



# Penningpolitisk rapport

2008:2



## Penningpolitisk rapport

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

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

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

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 2 juli 2008. Rapporten finns tillgänglig på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se). Där går det att utan kostnad beställa en tryckt version av rapporten eller ladda ned den i pdf-format.

För att prenumerera på den penningpolitiska rapporten kontakta Riksbanken.

E-post: [penningpolitiskrapport@riksbank.se](mailto:penningpolitiskrapport@riksbank.se)

Adress: Sveriges riksbank 103 37 Stockholm

Telefon: 08-787 00 00

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

<sup>1</sup> Se *Penningpolitiken i Sverige* på nästa sida för en genomgång av den penningpolitiska strategin och av vad som kan betraktas som en 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 STRATEGI<sup>2</sup>

- Penningpolitiken vägleds, utöver KPI, av olika mått på "underliggande inflation". 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 et cetera).
- 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 till exempel 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 och i samband med de tre andra mötena publiceras en penningpolitisk uppföljning. Ungefär två veckor efter varje penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det går att följa den diskussion som ledde fram till det aktuella räntebeslutet och se hur de olika direktionens ledamöterna 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.

<sup>2</sup> En utförlig beskrivning av den penningpolitiska strategin finns i pdf-format på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) under rubriken Penningpolitik/Prisstabilitet.

# Innehåll

- Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning **5**
- KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna **7**
  - Prognosen jämfört med föregående prognos **19**
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker **23**
  - Alternativa scenarier för reporäntan **23**
  - Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen **27**
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin **33**
- Appendix **63**
  - Tabeller **64**
  - Översikt över fördjupningar 2005-2008 **68**
  - Tidigare räntebeslut **69**
  - Ordlista **70**
- Fördjupningar
  - Ökningstakten i KPIX understiger KPI under lång tid **49**
  - Hur används mått på underliggande inflation i den penningpolitiska analysen? **52**
  - Realräntans utveckling **55**
  - Riksbankens företagsundersökning: konjunkturer dämpas och kostnaderna stiger **57**



# ■ Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning

Riksbankens direktion har beslutat att höja reporäntan till 4,5 procent. Inflationen har fortsatt att stiga i Sverige och är nu på den högsta nivån sedan mitten av 1990-talet. Under året kommer reporäntan att behöva höjas ytterligare ett par gånger för att hindra att den höga inflationen biter sig fast. Med en högre reporänta avtar inflationen och är på ett par års sikt nära målet 2 procent. Resursutnyttjandet faller men väntas vara normalt i slutet av prognosperioden.

Inflationen har stigit kraftigt och är på den högsta nivån sedan mitten av 1990-talet. Att inflationen är hög beror främst på att världsmarknadspriserna på energi och livsmedel ökat kraftigt. Men även ett allt högre inhemska resursutnyttjande de senaste åren har bidragit till stigande inflation. Samtidigt är inflationsförväntningarna fortsatt höga.

Resursutnyttjandet är fortfarande något högre än normalt. Men tillväxten både här och i omvärlden dämpas. En orsak är den internationella finansiella oron som pågått sedan förra året. Det går fortfarande inte att säga när läget på de finansiella marknaderna normaliseras.

Konjunktoren fortsätter att dämpas framöver och läget på arbetsmarknaden mattas.

Riksbankens bedömning är att resursutnyttjandet är normalt i slutet av prognosperioden.

Penningpolitiken har som uppgift att stabilisera inflationen. De kraftiga prisuppgångarna på livsmedel och olja riskerar att leda till att andra priser stiger för snabbt. Riksbankens bedömning är därför att räntan behöver höjas nu och ytterligare ett par gånger under året för att föra tillbaka inflationen mot målet på ett par års sikt.

Men osäkerheten i bedömningen är stor. Reporäntan kan bli lägre om råvarupriserna faller eller om oron på de finansiella marknaderna fördjupas. Det motsatta kan bli fallet om det höga inflationstrycket består. Hur penningpolitiken kommer att utformas beror därför på hur ny information om den ekonomiska utvecklingen utomlands och i Sverige påverkar de svenska inflations- och konjunkturutsikterna.

Protokollet från direktionens penningpolitiska sammanträde publiceras den 16 juli. Nästa penningpolitiska sammanträde hålls den 3 september. Nästa penningpolitiska rapport publiceras den 23 oktober 2008.

*Riksbankens direktion*





Inflationen har stigit kraftigt och är på den högsta nivån sedan mitten av 1990-talet. Att inflationen är hög beror främst på att världsmarknadspriserna på energi och livsmedel ökat kraftigt. Men även ett allt högre inhemskt resursutnyttjande de senaste åren har bidragit till stigande inflation. Samtidigt har oron på de finansiella marknaderna i USA spridit sig och har sedan sommaren 2007 bidragit till att dämpa den ekonomiska tillväxten i omvärlden och därmed i Sverige.

Penningpolitiken har redan tidigare haft att hantera dessa två motstridiga krafter; å ena sidan ett stigande inflationstryck och å andra sidan en konjunktur som mattas av. Nu finns tecken på att inbromsningen i den svenska konjunkturen kommer snabbare och blir mer uttalad än vad som antogs i både februari och april. Samtidigt har oljepriset fortsatt att stiga kraftigt och betydligt mer än tidigare väntat. Effekten blir att KPI-inflationen blir högre samtidigt som tillväxtkrafterna dämpas än mer när hushållens köpkraft gröps ur och företagens kostnader stiger.

Penningpolitikens uppgift är inte att försöka påverka förändringar i relativa priser, det vill säga att vissa priser stiger mer än andra. Globalt stigande priser på råvaror leder till en välfärdslust för svenska hushåll. Det kan penningpolitiken inte göra något åt. Däremot kan penningpolitiken motverka spridningseffekter som leder till en allmän prisuppgång vilket i värsta fall kan sätta igång en löne- och prisspiral. En sådan utveckling skulle vara mycket negativ för ekonomin på längre sikt och skulle kräva mer långtgående penningpolitiska ingrepp längre fram för att brytas.

Riksbanken bedömer att en väl avvägd penningpolitik är att höja räntan ytterligare ett par gånger under året. Åtstramningen innebär att tillväxten på kort sikt blir lägre än annars hade varit fallet. Men samtidigt motverkas spridningseffekterna från de stegade råvarupriserna. Riksbankens bedömning är att inflationen på ett par års sikt ligger i linje med målet samtidigt som resursutnyttjandet är normalt i slutet av prognosperioden.

Diagram 1. Reporänta med osäkerhetsintervall  
Procent, kvartalsmedelvärden

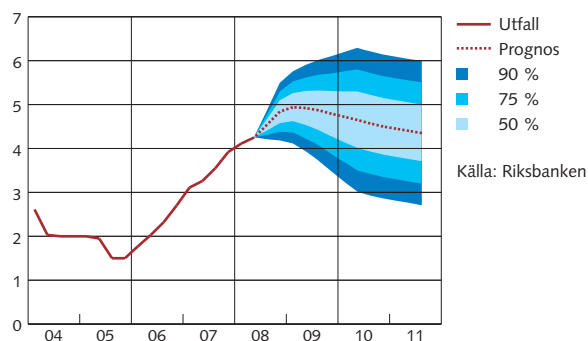


Diagram 2. KPI med osäkerhetsintervall  
Årlig procentuell förändring

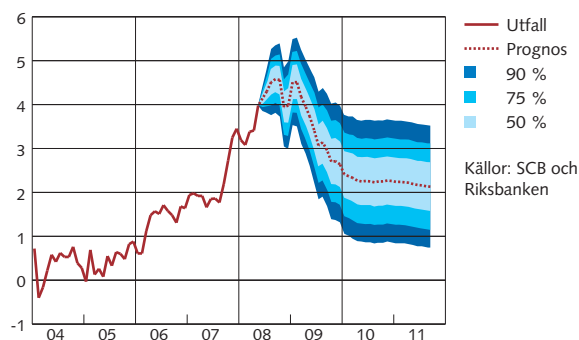
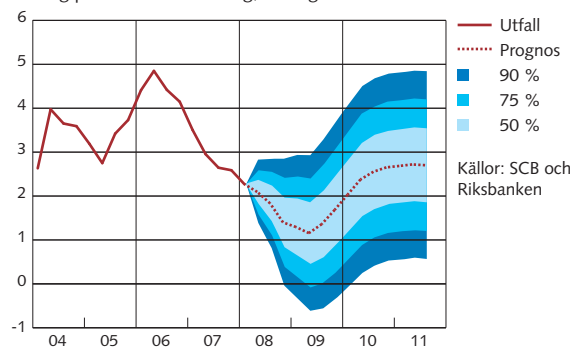
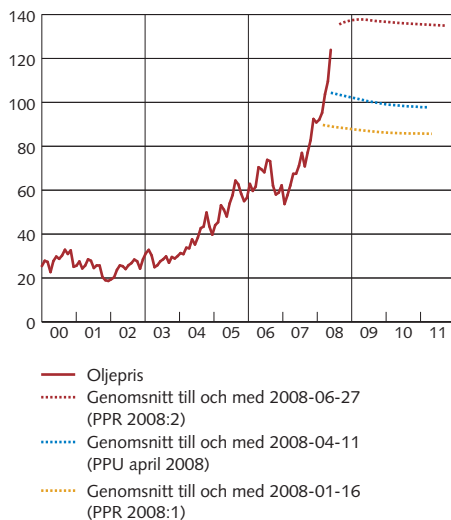


Diagram 3. BNP med osäkerhetsintervall  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



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

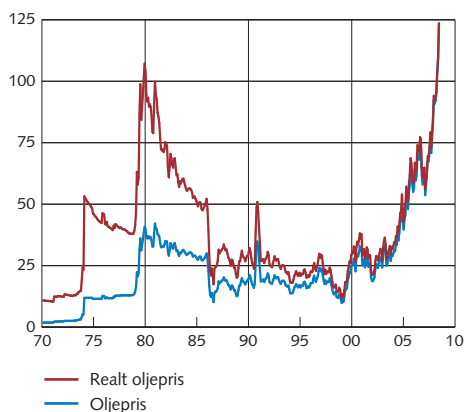
**Diagram 4. Oljepris, Brentolja**  
USD per fat, terminspriser



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

Källor: Intercontinental Exchange och Riksbanken

**Diagram 5. Nominellt och reallt oljepris**  
USD per fat (Brent)



Anm. Reallt oljepris har beräknats genom att deflatera nominellt oljepris med TCW-vägt KPI normaliserat till 100 i maj 2008. TCW-vägd KPI för maj 2008 är en prognos.

Källor: Intercontinental exchange och Riksbanken

## ■ ■ Snabbt stigande energipriser

En stor del av den snabbt stigande inflationen förklaras till stor del av utvecklingen av oljepriset. I juni uppgick oljepriset till i genomsnitt drygt 130 dollar per fat (se diagram 4). Det är cirka 40 dollar mer än vad terminspriseringen indikerade vid den penningpolitiska rapporten i februari och 30 dollar mer än vid den penningpolitiska uppföljningen i april.<sup>3</sup> Priserna på terminskontrakt på olja anger priset för leverans av olja vid olika tidpunkter i framtiden. Riksbankens prognos av det framtida oljepriset bygger på dessa terminspriser. Enligt terminspriseringen på olja i slutet av juni kommer oljepriset inte att stiga mer framöver. Men nivån på oljepriset väntas vara fortsatt hög (se diagram 4).

