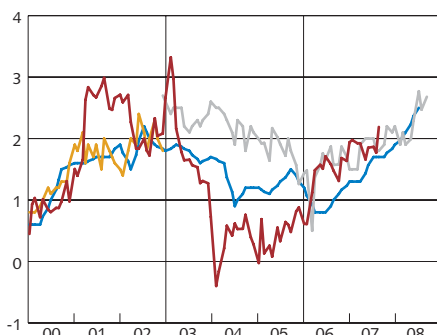
Diagram 70. Vinster i näringslivet enligt nationalräkenskaperna
Procent av förädlingsvärde



Anm. Driftöverskott (brutto) i procent av förädlingsvärde till faktorpris. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 71. Faktisk inflation (KPI) samt hushållens och företagens inflationsförväntningar på ett års sikt
Årlig procentuell förändring

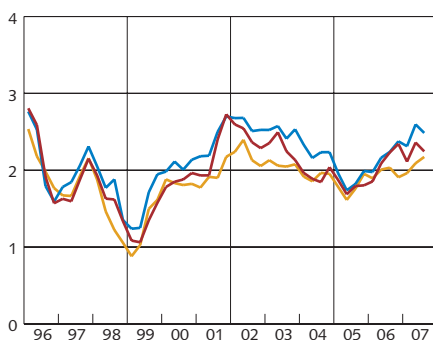


— KPI
— Företag, KI
— Hushåll, SCB
— Hushåll, KI

Anm. Kurvorna för inflationsförväntningar har förskjutits framåt 12 månader för att motsvara den tidpunkt som förväntningarna avser.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

Diagram 72. Olika aktörers inflationsförväntningar på två års sikt
Årlig procentuell förändring



— Arbetsmarknadens parter
— Inköpschefer
— Penningmarknadens aktörer

Anm. För perioden 1996-2001 avsåg förväntningarna "de kommande två åren", sedan 2002 avses "om två år".

Källa: Prospera Research AB

■ ■ Lönsamheten i näringslivet är hög

Börsbolagen har i allmänhet rapporterat fortsatt höga vinster under första halvåret. Även enligt nationalräkenskaperna är näringslivets lönsamhet hög. Vinstandelen, det vill säga driftöverskottets andel av förädlingsvärdet, har stigit de senaste åren (se diagram 70). Den starka ökningen under 2006 liksom nedgången i år beror till stor del på den tillfälliga rabatten på pensionspremier. Att lönsamheten har stigit under en följd av år förklaras dock främst av en mycket låg ökningstakt för enhetsarbetskostnaderna de senaste åren. Även om enhetsarbetskostnaderna väntas öka snabbare från och med innevarande år innebär det att kostnadsnivån i näringslivet som helhet inte avviker från normala mönster.

■ ■ Uppjusterade inflationsförväntningar

Hushållens inflationsförväntningar var under tredje kvartalet i genomsnitt 2,7 procent på tolv månaders sikt, vilket är den högsta noteringen sedan i mitten av 1990-talet (se diagram 71, se även fördjupningen "Hushållens inflationsförväntningar" i denna rapport). Även företagen har reviderat upp sina inflationsförväntningar kontinuerligt under de två senaste åren.

Andra enkätundersökningar visar också på stigande inflationsförväntningar under det senaste året (se diagram 72). Det är främst inköpschefer och arbetsgivarorganisationer som justerat upp sina inflationsförväntningar även om en viss nedjustering av förväntningarna skedde i den senaste undersökningen.

Skillnaden mellan nominella och reala obligationsräntor med samma löptid (så kallad break-even inflation) är ett grovt mått på vilken genomsnittlig inflation marknadsaktörerna förväntar sig de kommande åren. Detta mått på långsiktiga inflationsförväntningar har stigit något under 2007 (se diagram 73). Överlag är de olika måtten på inflationsförväntningar i linje med Riksbankens prognoser för inflationen mätt med KPI.

■ ■ Kraftiga fluktuationer i energipriserna

Under det senaste året har energipriserna varierat kraftigt. Elpriserna, som utgör drygt 4 procent av KPI, steg snabbt i konsumentledet under förra året. En viktig orsak var att nivåerna i vattenmagasinen var låga efter den nederbördsfattiga sommaren. Sedan slutet av förra

året har dock elpriserna fallit kraftigt både på elbörsen Nordpool och i konsumentledet. Elpriserna i KPI föll med cirka 8 procent i årstakt i september efter att ha ökat med drygt 20 procent i årstakt under slutet av fjolåret, rensat för effekter av förändrade indirekta skatter. Elpriserna väntas uppvisa negativa årliga förändringstakter under resten av året.

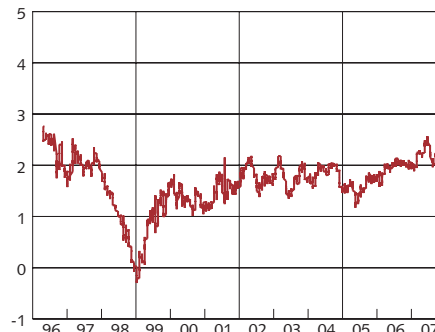
Oljepriserna på världsmarknaden har varierat mycket sedan förra penningpolitiska rapporten. I mitten av oktober uppgick oljepriset till över 80 dollar per fat. Till uppgången bidrog både faktorer på utbudssidan och efterfrågesidan. Den politiska osäkerheten i Mellanöstern ökade samtidigt som efterfrågan på olja var fortsatt hög, särskilt från tillväxtländer som till exempel Kina. Till prisuppgången bidrog också låga oljelager, till följd av en begränsad ökning av OPEC:s oljeproduktion. I Sverige har effekten av det höga oljepriset dämpats av att kronan stärkts mot dollarn. Terminspriserna ligger nu cirka 3 dollar högre än vad terminskontrakten indikerade i juni på lite längre sikt (se diagram 20 i kapitel 1). Terminspriserna talar för en svagt fallande oljeprisnivå under prognosperioden.

Priserna på oljeprodukter i KPI (drivmedel och villaolja), som tillsammans utgör cirka 5 procent av KPI, ökade snabbt i årstakt fram till mitten av förra året. Under det senaste året har dock oljepriserna fallit i årstakt och bidragit till att hålla nere inflationen. Oljepriset är dock fortfarande högt på världsmarknaden. Priset på Brentolja har till och med september i år uppgått till i genomsnitt knappt 68 dollar per fat vilket är ungefär samma pris som motsvarande månader i fjol. Den svagare dollarkursen medför dock att priserna på oljeprodukter har dragit ner inflationen hittills under året. Under resten av året väntas ökningstakten i priserna på oljeprodukter stiga och bidra till en uppgång i inflationen.

■■ Inflationen rensad för energipriser stiger

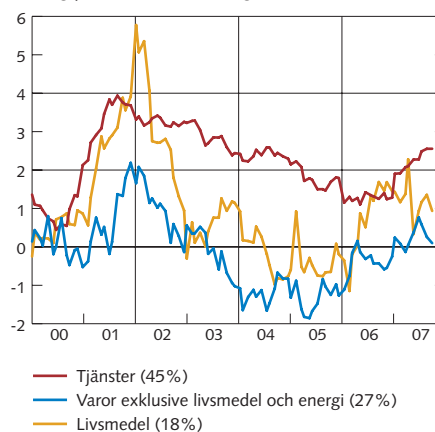
Varupriserna (exklusive livsmedel och energi) föll i årstakt under åren 2004 till 2006 (se diagram 74). En viktig orsak till detta är troligen att en allt större andel av Sveriges import kommit från lågkostnadsländer under de senaste åren, vilket har bidragit till att sänka priserna på vissa varor. Förstärkningen av kronkursen mellan 2002 och 2004 samt den låga ökningstakten av enhetsarbetskostnaderna har säkerligen också bidragit. Under det senaste året har dock varupriserna börjat stiga i årstakt.

Diagram 73. Skillnaden mellan nominella och reala 5-årsräntor (break-even inflation)
Procentenheter



Källa: Riksbanken

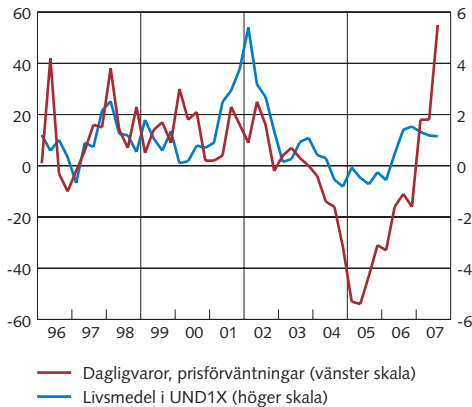
Diagram 74. UND1X exklusive energi uppdelat i varor, tjänster och livsmedel
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges respektive komponents vikt i UND1X.

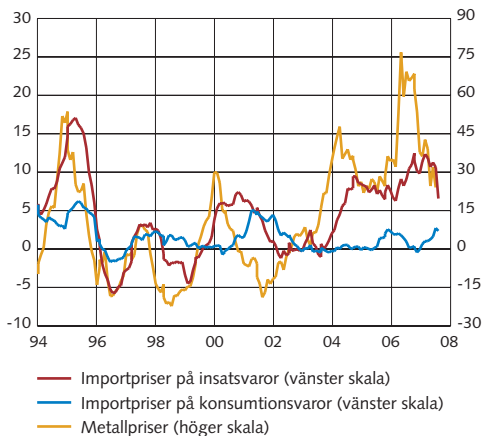
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 75. Prisförväntningar och livsmedelspriser i UND1X
Nettotal och årlig procentuell förändring



Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 76. Metallpriser och importpriser i producentled
Årlig procentuell förändring



Anm. Metallpriser är IMF:s sammanvägning av priset på ett antal basmetaller.

Källor: IMF och SCB

Kostnadstrycket har ökat långsamt i den svenska ekonomin under flera år. Lönerna har ökat måttligt samtidigt som produktiviteten har ökat snabbt. På senare tid har ökningstakten i produktiviteten avtagit vilket har medfört stigande kostnader hos företagen. Detta är också troligen en viktig orsak till att ökningstakten för tjänstepriserna har börjat stiga under det senaste året efter att successivt ha sjunkit under åren 2002 till 2006.

Livsmedelspriserna har också börjat stiga efter att ha fallit i årstakt under 2004 och 2005. Det finns tecken på att livsmedelspriserna kommer att stiga ytterligare under hösten. Detta visar sig bland annat i dagligvaruhandlens egna förväntningar om framtida priser i Konjunkturinstitutets företagsbarometer (se diagram 75). Det framkommer även i samtal med företrädare för livsmedelsproducenter och handlare som Riksbanken har haft (se även fördjupningen "Riksbankens företagsundersökning"). Under senare tid har världsmarknadspriserna på vissa livsmedel stigit kraftigt. Priserna på spannmål, kött och mjölkprodukter har stigit särskilt mycket. Detta har än så länge bara delvis slagit igenom i konsumentpriserna. Livsmedelspriserna väntas stiga snabbare i konsumentledet under resten av året.

Även övriga råvarupriser, bland annat metallpriserna, har ökat snabbt under det senaste året. Denna utveckling har bidragit till att priserna på insatsvaror i producentledet också ökat snabbt. Detta tycks nu även ha börjat sprida sig och medfört stigande ökningstakter i producentpriserna även på konsumtionsvaror (se diagram 76). Ökningstakten i både råvarupriserna och insatsvarupriserna har dock avtagit under de senaste månaderna.

Rensat för energipriser har inflationen därmed tilltagit under det senaste året. Ökningstakten i inflationsmättet UND1X exklusive energi uppgick till 1,3 procent i september, vilket var något lägre än prognosen i senaste rapporten. Under resten av 2007 och i början av 2008 väntas dock ökningstakten bli något högre än vad som förväntades i

föregående rapport, bland annat till följd av stigande livsmedelspriser (se diagram 77).

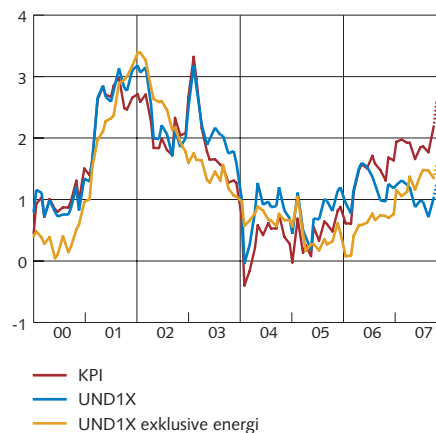
KPI ökar för närvarande betydligt snabbare än UND1X eftersom KPI påverkas av de senaste årens stigande räntor och höjda indirekta skatter. I september ökade KPI med 2,2 procent i årstakt medan UND1X ökade med endast 1,0 procent i årstakt (se diagram 77). KPI väntas öka snabbare än UND1X även under resten av prognosperioden.

■ ■ Den underliggande inflationen har stigit

För att analysera hur inflationen har utvecklats rensat för olika tillfälliga faktorer följer Riksbanken ett antal mått på så kallad underliggande inflation. Syftet med de olika måtten är att försöka urskilja den gemensamma trendmässiga förändringen av den allmänna prisnivån. En vanlig metod är att rensa bort en del varor och tjänster från KPI vars priser varierar kraftigt på grund av tillfälliga faktorer, såsom oljeprodukter, el och grönsaker. Det är också vanligt att beräkna mått på underliggande inflation genom att använda olika statistiska metoder som tar bort eller minskar betydelsen av de produkter vars priser varierar mest. I diagram 78 visas några olika mått på underliggande inflation. Trenden i dessa är svagt uppåtgående sedan i mitten av 2005. Detta sammanfaller med den allmänna förstärkningen av konjunkturen enligt de mått på resursutnyttjandet som redovisats ovan.

Inflationen väntas stiga relativt snabbt under resten av 2007 (se diagram 77). Resursutnyttjandet bedöms nu vara något högre än normalt, vilket medför en press uppåt på kostnader och priser. Löneökningstakten bedöms stiga framöver och produktiviteten ökar långsammare än tidigare, vilket innebär ett stigande inflationstryck. Den högre inflationen beror också delvis på en stark konjunktur och stigande priser i omvärlden.