Utöver oljepriset har elpriset bidragit till att energipriserna stigit den senaste tiden. Elpriserna har ökat sedan i våras och enligt terminspriseringen kommer de att fortsätta stiga under det närmaste året för att därefter stabiliseras på den högre nivån.

Med undantag för en kort period i slutet av 2006 har oljepriset ökat trendmässigt under en längre tid och det reala oljepriset är nu högre än vid tidigare pristoppar (se diagram 5). Nivån på terminspriserna har höjts allteftersom oljepriset stigit till högre och högre nivåer. Det finns en risk att de nuvarande terminspriserna på motsvarande sätt underskattar det framtida oljepriset och att oljepriset kommer att öka ytterligare framöver. På utbudssidan verkar den lediga produktionskapaciteten vara låg i utgångsläget. Att öka kapaciteten genom att bygga nya raffinaderier och exploatera nya oljefyndigheter tar tid och är kostsamt. Den höga efterfrågan på olja i tillväxtländer som Kina är en av de underliggande drivkrafterna bakom prisuppgången och den kommer sannolikt att vara viktig även framöver.

Men det finns också ett antal faktorer som talar för att oljepriset stabiliseras under prognosperioden, även om det är svårt att förutsäga när. Konjunkturen i omvärlden har bromsat in, framförallt i USA, och utvecklingen både i USA och i Europa ser ut att bli svag det närmaste året. Det bör dämpa efterfrågan och priset på olja. Ytterligare en faktor som har bidragit till uppgången av oljepriset är att många av länderna med stor efterfrågan på olja har infört subventioner för att skydda sina ekonomier från det höga världsmarknadspriset. Subventionerna innebär att konsumenter betalar ett lägre pris än världsmarknadspriset och mellanskillnaden betalas av staten. Subventionerna har hållit uppe efterfrågan. På så vis har även världsmarknadspriset hållits uppe på ett sätt som sannolikt inte skulle ha varit fallet om priset tillåts att slå igenom fullt ut i konsumentledet. Ju högre oljepriset är och ju längre tid subventionerna bibehålls, desto större blir dock kostnaderna för subventionerna och desto större blir belastningen på statsbudgetarna i dessa länder. På sikt kan detta inte vara hållbart och

<sup>3</sup> Genomgående i rapporten används beteckningen PPR 2008:1 för den första penningpolitiska rapporten 2008, PPU april 2008 för den penningpolitiska uppföljningen i april och motsvarande för andra rapporter och uppföljningar.

i vissa länder, bland annat Kina, har också subventionerna reducerats den senaste tiden. Framöver bör det bidra till att sänka oljepriset.

Under senare år har investeringar i terminskontrakt på råvaror, bland annat olja, blivit ett allt vanligare sätt för investerare att sprida risker och nå högre avkastning på sina tillgångar. Att investerare intresserat sig alltmer för råvaruterminer beror på att avkastningen på andra placeringar försämrats medan råvarupriserna stigit. Oron på de finansiella marknaderna har också bidragit. Ökningen av de finansiella flödena på råvarumarknaden har skett samtidigt som oljepriset stigit kraftigt den senaste tiden. Det har rest frågan i vilken mån prisuppgången på olja och andra råvaror drivits av finansiella placeringar. Än så länge finns inget säkert svar. Men studier som gjorts av utvecklingen under tidigare perioder talar för att finansiella investerare inte påverkat priserna i någon större omfattning. De viktigaste drivkrafterna har hela tiden varit underliggande efterfråge- och utbudsfaktorer. Men i den mån finansiella placeringar faktiskt bidragit till att prisuppgången blivit så stark skulle förväntningar om framtida försämringar av avkastningen på råvaruterminer kunna leda till att prisutvecklingen dämpas framöver.

### ■ ■ Höga priser på livsmedelsråvaror

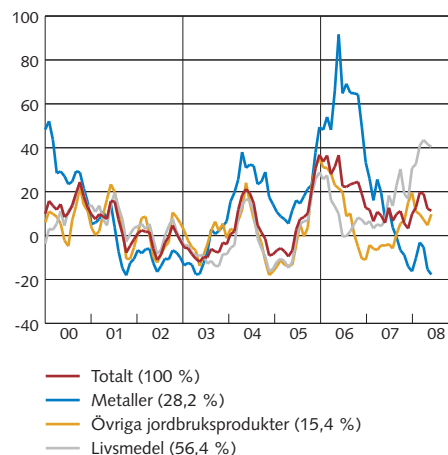
De internationella råvarupriserna på livsmedel har ökat sedan mitten av 2006. Under slutet av 2007 och början av 2008 har prisökningstakten accelererat till rekordhöga nivåer (se diagram 6). Det har inneburit att livsmedelspriserna i både producent- och konsumentled stigit kraftigt vilket har bidragit till en ökad inflation i Sverige och i omvärlden (se diagram 7).

Uppgången av priserna på livsmedelsråvaror beror på en kombination av faktorer på både efterfråge- och utbudssidan. I botten finns sedan en tid tillbaka en växande efterfrågan på livsmedel från snabbt växande ekonomier som Kina och Indien. En annan underliggande faktor är uppgången av oljepriset som dels ökat kostnaden för att producera livsmedel, dels stimulerat produktionen av biobränslen vilket i sin tur begränsat utbudet av till exempel spannmål. Utbudet har också hållits tillbaka av att vissa länder, som är stora producenter av livsmedel, infört begränsningar av sin export för att förhindra att de höga priserna slår igenom på hemmamarknaden. Det har minskat utbudet och dessutom hållit uppe efterfrågan i det egna landet. Tillsammans har det bidragit till ökningen av livsmedelspriserna. Slutligen har priserna de senaste åren också påverkats av dåliga skördar på olika håll i världen.

Liksom i fallet med oljepriset har det diskuterats hur mycket av uppgången av livsmedelspriserna som kan förklaras av ökade portföljinvesteringar i råvaror, det vill säga i vad mån finansiella placeringar bidragit till den kraftiga prisuppgången det senaste året (se ovan).

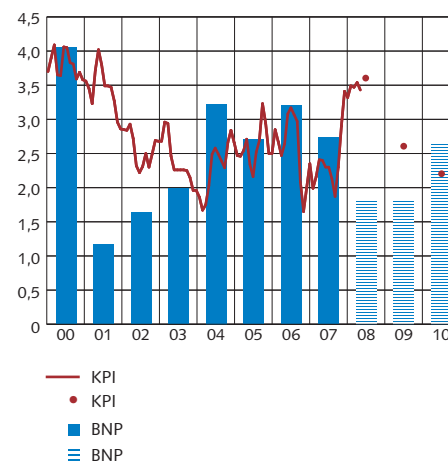
De senaste månaderna har utvecklingen av priset på vissa livsmedelsråvaror varit lugnare på världsmarknaden. Priserna på vete och

Diagram 6. Råvaruprisindex exklusive energi USD, årlig procentuell förändring



Källa: The Economist

Diagram 7. BNP och KPI i OECD Årlig procentuell förändring



Anm. KPI utfall är månadsdata och prognosen är årsgenomsnitt.

Källor: OECD och Riksbanken

ris har till exempel gått ned. Nedgången sammanhänger delvis med att exportrestriktionerna minskat i vissa länder. Priset på majs har dock fortsatt att stiga. Totalt sett har prisökningstakten på livsmedelsråvaror dämpats något de senaste månaderna.

Priserna på livsmedelsråvaror antas stabiliseras på en hög nivå.<sup>4</sup> Men det finns en betydande osäkerhet om den framtida utvecklingen. Råvarupriserna har historiskt sett utvecklats cykliskt – efter en uppgång har priserna så småningom fallit tillbaka då produktionen ökat som ett svar på prisuppgången. Historien visar också att då priser på råvaror väl börjar sjunka så kan de falla ganska snabbt. Så skulle kunna bli fallet om till exempel avmattningen av konjunkturen i omvärlden blir större än väntat. I kapitel 2 redovisas ett alternativscenariö som studerar effekterna av att råvarupriserna faller kraftigt.

Prisutvecklingen på livsmedelsråvaror skulle givetvis kunna mattas av på kort sikt om konjunkturen blir svagare än väntat. Likaså om de restriktioner på utbudssidan som många länder infört skulle avskaffas. Men tillväxtländernas efterfrågan på råvaror och livsmedel kommer rimligtvis att fortsätta att sätta press uppåt på priserna. Det kommer på sikt att leda till ökade investeringar i jordbruks- och livsmedelssektorn vilket i förlängningen ökar utbudet och sänker priserna. Men att öka produktionskapaciteten tar tid. Prognoserna baseras därför på förutsättningen att priserna på livsmedelsråvaror inte fortsätter att öka i samma snabba takt som det senaste året, utan blir kvar på en förhållandevis hög nivå ytterligare en tid framöver.

### ■ ■ Högre löneökningar och återhämtning av produktiviteten

Förutom det pristryck som beror på stigande världsmarknadspriser på energi och livsmedelsråvaror har det inhemska inflationstrycket stigit. Under 2007 ökade enhetsarbetskostnaderna med drygt 4 procent vilket främst förklarades av en minskad produktivitet.

Under det första kvartalet i år var löneökningarna drygt 4 procent.<sup>5</sup> Det är cirka en procentenhet högre än den genomsnittliga löneökningstakten under perioden april 2004 till mars 2007. Eftersom lönestatistik revideras allteftersom retroaktiva löneutbetalningar registreras är utfallet ännu preliminärt. Det har inte publicerats ett så högt första preliminärt utfall för något kvartal sedan slutet på 2001. Då var löneökningen utöver de centrala avtalen något under 2 procentenheter. Så mycket verkar det däremot inte bli i år. Förra året, då sysselsättningen ökade kraftigt, var till exempel löneökningen utöver de centrala avtalen mindre än 1 procentenhet. Löneökningar enligt de centrala löneavtalen beräknas enligt Medlingsinstitutet i genomsnitt att vara drygt 3 procent i år. Riksbankens prognos är att lönerna i hela ekonomin ökar med 4,4 procent 2008.

Under 2009 bedöms den genomsnittliga nivån på de centralt avtalade löneökningarna i hela ekonomin bli något lägre än i år. Dess-

<sup>4</sup> Se till exempel IMF, World Economic Outlook, April 2008, för en diskussion om detta.

<sup>5</sup> Enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet.

utom ser löneökningarna utöver avtal ut att bli något lägre på grund av ett gradvist försämrat arbetsmarknadsläge. Sammantaget betyder det att lönerna i hela ekonomin beräknas öka med 3,7 procent nästa år (se tabell A7). För 2010 är prognosen för lönerna ungefär densamma som för 2009, men en ny avtalsrörelse påbörjas under 2010 vilket försvårar bedömningen.