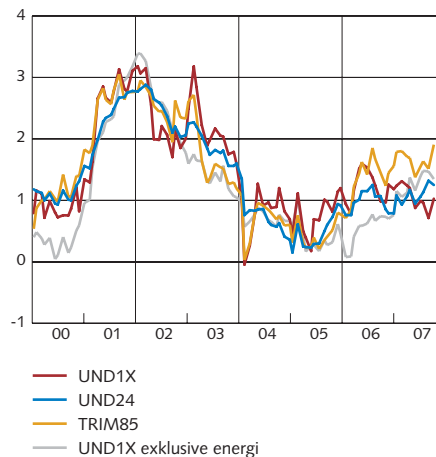
Diagram 77. KPI, UND1X och UND1X exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 78. Olika mått på underliggande inflation
Årlig procentuell förändring

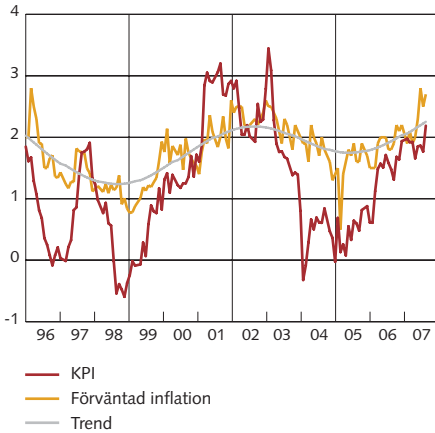


Anm. De alternativa måtten är beräknade utifrån KPI uppdelat på cirka 70 undergrupper. UND24 är sammanvägd med vikter justerade för den historiska standardavvikelsen. I TRIM85 har de 7,5 procent högsta och de 7,5 procent lägsta årliga prisförändringarna under varje månad exkluderats.

Källor: SCB och Riksbanken

Hushållens inflationsförväntningar

Diagram R5. Inflation och inflationsförväntningar
Årlig procentuell förändring



Anm. Inflationsförväntningarna avser genomsnittet exklusive extremvärden. Trenden är beräknad med ett så kallat HP-filter.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Hushållens förväntningar på inflationen om 12 månader har stigit på senare tid och uppgår för närvarande till 2,7 procent. Vad betyder detta för Riksbankens inflationsprognoser och för penningpolitiken? Å ena sidan har hushållen i genomsnitt överskattat inflationen de senaste 15 åren samtidigt som sambandet mellan den förväntade och den faktiska inflationen varit svagt. Men å andra sidan har hushållen fångat de långsiktiga inflationstendenserna relativt väl. Därför är det viktigt att förhindra att inflationsförväntningarna stabiliseras på en hög nivå.

Riksbanken följer löpande hur inflationsförväntningarna utvecklas och redovisar detta regelmässigt i den penningpolitiska rapporten. Ett viktigt skäl till att följa inflationsförväntningarna är att dessa kan bli självuppfyllande. Om hushållen förväntar sig en högre inflation kan de kräva högre löneökningar som kompensation. Om lönerna stiger ökar företagets produktionskostnader och företagen kan behöva höja sina priser som kompensation för de högre lönerna. Detta kan skapa en spiral där stigande inflationsförväntningar så småningom leder till högre inflation.

Inflationsförväntningarna hos olika grupper, till exempel hushållen eller marknadsaktörerna, kan ses som deras prognoser för den framtida inflationsutvecklingen. Riksbanken strävar normalt efter att föra inflationen till 2 procent inom en tvåårsperiod. Skulle inflationsförväntningarna avvika från 2 procent bortom denna tvåårs-horisont kan detta ses som ett tecken på bristande förtroende för inflationsmålet. Inom tvåårshorisonten avviker ofta såväl Riksbankens prognoser som olika gruppers inflationsförväntningar från 2 procent. I denna fördjupningsruta diskuteras hur man ska tolka variationerna i de kortsiktiga inflationsförväntningarna.

Kraftig ökning i hushållens inflationsförväntningar under tredje kvartalet

I undersökningen Hushållsbarometern tillfrågas varje månad 1500 hushåll om bland annat deras syn på den framtida inflationen.¹¹ Spridningen i svaren är ganska stor. Renstat för extrema svar uppgick hushållens genomsnittliga inflationsförväntningar under årets tredje kvartal till i genomsnitt 2,7 procent. Detta är en ökning med ungefär 0,6 procentenheter sedan föregående kvartal, vilket uppmärksammats både i den penningpolitiska debatten och i medierna. Förväntningarna varierar från månad till månad, men man kan notera en svag trendmässig ökning sedan sommaren 2005 (se diagram R5). De nivåer som noterats under det tredje kvartalet i år är också de högsta sedan våren 1996. Frågan är vad detta bör ha för konsekvenser för Riksbankens

¹¹ Hushållsbarometern, eller Konjunkturbarometern hushåll, kallades tidigare Hushållens inköpsplaner (HIP). För en mer utförlig beskrivning av denna undersökning, se S. Palmqvist & L. Strömberg, "Hushållens inflationsåsikter - historien om två undersökningar", *Penning- & Valutapolitik* 4, 2004, s. 24-43, Sveriges riksbank.

inflation prognoser och för penningpolitiken. Svaret på denna fråga beror på om inflationsförväntningarna blir självuppfyllande den här gången. Det kan man naturligtvis inte veta, men man kan studera hur det har sett ut historiskt. Brukar hushållens inflationsförväntningar bli självuppfyllande?

Hushållen har överskattat inflationen de senaste 15 åren

För att få en uppfattning om hushållens inflationsförväntningar brukar bli självuppfyllande kan man jämföra hushållens inflationsförväntningar med utfallen för KPI-inflationen under några olika perioder.¹² Sett över hela perioden sedan enkäten introducerades 1979 stämmer hushållens inflationsförväntningar ganska väl överens med den faktiska inflationen. Men så har det inte alltid varit. Hushållen underskattade inflationen under 80-talet men har överskattat den under de senaste 15 åren. Det senare hänger samman med att hushållen i genomsnitt har förväntat sig en inflation i linje med Riksbankens inflationsmål på 2 procent medan den faktiska inflationen har blivit något lägre. Detta har inneburit att hushållen överskattat inflationen med i genomsnitt ungefär 0,5 procentenheter sedan 1993 (se tabell R1).