Trots att löneutvecklingen alltså bedöms bli högre än under 2007 kommer företagens arbetskostnader per producerad enhet att öka måttligt under prognosperioden (se diagram 8). En förklaring är att ökningstakten i produktiviteten återhämtar sig under 2008 och kommer att öka framöver (se diagram 9). Men den genomsnittliga ökningen av produktiviteten kommer att vara betydligt lägre än genomsnittet av produktivitetensökningen de senaste fem åren.

Ytterligare en förklaring till att enhetsarbetskostnaderna ökar måttligt under prognosperioden är att företag får en temporär nedsättning av arbetsgivaravgifterna under 2008. Det sänker alltså kostnaderna i år. Under 2009 stiger visserligen arbetsgivaravgifterna igen när nedsättningen upphör, men då motverkas de ökade kostnaderna av att produktiviteten stiger.

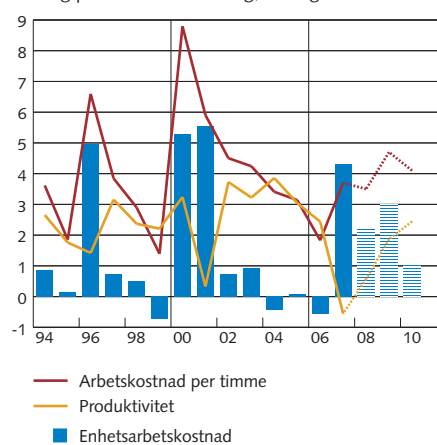
## ■ ■ Inflationen över målet det närmaste året

Inflationen har stigit kraftigt den senaste tiden. Det förklaras till stor del av den snabba uppgången av energi- och livsmedelspriser. Även stigande räntekostnader har bidragit till ökningen av KPI (se diagram 10). I bakgrunden finns också att kostnadstrycket har stigit det senaste året.

Då energipriserna förändras har det en direkt effekt på inflationen via priser på drivmedel, villaolja och el som ingår i KPI. Den kraftiga uppgången av energipriserna den senaste tiden har därför inneburit en kraftig ökning av inflationen. När uppgången bryts framöver, vilket alltså ligger i Riksbankens prognos, kommer KPI inte att öka lika mycket från månad till månad. Inflationen mätt som förändringen av KPI från månad till månad kommer därför att vara betydligt lägre framöver. Däremot kommer den årliga procentuella förändringen av KPI, det vill säga KPI en månad jämfört med samma månad året innan, fortfarande att vara hög under en del av prognosperioden. Det beror på att prisnivån nu är betydligt högre än vad den var för ett år sedan. Det förhållandet kommer att gälla under det närmaste året och det påverkar prognosen för inflationen under resten av 2008 och början av 2009 (se diagram 11).

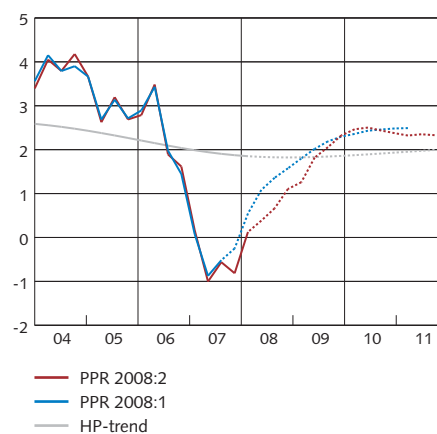
Förutom de direkta effekterna på inflationen via priser på bensin med mera som ingår i KPI har uppgången av energipriserna även haft indirekta effekter. Företagens produktionskostnader har ökat – till exempel kostnaderna för transporter och insatsvaror.<sup>6</sup> Även uppgången

**Diagram 8. Enhetsarbetskostnader i hela ekonomin**  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



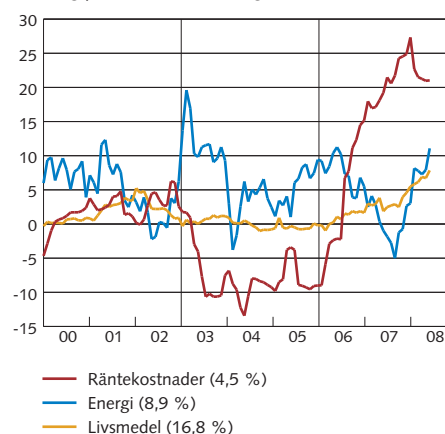
Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 9. Faktisk och trendmässig produktivitetstillväxt i hela ekonomin**  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Trend beräknad med Hodrick-Prescott-filtret. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 10. Livsmedel, energi och räntekostnader i KPI**  
Årlig procentuell förändring

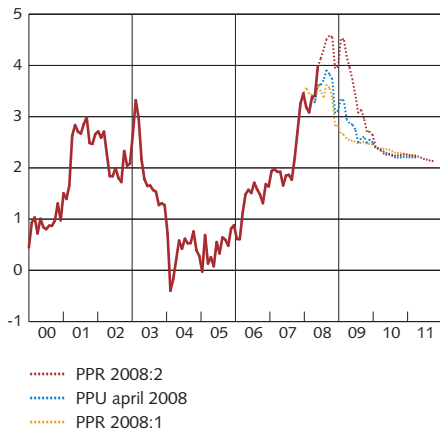


Anm. Inom parentes anges respektive komponents vikt i KPI.  
Källa: SCB

6 Se vidare fördjupningen "Energi- och livsmedelspriser och svensk inflation" i PPR 2008:1 för en diskussion om dessa indirekta effekter.



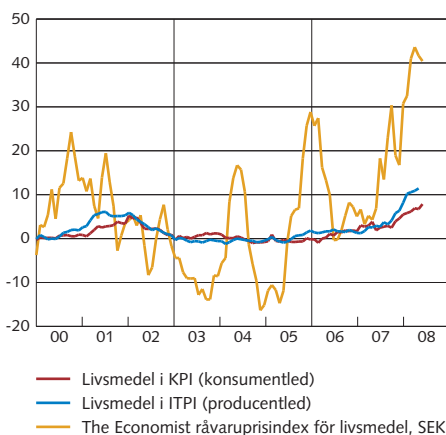
**Diagram 11. KPI, utfall och prognoser vid olika tillfällen**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

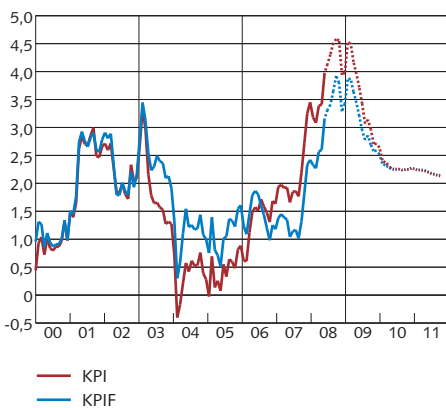
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 12. Livsmedelspriser i olika led**  
Årlig procentuell förändring



Källor: The Economist och SCB

**Diagram 13. KPI och KPIF**  
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast ränta. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

av priserna på livsmedelsråvaror den senaste tiden har inneburit en höjning av företagens produktionskostnader. Livsmedelspriserna i producentledet har ökat kraftigt sedan mitten av förra året (se diagram 12). Frågan är hur mycket av företagens kostnadsökningar som slår igenom i form av höjda priser i konsumentledet och hur mycket företagen absorberar genom att till exempel minska sina prispåslag och vinster eller genom att rationalisera och effektivisera produktionen. I branscher där konkurrensen är hård kan det bli svårt att höja priserna i motsvarande mån som kostnaderna har ökat. Om marginalerna redan i utgångsläget är pressade kan det leda till lönsamhetsproblem.

En faktor som talar för att en stor del av prisuppgången på energi och livsmedel redan slagit igenom i priserna till konsumenterna är att vinstandelen, det vill säga vinsternas andel av förädlingsvärdet, inte har fallit speciellt mycket trots fjolårets kraftiga öknings i enhetsarbetskostnaderna. Ett annat tecken är att livsmedelskomponenten i KPI ökat kraftigt den senaste tiden (se diagram 12). Även svaren i Riksbankens företagsundersökning indikerar att en stor del av prisökningarna redan har slagit igenom i konsumentledet (se fördjupningen "Riksbankens företagsundersökning").

Men det finns normalt en viss eftersläpning i anpassningen till ökade kostnader eftersom företag ändrar priser med en viss fördröjning. Det är därför sannolikt att konsumentpriserna även framöver kommer att stiga till följd av den senaste tidens uppgång av råvarupriserna. Prognosen är dock att prisökningarna inte blir lika stora framöver som under det senaste året. Ett skäl till det är att den generellt sett största kostnaden för företagen – arbetskraftskostnaden – ser ut att öka i en relativt måttlig takt. Dessutom bidrar penningpolitiken till att prisökningarna inte sprider sig vidare och får varaktigt fäste i till exempel inflationsförväntningarna.

Riksbankens prognos är att inflationen fortsätter att stiga och förblir hög under resten av året och även en stor del av 2009. Mätt med KPI kommer inflationen att uppgå till 3,9 procent i genomsnitt under 2008 och 3,5 procent under 2009. Förutom priserna på energi och livsmedel hänger detta samman med tidigare räntehöjningar. Om KPI-inflationen renas från ränteförändringar (KPIF) är inflationen 0,8 procentenheter lägre än KPI-inflationen i genomsnitt under 2008 (se diagram 13 och tabell A1). Då inflationsimpulserna avtar framöver, vilket antas i prognosen, kommer inflationen att minska relativt snabbt under 2009 och närma sig 2 procent under 2010.

## ■ ■ Svagare arbetsmarknad och lägre tillväxt

Dämpningen av det allmänna konjunkturläget är mer uppenbar nu än vid den penningpolitiska rapporten i februari i år (se kapitel 3). Sysselsättning och arbetade timmar har stigit flera år i rad men den svaga konjunkturutvecklingen gör att uppgången vänds till en svag nedgång senare i år (se diagram 14 och tabell A6). Nedgången i sysselsätt-

ningen gäller näringslivet. Sysselsättningen i den offentliga sektorn växer däremot snabbare än under tidigare år. Under 2009 och 2010 kommer sysselsättningsgraden att falla, det vill säga antal sysselsatta i relation till befolkningen i arbetsför ålder minskar (se diagram 35). Arbetade timmar minskar under 2009 men börjar stiga under loppet av 2010.

Arbetskraften ökar under prognosperioden dels på grund av att befolkningen i arbetsför ålder växer, dels på grund av den ekonomiska politiken som stimulerar till ett ökat utbud av arbetskraft. Ökningen avtar dock under prognosperioden (se diagram 14). Arbetslösheten har fallit under en längre period. Den trenden bryts under året och arbetslösheten börjar återigen stiga (se diagram 15). Det beror på att arbetskraften växer samtidigt som sysselsättningen minskar.

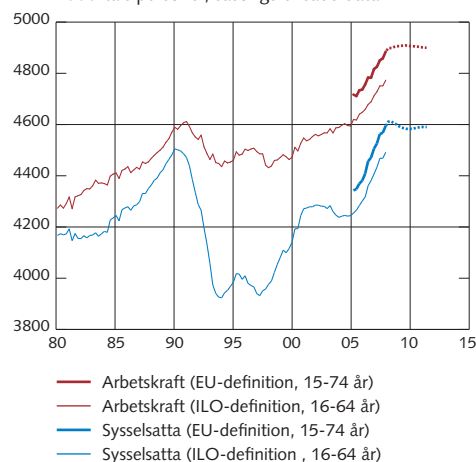
Tillväxten i BNP har minskat påtagligt den senaste tiden. Under 2007 föll tillväxttakten till 2,7 procent i genomsnitt och Riksbankens bedömning är att tillväxten fortsätter att falla under 2008 (se diagram 16 och tabell A5). Tillväxten vänder upp igen under 2009 men i termer av årsgenomsnitt kommer den att bli låg 2009. Under 2010 stiger tillväxten och mot slutet av prognosperioden stabiliseras den på en långsiktigt uthållig nivå. Prognosen baseras till stor del på bedömningen att den internationella konjunkturen återhämtar sig under 2009 och att tillväxten i omvärlden stiger (se diagram 17). Skulle till exempel inflationsimpulserna i omvärlden inte avta framöver och nedgången i omvärldens tillväxt bli mer utdragen kommer den svenska utvecklingen att bli svagare än i huvudscenariot. Kapitel 2 redovisar ett sådant scenario.

### ■ ■ Svag utveckling i USA men viss återhämtning framöver

Den amerikanska BNP-tillväxten har sjunkit kraftigt och var mycket låg de två senaste kvartalen (se kapitel 3). Avmattningen förklaras till viss del av de oväntat höga priserna på olja och bensin som gröpt ur en allt större del av hushållens reala inkomster och ökat företagens kostnader. Till det kommer att oron på de finansiella marknaderna och nedgången på bostadsmarknaden har påverkat konsumtion och investeringar, till exempel har bostadsinvesteringarna fallit dramatiskt. Det finns fortfarande stor osäkerhet om den framtida utvecklingen på de finansiella marknaderna. Sysselsättningen faller och enkäter visar att pessimismen om den framtida ekonomiska utvecklingen har ökat kraftigt bland de amerikanska hushållen. Dessa faktorer talar för en dämpad utveckling i USA under året. Enligt prognosen kommer BNP-tillväxten 2008 att bli 1,4 procent (se diagram 18 och tabell A4). Inflationen mätt med KPI blir samtidigt strax över 4 procent.

Ett antal faktorer talar för att den amerikanska ekonomin återhämtar sig under början av 2009. Regeringen i USA har introducerat ett stimulanspaket som stimulerar konsumtion och tillväxt i år och styrräntan har sänkts. Försvagningen av dollarn som skett under en

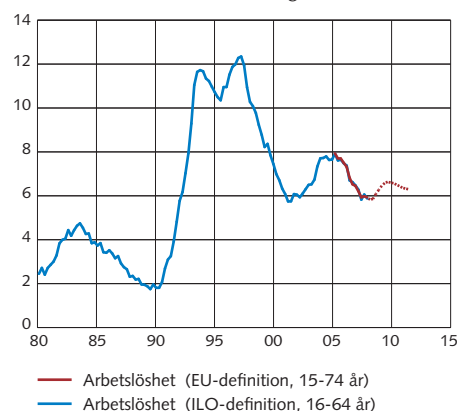
**Diagram 14. Arbetskraft och sysselsatta**  
1000-tals personer, säsongrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

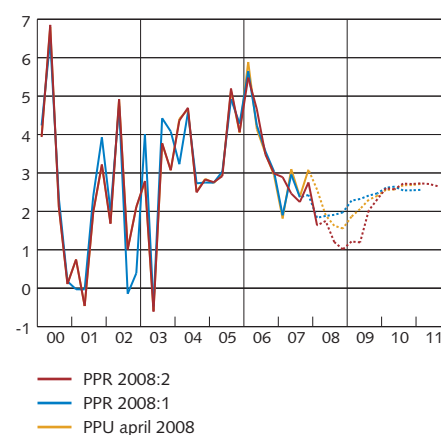
**Diagram 15. Arbetslöshet**  
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

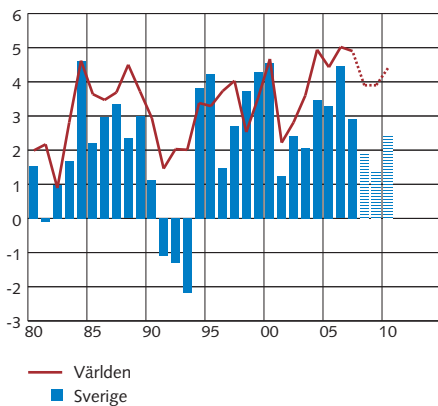
**Diagram 16. BNP**  
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

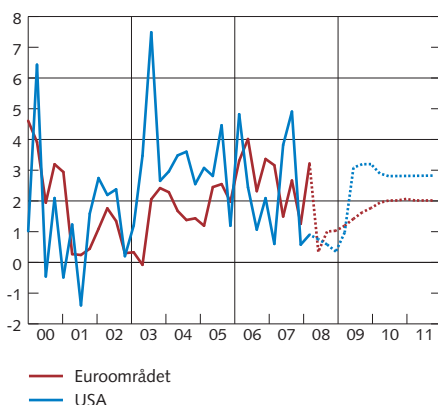
**Diagram 17. Tillväxten i världen och i Sverige**  
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: IMF, SCB och Riksbanken

**Diagram 18. BNP för USA och euroområdet**  
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och Riksbanken

tid bidrar framöver till att exporten ökar. Under nästa år bör dessutom aktiviteten på bostadsmarknaden öka och bostadsinvesteringarna ta fart som ett resultat av låga huspriser, låga räntor och en vändning på arbetsmarknaden. Till det kommer att både företag och hushåll har starka balansräkningar. Vinsterna som andel av BNP är fortsatt höga och hushållens nettoförmögenheter är fortfarande relativt höga i ett historiskt perspektiv.

### ■ ■ Dämpning av konjunkturen i Europa

I euroområdet har tillväxten i BNP varit stark under några år men indikatorer tyder på att den kommer att avta under 2008 och mycket talar för en fortsatt svag utveckling under större delen av 2009. En stark efterfrågan i omvärlden har bidragit till att produktionen och investeringarna i euroområdet har ökat. När nu efterfrågan i omvärlden – framförallt i USA – dämpas kommer tillväxten att avta. Den starka euron bidrar dessutom till att exporten inte kommer att öka lika mycket som tidigare. De höga olje- och livsmedelspriserna bidrar också till att dämpa den inhemska efterfrågan. Hushållen har varit återhållsamma med sin konsumtion de senaste åren trots den relativt goda tillväxten i BNP. Hushållen har sparat och har därför ett gott utgångsläge för att kunna höja konsumtionen då tillförsikten åter stärks. När inflationsimpulserna från energi- och livsmedelspriserna avtar kommer också inflationen att minska (se tabell A4). Därmed gynnas utvecklingen av reallönerna. Konjunktursvackan i euroområdet ser därför ut att bli förhållandevis måttlig (se diagram 18).

I Storbritannien har tillväxten dämpats och den kommer att vara svag under både 2008 och 2009. Tjänstesektorn, som under de senaste åren har svarat för en betydande del av tillväxten i ekonomin, har drabbats av oron på de finansiella marknaderna. Hushållen ser mörkt på framtiden och småhuspriserna har, enligt vissa mått, börjat falla. I Danmark och Norge kommer tillväxten att dämpas under prognosperioden i och med att konjunkturen i omvärlden mattas och den inhemska efterfrågan dämpas.

### ■ ■ Fortsatt stark utveckling i Asien

Inbromsningen av konjunkturen i USA och de höga energipriserna har hittills inte påverkat tillväxtekonomierna i Asien i någon större omfattning. Produktionen i dessa länder ökar fortfarande kraftigt och bidrar till att hålla uppe tillväxten i omvärlden. Bedömningen är att tillväxten i dessa länder dämpas något under prognosperioden, bland annat som ett resultat av konjunkturavmattningen i USA och Europa. Men det kommer fortfarande att vara en stark utveckling. I Kina till exempel beräknas BNP-tillväxten bli runt 10 procent per år.

Den höga efterfrågan på olja och andra råvaror i till exempel Kina har bidragit till den globala prisuppgången. Även om den senaste tidens kraftiga prisuppgång nu avtar är det en rimlig bedömning



att tillväxtländernas efterfrågan även framöver kommer att vara en underliggande drivkraft för utvecklingen av till exempel oljepriset. En osäkerhetsfaktor är de subventioner av energipriser och exportrestriktioner för jordbruksprodukter som införts i många av dessa länder. Skulle dessa reduceras eller avskaffas, vilket till viss del redan skett i vissa länder, och de höga prisnivåerna tillåtas slå igenom fullt ut i producent- och konsumentleden kan efterfrågan dämpas. Det skulle därmed kunna bidra till att råvarupriserna börjar falla – se kapitel 2 för ett sådant alternativscenario.

En annan osäkerhetsfaktor i dessa länder är kopplad till inflationsutvecklingen, utöver energiprisuppgången. Ett antal asiatiska länders valutor har försvagats den senaste tiden eftersom flera av valutorna är kopplade till dollarns utveckling. Det har stimulerat export och produktion och eldat på inflationen i ett läge där den redan är hög. Skulle den ekonomiska politiken läggas om i en stramare riktning i dessa länder för att dämpa inflationsimpulsen kan det medföra att den globala tillväxten påverkas negativt. I Japan väntas tillväxten mattas av under 2008. En gradvis återhämtning kommer under 2009 (se tabell A4).

### ■ ■ Styrräntorna i omvärlden väntas stiga

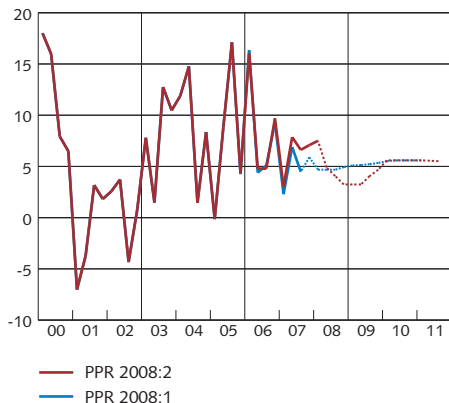
De högre råvarupriserna har medfört att inflationen i omvärlden har stigit. Det har lett till förväntningar om högre styrräntor (se diagram 49 och 50). Riksbankens prognoser bygger på antagandet att omvärldens styrräntor utvecklas enligt marknadens förväntningar så som de avspeglas i terminräntorna. Högre styrränta bidrar till att inflationen i omvärlden dämpas efterhand (se diagram 7).