Tabell R1. Genomsnittlig inflation och inflationsförväntning

Period	KPI-inflation	Inflationsförväntning
1979:01-2007:09	3,1	3,2
1979:01-1992:12	8,0	6,8
1993:01-2007:09	1,6	2,1

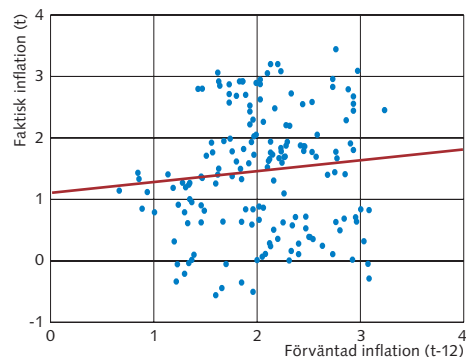
Anm. Inflationsförväntningarna i tabellen är inte rensade för extremvärden, eftersom det är svårt att applicera den nuvarande extremvärdesrensningen på gamla undersökningar.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

Svagt samband mellan faktisk och förväntad inflation de senaste 15 åren

Hushållen tycks alltså ganska väl fånga den genomsnittliga inflationen över en mycket lång tidsperiod. Under de senaste 15 åren har dock sambandet mellan den förväntade inflationen om 12 månader och de faktiska inflationsutfallen 12 månader senare varit svagt (se diagram R6).¹³ Man kan också notera att hushållen tenderar att underskatta inflationen när denna är hög och omvänt (se diagram R5). En möjlig tolkning av dessa resultat skulle kunna vara att det är viktigt för hushållen att hålla reda på de långsiktiga inflationstendenserna. Men så länge Riksbanken håller inflationen nära inflationsmålet är det kanske inte lika viktigt för dem att ta notis om några tiondelars procentenheter hit eller dit.

Diagram R6. Sambandet mellan inflationsförväntningar och KPI-inflation ett år senare, 1993-2007
Årlig procentuell förändring



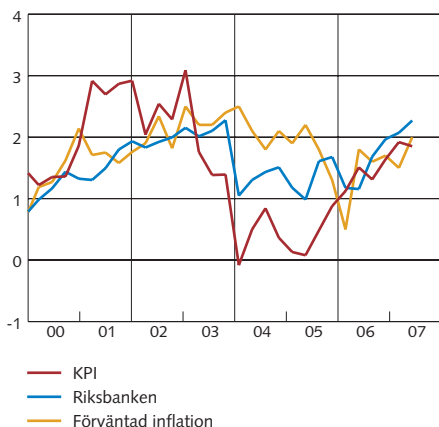
Anm. Varje punkt avser en genomsnittlig inflationsförväntning en viss månad plottad mot den inflation som realiserades 12 månader efter undersökningstillfället.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

12 Hushållen får uppge hur många procent de tror att "priserna i allmänhet" kommer att stiga med under de kommande 12 månaderna. Avsikten med denna formulering är att fånga hushållens förväntningar om den framtida KPI-inflationen. Eftersom många hushåll antagligen inte vet vad KPI är har man valt att ställa frågan i termer av "priserna i allmänhet".

13 Sett över hela perioden 1979-2007 kan man inte förkasta hypotesen att hushållens förväntningar är rationella, medan man kan förkasta hypotesen att förväntningarna är adaptiva (naiva). Om man bara studerar perioden 1993-2007 blir resultaten de omvända. Rationalitet, men inte adaptivitet, kan förkastas.

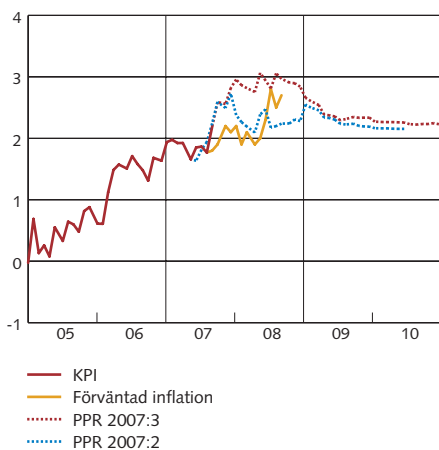
Diagram R7. En jämförelse av Riksbankens och hushållens inflationsprognoser
Årlig procentuell förändring



Anm. Prognoserna är framskjutna 12 månader för att matcha KPI-utfallen de avser.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram R8. Riksbankens och hushållens inflationsprognoser
Årlig procentuell förändring



Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Riksbankens inflationsprognoser är mer träffsäkra än hushållens

Inflationsförväntningarna har alltså inte varit självuppfyllande på senare tid. Men det kan ändå finnas information i förväntningarna som kan utnyttjas för att förbättra Riksbankens inflationsprognoser. Låt oss därför jämföra hushållens inflationsförväntningar med Riksbankens inflationsprognoser (se diagram R7).

I diagrammet visas de 30 olika prognoser för KPI-inflationen om 12 månader som Riksbanken publicerat i inflationsrapporterna 1999:1-2006:2. I diagrammet visas också de inflationsförväntningar som noterats samtidigt som Riksbanken publicerat sina prognoser. Båda dessa prognoser kan jämföras med utfallen för KPI-inflationen 12 månader senare. Riksbankens prognoser hamnar i genomsnitt ungefär 25 procent närmare utfallet än vad hushållens inflationsförväntningar gör och är alltså normalt sett bättre prognoser för den framtida inflationen.¹⁴ Men hushållens inflationsförväntningar ligger närmare utfallen vid 13 av de 30 studerade prognostillfällena. Det kan alltså inte uteslutas att hushållen skulle vara bättre på att prognostisera inflationen just den här gången.

Viktigt att förhindra att inflationsförväntningarna stabiliseras på en hög nivå

Sedan den andra penningpolitiska rapporten i år har Riksbanken reviderat upp inflationsprognosen för 2008 med ungefär 0,6 procentenheter (se diagram R8). Det ter sig alltså ganska naturligt att även hushållens inflationsförväntningar stiger. I nuläget är hushållens inflationsförväntningar ungefär 0,3 procentenheter lägre än Riksbankens egen inflationsprognos för det tredje kvartalet 2008. Det skulle därför inte vara förvånande om hushållens inflationsförväntningar fortsätter att stiga under hösten. Men under nästa år bör förväntningarna falla tillbaka. Eftersom hushållen framförallt tycks fånga de långsiktiga tendenserna i inflationen uppstår de verkliga utmaningarna om hushållens förväntningar skulle ligga kvar på en hög nivå. Därför är det viktigt att Riksbanken fortsätter att följa utvecklingen framöver och tar hänsyn till detta i avvägningen av penningpolitiken.

¹⁴ Roten ur det kvadrerade medelfelet, RMKF, är 0,77 för Riksbankens prognoser och 1,03 för hushållens inflationsförväntningar.

Riksbanken har genomfört en undersökning bland företag i det svenska näringslivet för att få fördjupad information om företagens syn på situationen i ekonomin. Den nu aktuella undersökningen är den första i en serie studier som planeras att genomföras inför varje penningpolitisk rapport. Undersökningen stöder bilden av att ekonomin för närvarande utvecklas starkt och att pristrycket ökar. Resultaten visar bland annat att företagen är påtagligt nöjda med utvecklingen av lönsamheten. Detta beror i sin tur främst på det allmänt goda efterfrågeläget i ekonomin och den höga produktions-takten. Samtidigt anger företagen att man anställer allt fler. Det råder brist på arbetskraft men denna förefaller inte vara generell utan koncentrerad till vissa yrkesgrupper. Majoriteten av de svarande anger att priserna det senaste året har ökat mer än vad som brukar vara normalt och att denna tendens väntas fortsätta även nästa år. Det är både olika typer av kostnadsökningar, bland annat högre insatsvaru-priser, och en gynnsam konjunktur som anges som främsta orsaker till prisökningarna. Livsmedelsproducenterna och detaljhandeln svarar entydigt att priserna på främst baslivsmedel förväntas stiga till följd av dyrare råvaror.