### ■ ■ Konjunkturavmattningen i USA och Europa dämpar svensk export

På global nivå väntas BNP-tillväxten dämpas något och hamna strax under 4 procent i år och under 2009 (se diagram 17 och tabell A4). Det är ändå en hög tillväxt i ett historiskt perspektiv. Utvecklingen för de länder som traditionellt varit viktiga för svensk utrikeshandel blir däremot mer dämpad. Den så kallade TCW-vägda BNP-tillväxten, där vikterna som används för att beräkna ett genomsnitt speglas av Sveriges utrikeshandel, blir strax under 1,5 procent för helåret 2009 (se tabell A4). Anledningen är främst den dämpade utvecklingen i USA och Europa framöver. Riksbankens bedömning är ändå att utvecklingen vänder under nästa år och att den TCW-vägda BNP-tillväxten blir högre 2010.

Dämpningen av tillväxten i omvärlden framöver innebär att utvecklingen av den svenska exporten också mattas av. Marknadstillväxten för svensk export, det vill säga utvecklingen av varuimporten i länder som Sverige exporterar till, kommer enligt prognosen att vara stark i år men minskar 2009 (se tabell A4). Den svenska exporten antas därför öka relativt mycket i år men ökningen blir betydligt lägre under 2009, 3,4 procent (se diagram 19 och tabell A5). I takt med att

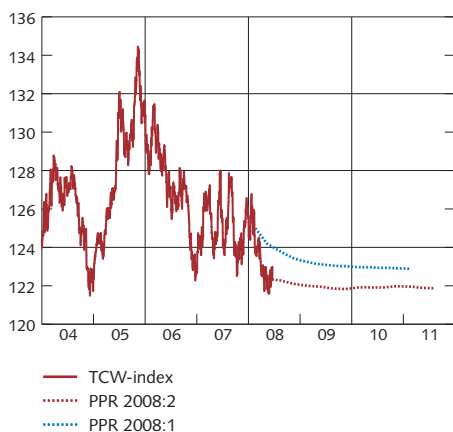
**Diagram 19. Export**  
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 20. Konkurrensvägd växelkurs, TCW Index, 1992-11-18 = 100**



Källa: Riksbanken

det sker en viss återhämtning i konjunkturen stiger sedan öknings-takten under 2010 med över 2 procentenheter. Varuexporten står för cirka 70 procent av den totala exporten, men under prognosperioden förväntas exporten av tjänster fortsätta att växa snabbare än varu-exporten.

### ■ ■ Den reala växelkursen förstärks medan kronan stabiliseras

Den reala växelkursen i handelsvägda termer (TCW-index) har förstärkts i genomsnitt de senaste åren. Den reala växelkursen är priset på utländska varor i förhållande till priset på inhemska varor, där priserna uttrycks i samma valuta. Vid en real förstärkning går priset på inhemska varor upp jämfört med utländska priser mätt i gemensam valuta. Det kan ske genom att inhemska priser stiger snabbare än utländska eller genom att den nominella växelkursen – kronkursen – stärks.

Ett par faktorer som kan förklara förstärkningen är att Sverige har haft en relativt hög tillväxt jämfört med omvärlden och ett stort överskott i bytesbalansen. Överskottet i bytesbalansen väntas bestå men minska. Att överskottet består trots det höga oljepriset beror på ett minskat oljeberoende. Prognosen innebär att den reala växelkursen förstärks något ytterligare de kommande åren. Prognosen för den nominella kronkursen är att den ligger kvar på ungefär dagens nivå under prognosperioden (se diagram 20).

### ■ ■ Den finansiella marknadsoron består

Oron på de finansiella marknaderna fortsätter att prägla den internationella utvecklingen. För att möta de ansträngda förhållandena på de finansiella marknaderna har centralbanker världen över agerat genom olika typer av åtgärder. Men trots dessa åtgärder återstår problem och den framtida utvecklingen är osviss (se också Finansiell stabilitet 2008:1). Tillväxten i världsekonomin har avtagit. Det gäller framförallt USA som är det land som har drabbats hårdast av den finansiella oron. Nedgången på den amerikanska bostadsmarknaden fortsätter men botten kommer enligt bedömningen att nås i år. Skulle den ekonomiska inbromsningen bli ännu kraftigare kan det finansiella systemet komma att testas ytterligare.

Även Sverige har påverkats av den finansiella oron, om än i mindre grad än många andra länder. Det har bland annat kommit till uttryck i att de räntor som hushåll och företag möter har stigit mer än vad som motiveras av att reporäntan höjts. Sedan juli 2007 då den finansiella oron bröt ut och fram till nu har reporäntan höjts med 0,75 procentenheter. En för hushållen viktig ränta, räntan på rörliga bostadslån, har däremot stigit med ungefär 1,4 procentenheter under samma period. Att bolåneräntorna har stigit mer än reporäntan beror i allt väsentligt på en ökad ovilja hos finansiella aktörer att placera i

tillgångar med kreditrisk, exempelvis bostadsinstitutens obligationer. Därigenom har bostadsinstitutens finansieringskostnader pressats upp i förhållande till riskfria räntor. Sedan april har dock den finansiella oron varit ungefär oförändrad i styrka och den rörliga bolåneräntan har inte heller stigit mer än vad som motiveras av förväntningarna på reporäntan.

Det är samtidigt värt att notera att i ett längre historiskt perspektiv är inte differensen mellan de räntor som hushållen möter och reporäntan ovanligt hög. Det beror på att bankernas marginaler under slutet av 1990-talet och början av 2000-talet var betydligt större än idag (se diagram 21).

Osäkerheten på de finansiella marknaderna kommer sannolikt att finnas kvar framöver och det gör att känsligheten för störningar är stor. Till exempel kan utvecklingen i Baltikum vara en sådan störning då flera svenska banker har en betydande verksamhet där. Tillväxten i de baltiska staterna har dämpats och avtar i en allt snabbare takt och det finns en risk att den pågående ekonomiska avkylningen övergår i en mer uttalad konjunkturnedgång. Det skulle i så fall kunna leda till förstärkt oro på de finansiella marknaderna och höja bankernas finansieringskostnader ytterligare. I slutändan skulle detta kunna leda till högre räntor för svenska hushåll och företag.

En annan risk gäller de svenska hushållens skuldsättning. Om hushållens skulder fortsätter att öka snabbare än hushållens inkomster kan det också innebära risker på sikt (se vidare Finansiell stabilitet 2008:1).

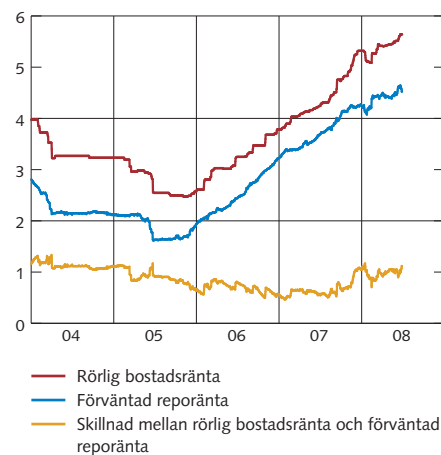
## ■ ■ Konsumtionen och investeringarna ökar inte lika mycket framöver

Höga priser på livsmedel och energi har urholkat de svenska hushållens köpkraft, vilket dämpar utvecklingen av hushållens konsumtion främst under 2008. Men tillväxten i konsumtionen kommer att vara relativt låg även under 2009 (se diagram 22 och tabell A5). Ytterligare en faktor som talar för en svag konsumtionstillväxt är att hushållens förmögenhet har reducerats på grund av aktiemarknadens svaga utveckling och att priserna på bostadsmarknaden har fallit något sedan hösten 2007.

Avmattningen på bostadsmarknaden kommer också att slå igenom på bostadsinvesteringarna. Bostadsinvesteringarna som tidigare har stått för en stor del av investeringarna ökar betydligt långsammare under prognosperioden. Tillväxten i näringslivets investeringar, som har varit stark de senaste åren, bedöms bli stark även under 2008. Men i takt med att konjunkturen dämpas bedöms företagen dra ned investeringstakten (se diagram 23). Detta gör att investeringarna totalt sett inte kommer att öka lika mycket framöver.

Men samtidigt som investeringarna dämpas i näringslivet fördubblas ökningstakten i de offentliga investeringarna från cirka 4 procent under 2007 till i genomsnitt 8 procent under 2008 och 2009.

Diagram 21. Räntor i Sverige  
Procent

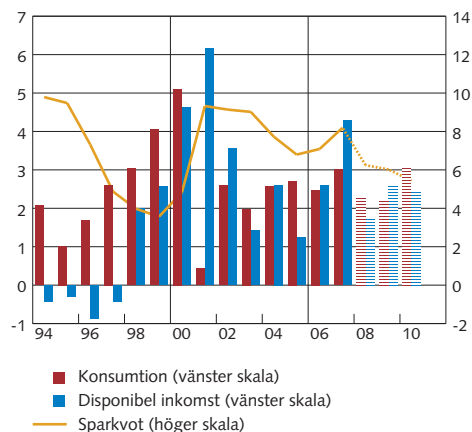


Anm. Avser genomsnittet av fyra bostadsinstituts 3 månaders bostadsränta. Förväntad reporänta är beräknad utifrån 3 månaders overnight index swap.

Källor: Ecowin och Riksbanken

Diagram 22. Hushållens disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot

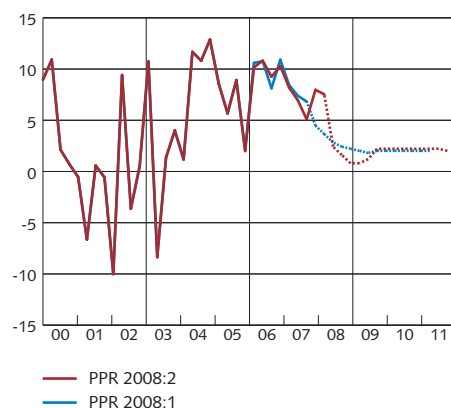
Årlig procentuell förändring, fasta priser respektive procent av disponibel inkomst



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

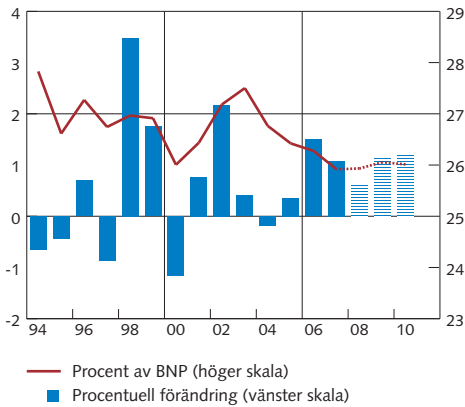
Diagram 23. Fasta bruttoinvesteringar

Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



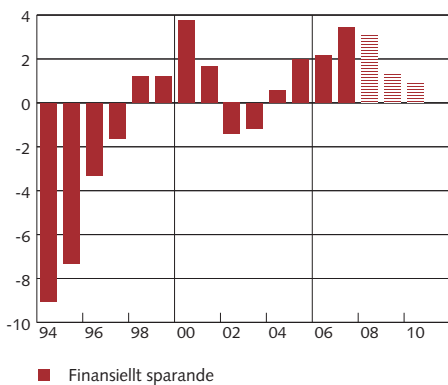
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 24. Offentliga konsumtionsutgifter**  
Årlig procentuell förändring, fasta priser respektive procent av BNP



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

**Diagram 25. Offentligt sparande**  
Andel av BNP, procent



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

Ökningen beror främst på statliga investeringar i infrastruktur. Den offentliga konsumtionen förväntas öka och ökningstakten stiger upp till cirka 1 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 24).

### ■ ■ Starka offentliga finanser efter de senaste årens konjunkturuppgång

Den offentliga sektorns finansiella sparande har blivit högre än vad Riksbanken bedömde i februari. Det beror främst på att arbetsmarknaden har utvecklats starkt. Prognoser från Riksgäldskontoret och Ekonomistyrningsverket tyder på att statens lånebehov är lägre i år än vad som tidigare har förutsatts. Historiskt sett brukar finanspolitiken bli mer expansiv i en konjunkturavmattning. Det innebär att det finansiella sparandet, det vill säga offentliga sektorns inkomster minus utgifter, kommer att minska under prognosperioden då konjunkturen bromsar in. Finanspolitikens inriktning förutsätts bli något mer expansiv under 2009 och 2010. Riksbanken bedömer att ofinansierade reformer, till exempel en sänkning av inkomstskatten som inte uppvägs av en motsvarande höjning av någon annan skatt, motsvarar ungefär en procent av BNP per år under 2009 och 2010. Men även om skatterna sänks och statens utgifter ökar under perioden väntas den offentliga sektorns finansiella sparande ligga i linje med regeringens långsiktiga mål på en procent av BNP under 2010 (se diagram 25).

### ■ ■ Höjd reporänta dämpar inflationen

Riksbankens prognos baseras på att reporäntan höjs från 4,25 procent till knappt 5 procent i slutet av detta år. Snabbt stigande internationella olje- och livsmedelspriser är prisstegringar som den svenska penningpolitiken inte kan påverka. Däremot kan räntehöjningarna minska risken för att de höga prisökningarna på bland annat energi sprids till andra priser. När importerade och övriga inflationsimpulser avtar minskar därför inflationen och väntas på ett par års sikt vara i linje med målet. Det finns tecken som tyder på att inbromsningen av konjunkturen kommer något snabbare än vad som antogs i februari och i april. På lite längre sikt kan reporäntan därför återgå ungefär till dagens nivå.

I ett historiskt perspektiv bedöms inte reporäntan under de kommande åren vara på en särskilt hög nivå. Detsamma gäller den reala räntan, vilken stiger under prognosperioden och uppgår till omkring 2,5 procent under 2010 (se diagram R7 i fördjupningen "Realräntans utveckling").

## Prognosen jämfört med föregående prognos

### ■ ■ Högre inflations- och reporänteprognos jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april

Sedan april har prognosen för reporäntan justerats upp (se diagram 26). Jämfört med april är prognosen för inflationen mätt med KPI nu 0,4 procentenheter högre för årsgenomsnittet 2008 och 0,7 procentenheter högre för 2009 (se tabell 1).

Den högre inflationen är till största delen ett resultat av en oväntat stark uppgång av priserna på energi. Från april har priset på råolja stigit med cirka 20 dollar per fat. Även terminspriserna har stigit jämfört med april. Prognosen för årsgenomsnittet av råoljepriset per fat är därför uppjusterad med drygt 30 dollar 2009 och 2010 (se tabell 3). Även terminspriserna på marknaden för el är nu högre än vid uppföljningen i april.

Inbromsningen av den svenska konjunkturen ser nu ut att ske något snabbare än enligt bedömningen i uppföljningen i april. Det beror delvis på utfallet av nationalräkenskaperna för kvartal 1 som inkommit sedan april (se kapitel 3). Höga prisökningar och en högre ränta innebär också att aktiviteten dämpas något mer på kort sikt än i den tidigare prognosen.

Jämfört med april har prognosen för BNP-tillväxten justerats ned cirka en halv procentenhet i år och 2009 (se tabell 3). För 2010 är däremot prognosen ungefär densamma. Nedgången av antal sysselsatta kommer nu också enligt prognosen att bli något större nästa år. Även prognosen för arbetslösheten 2009 är uppjusterad. Däremot är prognosen för sysselsättningen 2008 uppjusterad som ett resultat av starka utfall i början av året.

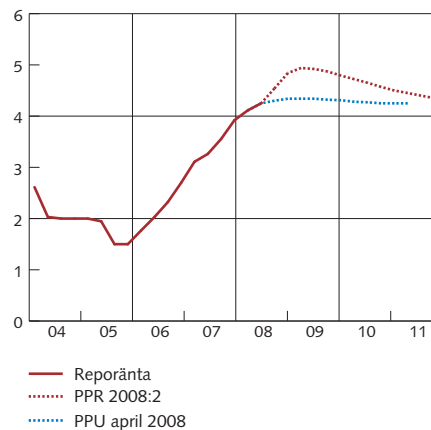
Prognosen för omvärldskonjunkturen har också justerats jämfört med april. Prognosen för BNP-tillväxten i USA 2008 har höjts något på grund av starkare utfall än väntat första kvartalet. Däremot har prognosen för tillväxten i USA nästa år justerats ned med 0,3 procentenheter.

Omvärldens styrräntor väntas i genomsnitt öka till nästan 5 procent under 2009 enligt marknadsprissättningen. I april förväntades en sänkning.

### ■ ■ Högre inflation och fler tecken på konjunkturavmattning sedan den penningpolitiska rapporten i februari

Bedömningen av den framtida reporäntan har justerats upp sedan i april och februari. Främst beror det på att inflationen och oljepriset ökat oväntat mycket. Trots en högre reporänta bedöms inflationen bli högre under prognosperioden jämfört med i april. Samtidigt har BNP-tillväxten reviderats ned. Jämfört med februari väntas nu inflationen mätt med KPI bli 0,5 procentenheter högre i år och en procentenhet högre under 2009 (se diagram 11 och tabell A2). Tillväxten i BNP har reviderats ned med 0,3 procentenheter i år och 0,8 procentenheter 2009 (se tabell A5).

Diagram 26. Reporänteprognoser vid olika tillfällen  
Procent



Källa: Riksbanken

Oljepriset har stigit kraftigt sedan den förra rapporten. Terminspriset på olja ligger nu cirka 50 dollar högre per fat under hela prognosperioden (se diagram 4). I den penningpolitiska rapporten i februari redovisades ett alternativ där oljepriset antogs öka med ytterligare 40 dollar per fat jämfört med bedömningen i den rapportens huvudscenario. Prisuppgången på olja ser nu alltså ut att bli i linje med det alternativa scenariot. Samtidigt blir inflationen i omvärlden (mätt i TCW-termer) enligt den nuvarande bedömningen betydligt högre än vad som antogs i det scenariot. Avmattningen av konjunkturen, både i omvärlden och i Sverige, bedöms också bli större, framförallt 2009.

I förhållande till bedömningen i februari rapporten väntas tillväxten i produktiviteten bli lägre i år. Konjunkturavmattningen ser dessutom ut att komma något snabbare och prognosen pekar därför mot att både timmar och sysselsatta minskar under 2009. Prognosen för arbetslösheten 2009 justeras upp. Prognosen för timlönerna 2009 har därför reviderats ned med 0,3 procentenheter jämfört med februari (se tabell A7).

Prognosen för ökningen av arbetskostnaderna per timme 2008 justeras ned med 1 procentenhet. Det beror på att arbetsgivaravgifterna temporärt blir lägre i år, till följd av en reducerad premie i ITP-försäkringen. Då reduktionen av premien försvinner under 2009 får det till följd att arbetskostnaderna stiger mycket jämfört med årets kostnader. Prognosen för 2009 är därför uppreviderad cirka en halv procentenhet. Dessa förändringar får följd effekter på prognoserna för ökningen av enhetsarbetskostnaderna. Sammantaget justeras prognosen för enhetsarbetskostnaderna ned för 2008 och upp för 2009.

Jämfört med februari bedöms tillväxten i USA bli 0,3 procentenheter lägre under 2008 och nästan 1 procentenhet lägre under 2009. Det beror bland annat på att inflationen nu beräknas bli högre nästa år vilket krymper hushållens konsumtionsutrymme mer än vad som tidigare antagits (se tabell A4).

En svagare tillväxt i USA och högre internationella prisökningar på olja och livsmedelsråvaror innebär en svagare tillväxt i Europa än i föregående bedömning. Prognosen för BNP-tillväxten i euroområdet 2009 är nedjusterad med 0,8 procentenheter. Den TCW-vägda BNP-tillväxten 2009 har reviderats ned med 0,7 procentenheter. Den svagare omvärldskonjunkturen innebär att marknadstillväxten för svenska exportvaror bedöms bli lägre än vad som antogs i februari rapporten. Det påverkar inte svensk export förrän under 2009 då prognosen är nedjusterad med 1,4 procentenheter.

Inflationen i omvärlden är uppreviderad framförallt i år och under 2009.

Jämfört med prognosen i den förra rapporten bedöms ökningstakten i hushållens konsumtion i Sverige bli lägre, både i år och 2009. Ökningstakten i de fasta bruttoinvesteringarna har justerats upp med över en procentenhet i år bland annat till följd av två förhållandevis starka kvartalsutfall. Men under 2009 väntas investeringarna öka långsammare än i februari prognosen.

Den offentliga konsumtionen väntas öka mindre i år men mer nästa år än bedömningen i februari. Prognosen för den offentliga sektorns finansiella sparande i år har reviderats upp jämfört med februarirapporten, från 2,3 till 3,1 procent av BNP. Under prognosperioden bedöms nu finanspolitiken bli något mer expansiv. Prognosen för utvecklingen av det offentliga finansiella sparandet bedöms bli 0,4 procentenheter lägre än den tidigare bedömningen för 2009 och 0,7 procentenheter lägre för 2010.

**Tabell 1. Inflation, årsgenomsnitt**  
Årlig procentuell förändring

	2007	2008	2009	2010
KPI	2,2	3,9 (3,5)	3,5 (2,8)	2,3 (2,3)
KPIX	1,2	3,0 (2,6)	2,8 (2,4)	2,0 (2,0)
KPIX exkl. energi	1,5	2,0 (2,0)	2,2 (2,2)	2,2 (2,1)
KPIF	1,5	3,1 (2,8)	3,1 (2,6)	2,3 (2,2)

Anm. Bedömningen vid penningpolitisk uppföljning i april 2008 anges inom parentes. KPIX är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem och rensat för direkta effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner. KPIF är KPI med fast ränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 2. Inflation, tolv månaderstal**  
Årlig procentuell förändring

	sep-07	sep-08	sep-09	sep-10	sep-11
KPI	2,2	4,6 (3,8)	3,0 (2,6)	2,2 (2,2)	2,1
KPIX	1,0	3,8 (3,2)	2,4 (2,3)	2,0 (1,9)	1,9
KPIX exkl. energi	1,4	2,4 (2,4)	2,2 (2,2)	2,2 (2,1)	2,0
KPIF	1,3	3,9 (3,3)	2,7 (2,5)	2,2 (2,1)	2,1

Anm. Bedömningen vid penningpolitisk uppföljning i april 2008 anges inom parentes. KPIX är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem och rensat för direkta effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner. KPIF är KPI med fast ränta.