Syftet med undersökningen

Riksbanken har för avsikt att genomföra en undersökning bland företag i näringslivet inför varje penningpolitisk rapport, det vill säga tre gånger per år. Huvudsyftet med undersökningen är att få fördjupad information om hur företagen planerar och agerar under de aktuella förhållandena i ekonomin. Ett annat syfte är att öka Riksbankens kunskap om företags- och branschförhållandena i näringslivet i allmänhet. Resultaten från undersökningen kompletterar således andra statistikkällor och metoder som Riksbanken använder sig av. Det finns dock begränsningar för hur resultaten kan generaliseras eftersom antalet intervjuade företag är förhållandevis litet och inte heller är representativt för näringslivet som helhet. Fördelen med att genomföra djupintervjuer ligger istället i att de ger en stor mängd detaljerad information om hur företagen agerar givet omständigheterna i ekonomin. Man bör också över tid kunna urskilja olika handlingsmönster hos företagen som är specifika för vissa ekonomiska förhållanden. En analys av dessa mönster skulle också kunna förbättra tolkningsmöjligheterna av den generella statistiken. Dessa mönster är inte enkla att klassificera men är värdefulla i Riksbankens kunskapsuppbyggnad om företagens situation och beteende.

Liknande undersökningar av centralbanker i andra länder

En del andra centralbanker runt om i världen gör egna företagsundersökningar, bland annat i Norge, Nya Zeeland, Schweiz, Storbritannien och USA. Centralbankerna har olika motiv för att

genomföra dessa undersökningar och de varierar också i omfattning. I några fall samlar centralbankerna in detaljerad statistik i den form som till exempel Konjunkturinstitutets barometer i Sverige omfattar. I andra fall är tonvikten i undersökningen att få kompletterande och fördjupande information från företagen. Centralbankerna redovisar vanligtvis sammanfattningar från sina respektive undersökningar. Den kanske mest kända undersökningen är den så kallade Beige Book i USA som genomförs av de olika regionala distrikten inför varje penningpolitiskt möte i Federal Reserves penningpolitiska kommitté, FOMC. Resultaten från undersökningen är en del av det beslutsunderlag som FOMC har tillgång till och en sammanfattning av undersökningen publiceras inför varje möte.

Ett 60-tal företag intervjuades i höstens undersökning

Personal från Riksbanken intervjuade cirka 60 företag och branschorganisationer under vecka 34 till och med vecka 38. Urvalet av företag är inte representativt för hela näringslivet så tillvida att tonvikten i undersökningen ligger på medelstora och stora företag. Tillsammans sysselsätter de intervjuade företagen drygt 200 000 anställda i Sverige, cirka 8 procent av den totala sysselsättningen i näringslivet. I de flesta fall genomfördes intervjuerna på plats hos företaget med representanter för företagets ledning under ungefär 1 timme. De intervjuade har fått svara på frågor om hur de ser på företagets aktuella situation med avseende på bland annat produktion, sysselsättning och priser (se tabell R2).

Tabell R2. Huvudfrågor ställda till företagen i de olika sektorerna

	Industri	Bygg	Handel	Privata tjänster
Produktion/försäljning	X	X	X	X
Sysselsättning	X	X	X	X
Kapacitetsutnyttjande	X			
Brist på arbetskraft		X	X	X
Investeringsplaner	X	X		
Lönsamhet	X	X	X	X
Konkurrenssituation			X	X
Prisutveckling	X	X	X	X

Anm: X markerar att frågan har ställts till de intervjuade företagen i sektorn
Källa: Riksbanken

Expansion inom alla sektorer i näringslivet

Sammantaget tyder resultaten från intervjuerna på att näringslivet i Sverige för närvarande befinner sig i en bred expansionsfas där både produktionen och sysselsättningen ökar. Det finns samtidigt även tendenser till att företagen fortsätter att höja sina priser mer än vad som är normalt.

I samtliga fyra undersökta sektorer (industri, bygg, handel och privata tjänstenäringen) svarade företagen att både produktion/för-

säljning och sysselsättning ökar samtidigt som priserna stiger mer än vad som brukar vara normalt. Det är framförallt företagen i byggindustrin som entydigt svarar att aktiviteten för närvarande är hög. Byggföretagen uppger också en allt svårare brist på arbetskraft och har därför börjat anställa personer utanför de grupper som de traditionellt rekryterar ur. Inom industrin, handeln och tjänstenäringarna uppges inte arbetskraftsbristen vara ett generellt problem även om det råder brist på personer med speciell kompetens som IT-specialister, civilingenjörer, ekonomer, chefer för att nämna några. I allmänhet anser företagen, även de bemanningsföretag som Riksbanken har intervjuat, att det går att få tag på de flesta kategorier av arbetskraft men att det tar längre tid nu är tidigare. Vissa företag är oroliga för tillgången på arbetskraft på längre sikt och ser problem med utbildningssystemets dimensionering i relation till de väntade behoven inom vissa yrkeskategorier.

Stigande stålpriser har höjt kostnaderna

Vissa företag i verkstadsindustrin är mycket nöjda med utvecklingen av såväl produktionsvolymen som lönsamheten. Dessa företag har i allmänhet också mycket begränsade möjligheter att ytterligare öka tillverkningskapaciteten. Den goda tillväxten i efterfrågan har lett till ökad sysselsättning även om det samtidigt finns planer på att rationalisera verksamheten och på längre sikt minska antalet anställda. Det har också i flera fall varit möjligt att höja priserna för att bättre anpassa efterfrågan till utbudet och priserna har också ökat mer än vad som brukar vara vanligt.

Andra branscher inom tillverkningsindustrin har upplevt en lägre volymtillväxt och också känt av större prispress och svagare lönsamhetsutveckling. Förutom den svaga volymtillväxten har också stigande råvarupriser varit en dämpande faktor för lönsamheten. Många av de råvaror som används i industriell produktion har stigit kraftigt i pris på senare år. Företagen anger att det är priserna på olika metaller, och då främst på rostfritt stål, som inneburit kostnadsökningar med inverkan på lönsamhetsutvecklingen. I en del fall har även nivån på den svenska kronans växelkurs mot USA-dollarn påverkat lönsamheten. Det har främst gällt för företag som har sina huvudsakliga intäkter i dollar.

Inom byggindustrin har kostnaderna för byggmaterial ökat och det har även fått konsekvenser för lönsamheten. Byggföretagen anger att de skulle kunna öka lönsamheten ytterligare genom att höja effektiviteten. Man har också velat höja priserna i större omfattning än vad som har varit möjligt mot bakgrund av den goda byggkonjunkturen. Även om det har varit svårt att få tag på arbetskraft har lönerna enligt byggföretagen inte stigit mer än väntat och löneutvecklingen har varit förhållandevis återhållsam i denna konjunkturuppgång. Något som kan ha bidragit till att hålla tillbaka löneutvecklingen i byggbranschen är att allt fler utländska byggföretag och allt mer utländsk arbetskraft kommit in i byggsektorn.