Källor: SCB och Riksbanken



**Tabell 3. Nyckeltal**

Årlig procentuell förändring om inget annat anges

	2007	2008	2009	2010
BNP, världen	4,9 (4,9)	4,0 (3,8)	3,9 (4,0)	4,4 (4,5)
Råoljepris Brent, USD/fat, årsgenomsnitt	73	123 (103)	137 (102)	136 (100)
Växelkurs, TCW-index, årsgenomsnitt	125,2	122,8 (123,3)	121,9 (122,4)	121,9 (122,5)
Reporänta, årsgenomsnitt	3,5	4,4 (4,3)	4,9 (4,3)	4,6 (4,3)
Offentligt finansiellt sparande, procent av BNP	3,4 (3,4)	3,1 (2,9)	1,3 (1,4)	0,9 (0,9)
BNP	2,7 (2,6)	2,1 (2,6)	1,2 (1,8)	2,7 (2,8)
BNP, kalenderkorrigerad	2,9 (2,8)	1,9 (2,4)	1,4 (1,9)	2,4 (2,5)
Sysselsatta personer 15-74 år	2,5	1,4 (1,1)	-0,4 (-0,1)	-0,1 (0,0)
Arbetslöshet 15-74 år*	6,1	5,9 (6,0)	6,5 (6,2)	6,5 (6,3)
Timlön i hela ekonomin	3,3 (3,4)	4,4 (4,5)	3,7 (3,8)	3,8 (3,8)

\* Procent av arbetskraften

Anm. Bedömningen vid penningpolitisk uppföljning i april 2008 anges inom parentes.

Källor: IMF, Intercontinental Exchange, Medlingsinstitutet och Riksbanken

**Tabell 4. Reporänteprognos**

Procent, kvartalsmedelvärden

	Kv 2 2008	Kv 3 2008	Kv 4 2008	Kv 3 2009	Kv 3 2010	Kv 3 2011
Reporänta	4,25	4,5 (4,3)	4,8 (4,3)	4,9 (4,3)	4,6 (4,3)	4,4

Anm. Bedömningen vid penningpolitisk uppföljning i april 2008 anges inom parentes.

Källa: Riksbanken



I ett läge där inflationen är för hög och resursutnyttjandet faller står penningpolitiken inför en svår avvägning. Riksbanken bedömer att en väl avvägd penningpolitik denna gång är att höja reporäntan ytterligare ett par gånger under året. Detta bedöms bidra till att inflationen på ett par års sikt är i linje med målet. Det samlade resursutnyttjandet i ekonomin bedöms i nuläget vara högre än normalt. Under det kommande året beräknas resursutnyttjandet sjunka relativt snabbt för att därefter stabiliseras runt en normal nivå. Jämfört med bedömningen i april väntas inflationen bli högre och resursutnyttjandet något

lägre under större delen av prognosperioden.

Osäkerheten om den framtida utvecklingen är fortsatt stor. Om till exempel råvarupriserna skulle falla och leda till lägre energi- och livsmedelspriser eller om oron på de finansiella marknaderna skulle fördjupas så skulle räntan kunna bli lägre än i huvudscenariot. Om däremot den höga inflationen under 2008 och 2009 skulle leda till stigande inflationsförväntningar och ett fortsatt högt inflationstryck även de efterföljande åren skulle det vara motiverat med en högre reporänta. Detta är två alternativa scenarier som analyseras i detta kapitel.

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. Två alternativscenarier visas, dels ett med en högre räntebana, det vill säga en stramare penningpolitik, dels ett med en lägre bana, det vill säga en mer expansiv penningpolitik än den i huvudscenariot. Därefter redovisas två scenarier som är baserade på en annan ekonomisk utveckling i Sverige och omvärlden än i huvudscenariot och som i sin tur påverkar hur penningpolitiken förs.<sup>7</sup>

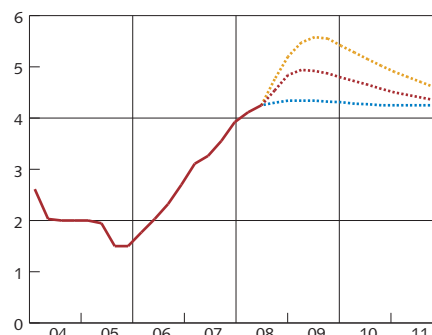
Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra. Detta visas med ett osäkerhetsintervall kring huvudscenariot (se diagram 1-3 i kapitel 1). De resultat som redovisas här ska ses som belysande exempel och illustrationer. En stor mängd andra alternativa utvecklingsvägar är också tänkbara, vilket sammantaget ger upphov till den osäkerhet i prognoserna som beskrivs av osäkerhetsintervallen.

## Alternativa scenarier för reporäntan

Reporäntans utveckling bestäms av en avvägning mellan att föra inflationen till målet och att stabilisera svängningarna i inflationen och den ekonomiska aktiviteten. För att belysa vilka avvägningar som görs illustreras nedan ett par alternativa scenarier för reporäntan. De beräknade effekterna på inflation, BNP och arbetsmarknad av de alternativa reporäntebanor som visas här bygger på hur dessa variabler brukar ändras när förändringar i reporäntan är oväntade.

I ett läge där inflationen är för hög och resursutnyttjandet faller står penningpolitiken inför en svår avvägning. Det gäller att förhindra att inflationsimpulserna får varaktigt fäste och att inflationsförväntningar, löne- och prisökningar på andra varor påverkas på längre sikt.

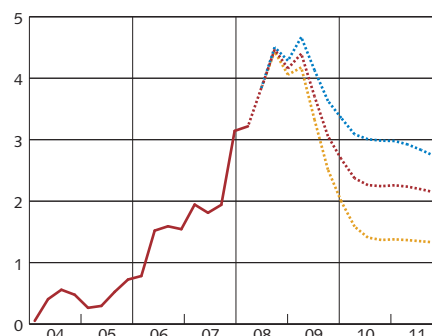
Diagram 27. Reporänteantaganden  
Procent, kvartalsmedelvärden



..... Huvudscenario  
..... Lägre ränta  
..... Högre ränta

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källa: Riksbanken

Diagram 28. KPI  
Årlig procentuell förändring

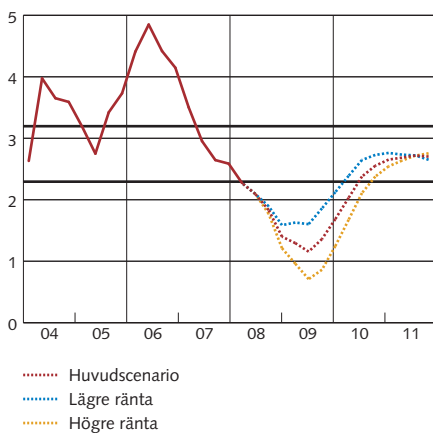


..... Huvudscenario  
..... Lägre ränta  
..... Högre ränta

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

<sup>7</sup> De alternativa scenarierna är gjorda med hjälp av olika modeller som Riksbanken använder sig av, främst den allmänna jämviktsmodellen Ramses. Se till exempel fördjupningen "RAMSES – ett verktyg för penningpolitisk analys" i PPR 2007:1 för en mer utförlig beskrivning.

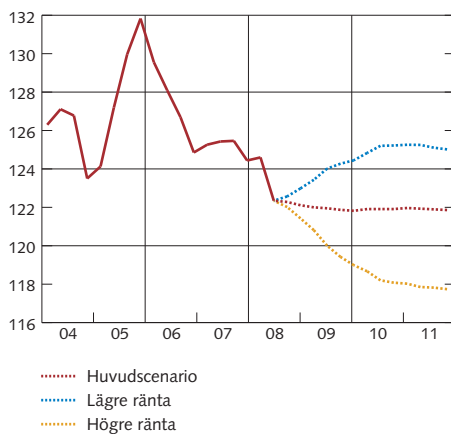
**Diagram 29. BNP**  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Svarta linjer visar genomsnittlig BNP-tillväxt under åren 1981-2007 och 1998-2007, 2,3 och 3,2 procent. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

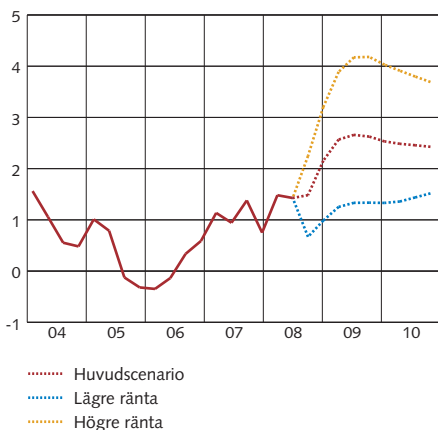
**Diagram 30. Konkurrensvägd växelkurs, TCW**  
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

**Diagram 31. Real reporänta**  
Procent



Anm. Real reporänta är beräknad som nominalräntan i tidpunkt t minus den årliga procentuella förändringen i KPI i tidpunkt t+4. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Samtidigt måste penningpolitiken vara tillräckligt expansiv för att undvika alltför negativa effekter på produktion och sysselsättning, givet att resursutnyttjandet inte i utgångsläget är kraftigt ansträngt. Ett sådant förlopp ställer centralbanken inför en svår balansgång.

Riksbanken bedömer att en väl avvägd penningpolitik denna gång är att höja reporäntan ytterligare ett par gånger under året (se diagram 27). Detta bedöms bidra till att få tillbaka inflationen nära målet på ett par års sikt (se diagram 28). Den reala ekonomin dämpas relativt snabbt (se diagram 29). Jämfört med bedömningen i april kommer inflationen att vara högre under prognosperioden (se tabell 1). Samtidigt kommer den reala utvecklingen bli svagare (se tabell 3). Det går att få ned inflationen snabbare genom att höja räntan mer. Men detta bedöms ge en för svag real utveckling. Om räntan är lägre än i huvudscenariot blir den realekonomiska utvecklingen starkare. Men det medför att inflationen bedöms ligga kvar klart över 2 procent de kommande åren.

### ■ ■ Högre ränta ger lägre inflation och BNP-tillväxt, lägre ränta ger högre inflation och BNP-tillväxt

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 än i huvudscenariot stärks också växelkursen mer (se diagram 30). 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 nettoexporten faller, vilket i sin tur verkar dämpande på efterfrågan och därmed på inflationen.

Om räntan istället höjs mindre än i huvudscenariot blir inflationen högre än i huvudscenariot. En lägre ränta leder till att efterfrågan och tillväxten i BNP och i arbetade timmar blir högre än i huvudscenariot. Detta medför högre kostnader för företagen och högre inflation.