Fortsatta produktivetsökningar möjliga enligt företagen

Den senaste tidens inbromsning av ekonomins arbetsproduktivitet som rapporteras i nationalräkenskapsstatistik diskuterades också med företagen. Få företag kände igen situationen med en långsammare produktivetsökningstakt. De flesta industriföretag uppgav en fortsatt hög tillväxt i produktiviteten och flera såg stor potential att ytterligare höja produktiviteten genom rationalisering och nyinvesteringar.

Industriföretagen anser alltså att man har relativt goda möjligheter att möta ökningarna i lönekostnaderna med åtgärder som höjer produktiviteten så att kostnaderna inte stiger ytterligare. Situationen för tjänsteföretagen är i regel en annan och det är också här som företagen är mer bekymrade för lönekostnadsutvecklingen. Det är i de mest arbetsintensiva branscherna som de ökande lönekostnaderna bedöms leda till höjda priser då möjligheterna att öka produktiviteten är relativt små. Ändå tycks företagen i allmänhet anse att det är möjligt att hantera ökade kostnader, främst tack vare att efterfrågan i ekonomin utvecklas starkt.

En tänkbar orsak till en lägre produktivetsutveckling, som framförallt tjänsteföretagen angav, är att den snabbt ökande sysselsättningen innebär att relativt oerfaren personal anställs och att dessa till en början är mindre produktiva än sina kollegor. En annan möjlig förklaring är också att den höga aktiviteten bland företagen har gjort det nödvändigt att expandera administrationen och andra kringtjänster, vilket tillfälligt kan dra ned den uppmätta tillväxttakten i produktiviteten.

Höjda livsmedelspriser väntas till följd av ökad internationell efterfrågan

I många branscher uppgav företagen att det var svårt att höja sina försäljningspriser på grund av hård konkurrens och att kunderna skulle ha svårt att acceptera detta. Inom andra branscher var det lättare att få igenom prisökningar främst till följd av den höga efterfrågan. Den tydligaste signalen om framtida prisökningar som företagen i intervjuundersökningen uppgav gällde priserna på livsmedel. Både livsmedelsproducenter och företag inom detaljhandeln pekade på att råvaror som mjölk, spannmål och kött stigit i pris och att detta kommer att höja produktionskostnaderna och i slutändan även priset i butikerna på vissa dagligvaror. De ökade priserna ansågs bero på internationella faktorer, främst ökad internationell efterfrågan. Även europeiska producenter har, enligt de intervjuade företagen, aviserat kommande kraftiga prisökningar på dagligvaror av samma orsaker. Företagen bedömde inte heller att utbudet av råvaror kunde ökas på kort sikt eller att det gick att hitta andra underleverantörer.

■ Appendix

- Tabeller
- Tidigare räntebeslut
- Översikt över fördjupningar 2004–2007
- Ordlista

Tabeller

Bedömningen i föregående rapport anges inom parentes

Tabell A1. Inflation, tolv månaderstal

Årlig procentuell förändring

	dec-06	dec-07	dec-08	dec-09	dec-10
UND1X exklusive energi	0,8	1,8 (1,7)	2,1 (2,1)	2,3 (2,2)	2,2
UND1X	1,2	1,5 (1,4)	2,2 (2,3)	2,1 (2,0)	2,0
KPI	1,6	2,8 (2,7)	2,8 (2,3)	2,3 (2,2)	2,2

Anm. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem och rensat för direkta effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A2. Förändring i KPI jämfört med UND1X

Årlig procentuell förändring och procentenheter

	2006	2007	2008	2009	2010
UND1X exklusive energi	0,6	1,4 (1,3)	2,0 (1,9)	2,2 (2,2)	2,2
UND1X	1,2	1,1 (1,1)	2,0 (2,0)	2,0 (2,1)	2,0
Effekter av förändrade räntekostnader	0,1	0,8 (0,8)	0,8 (0,6)	0,4 (0,3)	0,3
Effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner	0,1	0,1 (0,2)	0,2 (-0,3)	0,0 (0,0)	0,0
=KPI	1,4	2,1 (2,1)	2,9 (2,3)	2,4 (2,3)	2,2

Anm. Avrundningar kan göra att bidragen inte summerar. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem och rensat för direkta effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A3. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent, årsgenomsnitt

	2006	2007	2008	2009	2010
Reporänta	2,2	3,5 (3,5)	4,3 (4,2)	4,4 (4,4)	4,3
10-årsränta	3,7	4,2 (4,2)	4,6 (4,6)	4,9 (4,9)	5,1
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-19=100	127,4	124,9 (124,8)	122,4(123,0)	121,5(122,0)	121,1
Offentligt finansiellt sparande	2,4	2,6 (2,1)	2,6 (1,9)	2,2 (1,6)	1,8

Källa: Riksbanken

Tabell A4. Internationella förutsättningar
Årlig procentuell förändring

BNP	2006	2007	2008	2009	2010
USA	2,9	2,0 (2,0)	2,0 (2,9)	2,8 (3,1)	3,3
Japan	2,2	1,9 (2,2)	1,7 (1,9)	1,6 (1,6)	1,5
Euroområdet	2,8	2,5 (2,7)	1,9 (2,3)	2,1 (2,1)	2,0
OECD	3,0	2,5 (2,6)	2,3 (2,8)	2,6 (2,7)	2,3
Världen	5,4	5,0 (4,8)	4,6 (4,7)	4,4 (4,5)	4,5

KPI	2006	2007	2008	2009	2010
USA	3,2	2,8 (2,3)	2,2 (2,5)	2,1 (2,5)	2,4
Japan	0,2	-0,1 (0,2)	0,2 (0,5)	0,6 (0,6)	0,6
Euroområdet (HIKP)	2,2	2,0 (2,0)	2,0 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9
OECD	2,6	2,3 (2,2)	2,1 (2,2)	2,1 (2,1)	2,2

	2006	2007	2008	2009	2010
Råoljepris, USD/fat Brent	65	70 (67)	77 (72)	75 (71)	74
Svensk exportmarknadstillväxt	9,4	4,1 (6,9)	6,3 (6,7)	6,3 (6,1)	6,3

Anm. Marknadstillväxt för svensk export avser tillväxt för import av varor för ca 70 procent av de länder Sverige exporterar till. Prognosen vägs ihop utifrån respektive lands andel av svensk varuexport.

Källor: IMF, Intercontinental Exchange, OECD och Riksbanken

Tabell A5. Försörjningsbalans
Årlig procentuell förändring

	2006	2007	2008	2009	2010
Hushållens konsumtion	2,8	2,8 (3,2)	3,4 (4,0)	3,1 (3,2)	3,2
Offentlig konsumtion	1,8	1,5 (1,4)	1,2 (1,2)	0,8 (0,8)	1,0
Fasta bruttoinvesteringar	7,9	9,3 (9,4)	4,7 (5,0)	2,5 (2,6)	2,5
Lagerinvesteringar*	0,0	0,3 (0,4)	0,0 (-0,1)	0,1 (0,1)	0,1
Export	8,7	5,3 (5,3)	5,9 (6,3)	5,4 (5,4)	5,9
Import	7,9	7,5 (8,3)	7,0 (7,3)	6,2 (6,2)	6,3
BNP	4,2	3,1 (3,1)	2,8 (3,0)	2,3 (2,3)	2,6
BNP, kalenderkorrigerad	4,5	3,3 (3,3)	2,7 (2,9)	2,3 (2,3)	2,4

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

Anm. Siffrorna avser faktiska, ej kalenderjusterade, tillväxttakter, om ej annat anges.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A6. Produktion och sysselsättning
Årlig procentuell förändring om annat ej anges

	2006	2007	2008	2009	2010
Folkmängd 16-64 år	1,0	0,9 (0,7)	0,6 (0,4)	0,3 (0,2)	0,1
BNP, kalenderkorrigerad	4,5	3,3 (3,3)	2,7 (2,9)	2,3 (2,3)	2,4
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	2,0	3,2 (2,3)	1,2 (0,8)	0,2 (0,2)	0,0
Sysselsatta	1,8	2,6 (2,3)	1,5 (1,0)	0,2 (0,2)	0,0
Arbetskraft	1,2	1,8 (1,6)	1,1 (0,8)	0,2 (0,1)	0,0
Öppen arbetslöshet*	5,4	4,6 (4,7)	4,3 (4,5)	4,2 (4,3)	4,3
Arbetslöshet 15-74 år (EU-definition)*	7,0	6,1	5,8	5,7	5,8
Arbetsmarknadspolitiska program*	3,0	2,0 (2,0)	1,9 (2,0)	1,9 (1,9)	1,9

* Procent av arbetskraften

Källor: AMS, SCB och Riksbanken

Tabell A7. Löner och enhetsarbetskostnader i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerad data

	2006	2007	2008	2009	2010
Timlön, KL	3,1	3,9 (3,9)	4,5 (4,5)	4,2 (4,2)	3,8
Timlön, NR	3,4	4,3 (4,5)	4,7 (4,7)	4,5 (4,5)	4,1
Arbetsgivaravgifter	-0,9	0,6 (0,6)	-0,1 (-0,3)	-0,2 (-0,2)	0,1
Arbetskostnad per timme, NR	2,5	4,9 (5,2)	4,6 (4,4)	4,3 (4,3)	4,2
Produktivitet	2,4	0,1 (1,0)	1,5 (2,1)	2,1 (2,1)	2,3
Enhetsarbetskostnad	0,1	4,8 (4,2)	3,1 (2,3)	2,2 (2,1)	1,8

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, kollektiva avgifter och löneskatter dividerat med säsongrensade totalt antal arbetade timmar. Enhetsarbetskostnad definieras som arbetskostnad dividerat med säsongrensat förädlingsvärde i fast pris. På grund av avrundningar summerar inte posterna.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Tabell A8. Reporänta
Procent, årsgenomsnitt

	2006	2007	2008	2009	2010
Huvudscenario	2,2	3,5	4,3	4,4	4,3
Lägre ränta	2,2	3,4	3,7	3,8	3,8
Högre ränta	2,2	3,5	4,8	5,0	5,0

Källa: Riksbanken

Tabell A9. UND1X
Årlig procentuell förändring

	2006	2007	2008	2009	2010
Huvudscenario	1,2	1,1	2,0	2,0	2,0
Lägre ränta	1,2	1,1	2,3	2,7	2,8
Högre ränta	1,2	1,1	1,7	1,4	1,2

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A10. BNP

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

	2006	2007	2008	2009	2010
Huvudscenario	4,5	3,3	2,7	2,3	2,4
Lägre ränta	4,5	3,3	3,0	2,6	2,5
Högre ränta	4,5	3,3	2,4	1,9	2,1

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A11. Arbetade timmar

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

	2006	2007	2008	2009	2010
Huvudscenario	2,0	3,2	1,2	0,2	0,0
Lägre ränta	2,0	3,2	1,5	0,6	0,2
Högre ränta	2,0	3,2	0,9	-0,2	-0,2

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A12. Öppen arbetslöshet

Procent av arbetskraften, säsongrensade data

	2006	2007	2008	2009	2010
Huvudscenario	5,4	4,6	4,3	4,2	4,3
Lägre ränta	5,4	4,6	4,1	3,9	3,9
Högre ränta	5,4	4,6	4,4	4,6	4,7

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A13. Alternativscenario med högre kostnadstryck

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2007	2008	2009	2010
BNP	3,2 (3,3)	1,9 (2,7)	1,7 (2,3)	2,2 (2,4)
UND1X	1,2 (1,1)	2,5 (2,0)	2,2 (2,0)	1,9 (2,0)
Reporänta*	3,5 (3,5)	4,5 (4,3)	5,1 (4,4)	5,0 (4,3)
Timplön, NR	4,5 (4,3)	5,5 (4,7)	4,4 (4,5)	3,8 (4,1)
Arbetsproduktivitet	-0,2 (0,1)	1,2 (1,5)	2,1 (2,1)	2,4 (2,3)
Arbetade timmar	3,4 (3,2)	0,7 (1,2)	-0,4 (0,2)	-0,2 (0,0)

* Procent, årsgenomsnitt

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. BNP, arbetsproduktivitet och arbetade timmar avser säsongrensade data.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A14. Alternativscenario med svagare efterfrågan i omvärlden

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2007	2008	2009	2010
BNP	3,3 (3,3)	2,4 (2,7)	2,0 (2,3)	2,3 (2,4)
UND1X	1,1 (1,1)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
Reporänta*	3,4 (3,5)	3,7 (4,3)	3,9 (4,4)	4,1 (4,3)
TCW-vägd BNP	2,6 (2,7)	1,3 (2,1)	2,2 (2,2)	2,5 (2,3)
TCW-vägd KPI	1,9 (1,9)	1,8 (1,9)	1,6 (1,8)	1,7 (1,9)
TCW-vägd kortränta*	4,2 (4,2)	3,7 (4,2)	3,3 (4,1)	3,5 (4,0)

* Procent, årsgenomsnitt

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. BNP avser säsongrensade data.

Källor: SCB och Riksbanken

Tidigare räntebeslut¹⁵

Mötesdatum	Reporänta (procent)	Beslut (procentenheter)	Rapport
2004			
5 februari	2,50	-0,25	ingen rapport
31 mars	2,00	-0,50	2004:1
28 april	2,00	0	ingen rapport
27 maj	2,00	0	2004:2
23 juni	2,00	0	ingen rapport
19 augusti	2,00	0	ingen rapport
13 oktober	2,00	0	2004:3
8 december	2,00	0	2004:4
2005			
27 januari	2,00	0	ingen rapport
14 mars	2,00	0	2005:1
28 april	2,00	0	ingen rapport
20 juni	1,50	-0,50	2005:2
23 augusti	1,50	0	ingen rapport
19 oktober	1,50	0	2005:3
1 december	1,50	0	2005:4
2006			
19 januari	1,75	+0,25	ingen rapport
22 februari	2,00	+0,25	2006:1
27 april	2,00	0	ingen rapport
19 juni	2,25	+0,25	2006:2
29 augusti	2,50	+0,25	ingen rapport
25 oktober	2,75	+0,25	2006:3
14 december	3,00	+0,25	ingen rapport
2007			
14 februari	3,25	+0,25	2007:1
29 mars	3,25	0	ingen rapport
3 maj	3,25	0	ingen rapport
19 juni	3,50	+0,25	2007:2
6 september	3,75	+0,25	ingen rapport

15 En förteckning över historiska räntebeslut från och med 1994 och framåt finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Översikt över fördjupningar 2004-2007¹⁶

Inflation och priser

- 2004:1 Den senaste tidens inflationsutveckling
- 2004:2 Växelkursen och den importerade inflation
- 2004:2 Den senaste tidens inflationsutveckling
- 2004:2 Ändrade beräkningsmetoder för inflationstakten
- 2004:3 Oljepriset och penningpolitiken
- 2004:3 Den senaste tidens inflationsutveckling
- 2004:4 Den senaste tidens inflationsutveckling
- 2005:1 Den senaste tidens inflationsutveckling
- 2005:2 Varför är de svenska importpriserna så låga?
- 2006:1 Kronans utveckling och inflationen
- 2007:2 Den slojade fastighetsskattens effekter på bostadspriserna och inflationen

Penningpolitik

- 2004:1 Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2001-2003
- 2004:3 Oljepriset och penningpolitiken
- 2004:4 Finanspolitikens betydelse för penningpolitiken
- 2005:1 Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2002-2004
- 2006:1 Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2003-2005
- 2006:1 Osäkerhet om den framtida ränteutvecklingen
- 2006:2 Penningpolitiken i Sverige
- 2006:2 Vad är en normal nivå på reporäntan?
- 2006:3 Penningpolitiken i Sverige
- 2007:1 Riksbanken publicerar egen prognos för reporäntan
- 2007:1 Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2004-2006

Finanspolitik

- 2004:4 Finanspolitikens betydelse för penningpolitiken
- 2005:4 Finanspolitikens inriktning

¹⁶ En förteckning över fördjupningsrutur från och med 1993 och framåt finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Arbetsmarknad, löneavtal, produktivitet, resursutnyttjande

2004:1 Kalendereffekter på produktion, timmar och kostnader

2004:1 Konjunkturen och arbetsmarknaden

2004:1 Hur uthållig är den senaste tidens produktivetsuppgång?

2004:2 Indikatorer på resursutnyttjandet

2005:2 Arbetsmarknadsutvecklingen framöver – utvecklingen i andra länder och betydelsen av tillväxtens sammansättning

2006:2 Resursutnyttjande, kostnader och inflation

2006:3 Avtalsrörelsen 2007

2006:3 Perspektiv på mängden lediga resurser på arbetsmarknaden

2007:2 Avtalsrörelsen tyder på högre löneökningstakter

2007:2 Produktivitetens drivkrafter

2007:2 Efterfrågan, utbud och matchning på arbetsmarknaden

Prognoser och Riksbankens prognosarbete

2004:3 Utvecklingen på längre sikt

2005:1 Metodförändringar i Riksbankens prognosarbete

2005:1 Prognoser i ett längre tidsperspektiv och under antagande om att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna

2005:2 Prognoser på längre sikt under antagande om att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna

2005:3 Prognoser till 2007 under antagande om att reporäntan hålls konstant under två år

2005:3 BNP-indikatorer

2006:3 Inflationsindikatorer

2007:1 Beräkningsmetod för osäkerhetsintervall

2007:1 RAMSES – ett verktyg för penningpolitisk analys

BNP och dess komponenter

2005:3 Hushållens konsumtion, lån och sparande

Ordlista

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

Arbetskostnad: Total kostnad för arbetskraft per arbetad timme enligt nationalräkenskaperna, dvs. summan av lön, bonus, arbetsgivareavgift, avtalade kollektiva avgifter och löneberoende produktionsskatter.

Avkastningskurva: Avkastningskurvan binder samman marknadens räntesatser för olika löptider.

Bristtal: Andelen företag som uppger att de har brist på personal.

ECB: Europeiska Centralbanken.

ESCB: Europeiska centralbankssystemet. Samarbetsorgan mellan EU-ländernas centralbanker.

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

Enhetsarbetskostnad: Arbetskostnad per producerad enhet.

Exportmarknadstillväxt: Avser att mäta importtillväxten på de marknader (länder) som svenska varor och tjänster exporteras till.

FED: Den amerikanska centralbanken Federal Reserve.

Finansiella marknader: De finansiella marknaderna består av aktiemarknaden, räntemarknaden och valutamarknaden.

Finansiellt sparande (offentlig sektor): Den offentliga sektorns inkomster minus dess utgifter.

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

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

Implicit terminränta: Om det saknas terminräntor för vissa löptider eller horisonter, kan dessa beräknas implicit utifrån befintliga räntepapper.

Kapacitetsutnyttjande: Graden av utnyttjande av produktionskapaciteten, d.v.s. den maximala produktion som är möjlig med befintlig arbetsstyrka, maskinpark och lokaler.

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

Konkurrensvägd växelkurs: Den svenska kronans kurs mätt mot en korg av valutor där vikterna huvudsakligen bestäms av hur mycket handel vi har med respektive land.

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

P/E-tal: Är engelska och står för Price/Earning vilket på svenska betyder pris/vinst. Används för att mäta hur billig eller dyr en aktie är i förhållande till vinsten.

Penningmarknad: Ett samlingsbegrepp för marknader för räntebärande tillgångar som ges ut med löptider i regel upp till ett år.

Penningmarknadsinstrument: Upplåningsformer på räntemarknaden.

Penningpolitik: Riksbankens åtgärder för att bevara värdet på pengar.

PPR: Penningpolitisk rapport.

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

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

Resursutnyttjande: Utnyttjandet av produktionsresurserna arbetskraft och kapital.

Riksbankens direktion: Leder Riksbanken och fattar bl.a. de penningpolitiska besluten.

Riksbankslagen: Lagen där Riksbankens arbetsuppgifter har fastställts.

Riskpremie: En extra avkastning på en riskfylld placering som en investerare vill ha för att anse att en placering med risk och en placering utan risk är likvärdiga.

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

Spotmarknad: Priset på en vara för omedelbar leverans.

TCW-vägd växelkurs, TCW-index: Ett index för den svenska kronans kurs baserat på konkurrensvikter.

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

Terminsränta: Ett terminsräntekontrakt innebär en skyldighet för ingående parter att fullfölja ett köp eller en försäljning av en räntetillgång till en förutbestämd ränta, terminsräntan, och vid en förutbestämd tidpunkt.

Tillgångspriser: Priser på tillgångar som exempelvis aktier och fastigheter.

UND1X: Mått på den underliggande inflationen. Beräknas månadsvis av SCB som KPI exklusive hushållens räntekostnader för egna hem och rensat för de direkta effekterna av förändringar i indirekta skatter och subventioner.

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

Sveriges riksbank
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