Utvecklingen av reporäntan i det ena scenariot (kallat Högre ränta) innebär att reporäntan höjs till att i genomsnitt vara 5,6 procent det andra kvartalet 2009 (se tabell A8). Därefter går den långsamt ned mot huvudscenariots nivå, men den är fortfarande 0,25 procentenheter högre i slutet av prognosperioden. Reporäntan är i genomsnitt cirka 0,5 procentenheter högre än i huvudscenariot de kommande tre åren. Inflationen blir i genomsnitt 0,6 procentenheter lägre än i huvudscenariot och endast 1,3 procent tredje kvartalet

2011 (se tabell A9). Realräntan stiger jämfört med huvudscenariot och blir som mest 1,6 procentenheter högre under tredje kvartalet 2009 innan den sakta vänder ned igen (se diagram 31 och tabell 10) (se fördjupningen "Realräntans utveckling" för definition av realränta). Jämfört med huvudscenariot blir BNP-tillväxten i genomsnitt 0,2 procentenheter lägre under prognosperioden (se tabell A11).

Räntans utveckling i det andra alternativet (kallat Lägre ränta) innebär istället att reporäntan ligger kvar på omkring 4,25 procent. Under de kommande tre åren är den i genomsnitt ungefär 0,4 procentenheter lägre än banan i huvudscenariot.

Den lägre räntan medför att inflationen i genomsnitt blir 0,5 procentenheter högre än i huvudscenariot under de kommande tre åren. Tredje kvartalet 2011 är KPI-inflationen i detta scenario cirka 2,7 procent. Realräntan sjunker jämfört med huvudscenariot och blir som mest 1,3 procentenheter lägre under andra kvartalet 2009. BNP-tillväxten blir i detta alternativ i genomsnitt 0,2 procentenheter högre än i huvudscenariot under prognosperioden.

Den lägre räntebanan motsvarar ungefär huvudscenariots räntebana i den penningpolitiska rapporten i februari och uppföljningen i april. Det är viktigt att vara medveten om att effekterna av att välja denna räntebana som ett alternativ inte kan likställas med vad som hade hänt om vi hade haft kvar den som vårt huvudalternativ.

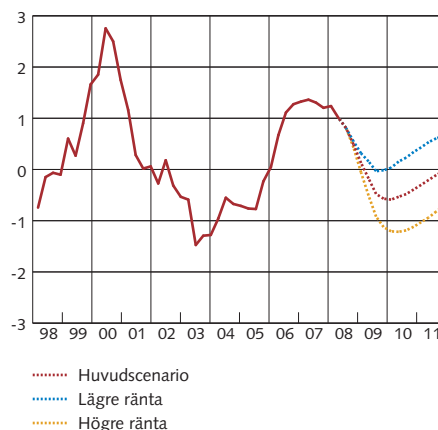
Ny information och nya utfall gör att prognoserna har ändrats. Exempelvis innebär det nuvarande huvudscenariot att (ett viktat genomsnitt av) omvärldens styrräntor förväntas öka till nästan 5 procent under 2009. I uppföljningen, då den lägre räntebanan var huvudalternativ, förväntades sänkningar av omvärldens styrräntor. Det innebär att skillnaden i räntenivå gentemot omvärlden om man väljer den lägre räntebanan nu blir mycket större än den var i april och det får effekter på den svenska växelkursen och den svenska ekonomiska utvecklingen.

## ■ 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 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 32 och 33).<sup>8</sup> Enligt dessa mått väntas resursutnyttjandet börja sjunka i år, men fortfarande utnyttjas mer resurser än normalt. I huvudscenariot sjunker resursutnyttjandet mätt med produktionsgapet ganska snabbt ned mot ett normalt resursutnyttjande i år och blir därefter negativt innan det närmar sig normal nivå igen. På arbets-

<sup>8</sup> Olika typer av gap kan ge olika svar på hur utnyttjandet av ekonomins resurser ser ut. Beräkningarna som används här innebär att skattningen av trenden baseras på serien för BNP respektive arbetade timmar inklusive prognos. Detta innebär att trenden inte är konstant utan ändras om prognosen ändras eller utfall revideras.

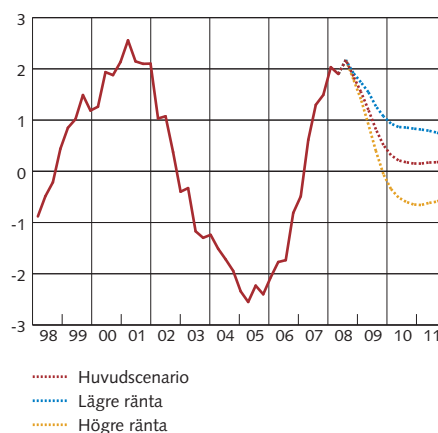
**Diagram 32. Produktionsgap (BNP)**  
Procentuell avvikelse från HP-trend



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

Källor: SCB och Riksbanken

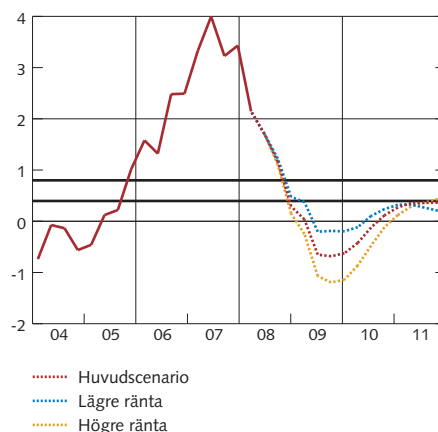
**Diagram 33. Arbetsmarknadsgap**  
Procentuell avvikelse från HP-trend



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

Källor: SCB och Riksbanken

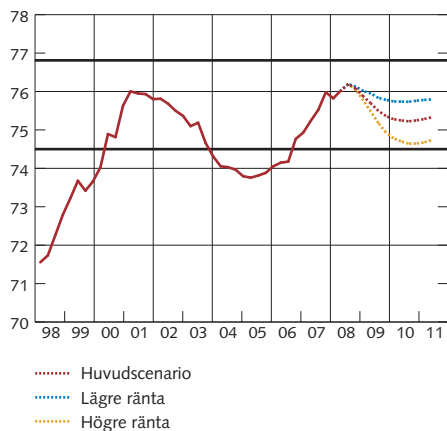
**Diagram 34. Arbetade timmar**  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Svarta linjer visar genomsnittlig tillväxt i arbetade timmar under åren 1981-2007 och 1998-2007, 0,4 och 0,8 procent. Streckad linje avser Riksbankens prognos

Källor: SCB och Riksbanken

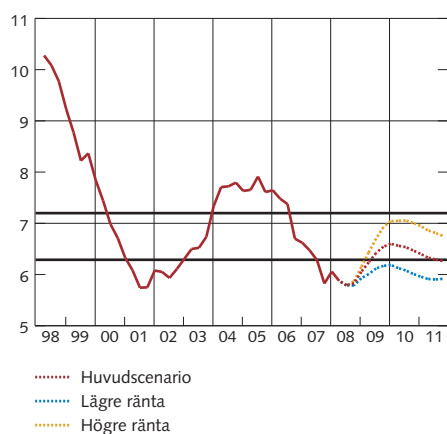
**Diagram 35. Sysselsättningsgrad**  
Procent, säsongrensade data



Anm. Andel sysselsatta i förhållande till befolkningen i åldrarna 16-64 år. Svarta linjer visar den genomsnittliga sysselsättningsgraden under åren 1981-2007 och 1998-2007, 76,8 och 74,5 procent, enligt Riksbankens länkning av den gamla AKU till den nya. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 36. Arbetslöshet**  
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Anm. Arbetslösa, i åldern 16-64 år, enligt ILO-definitionen. Svarta linjer visar genomsnittlig arbetslöshet under åren 1981-2007 och 1998-2007, 6,3 och 7,2 procent. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

marknaden ökar resursutnyttjandet mätt med arbetsmarknadsgapet under andra kvartalet i år men går sedan ned mot en normal nivå.

Scenariot med högre ränta ger ett lägre resursutnyttjande än normalt i slutet av prognosperioden enligt både arbetsmarknads- och produktionsgapet. Scenariot med lägre ränta däremot innebär att resursutnyttjandet enligt dessa två mått är på en högre nivå än normalt i slutet av prognosperioden. Produktionsgapet sjunker visserligen ned mot normalt under 2009, men stiger därefter igen.

Riksbanken studerar även andra mått på den realekonomiska utvecklingen. Prognoser för utvecklingen i arbetade timmar, sysselsättningsgrad och arbetslöshet redovisas i diagram 34-36. I diagrammen visas också historiska genomsnitt för två perioder, 1981-2007 och 1998-2007. 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 strukturella 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 påverkar fortfarande genomsnittet. Även på senare år har det skett strukturella förändringar på arbetsmarknaden. Det gör det svårt att bedöma vilken nivå på arbetslösheten och sysselsättningen som är långsiktigt hållbar.

I alternativscenariot med lägre ränta stiger arbetslösheten svagt till strax över 6 procent fram till i början av 2010, medan arbetslösheten hamnar på cirka 7 procent vid samma tidpunkt i scenariot med högre ränta. I slutet av prognosperioden är arbetslösheten 5,9 och 6,8 procent i låg- respektive högräntescenariot. Scenariot med högre ränta innebär alltså att den för närvarande höga aktiviteten i ekonomin enligt olika mått på realekonomisk utveckling dämpas snabbt, medan scenariot med lägre ränta innebär att nivån på aktiviteten sjunker långsammare.

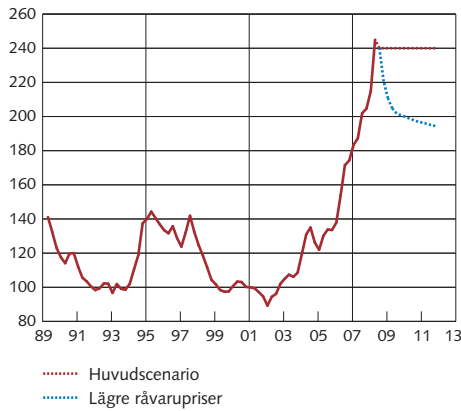
## Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen

I detta avsnitt presenteras två nya alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen. Men fortfarande är scenarierna med en fördjupad oro på de finansiella marknaderna och lägre tillväxt och lägre inflation, som beskrevs i de föregående penningpolitiska rapporterna, aktuella. Precis som i föregående rapport är scenarierna som beskrivs kopplade till vad som sker i omvärlden. I det första scenariot beskrivs vad som kan tänkas hända om råvarupriserna faller på världsmarknaden. I det andra scenariot beskrivs hur penningpolitiken, inflationen och BNP utvecklas om den internationella konjunkturedgången blir mer långvarig än i huvudscenariot samtidigt som inflationen både i Sverige och i omvärlden blir högre. Det sistnämnda är ett exempel på ett så kallat stagflationsscenario där tillväxten blir ännu lägre och inflationen ännu högre än i huvudscenariot.

Det är viktigt att poängtera att antagandet bakom de alternativa scenarierna är att Riksbanken inte har full information från början om den framtida ekonomiska utveckling som ett visst scenario för med sig, utan istället successivt blir varse detta under prognosperioden. Det innebär naturligen att penningpolitiken anpassas mer gradvis än om all information vore tillgänglig omedelbart.

I detta sammanhang är det också viktigt att framhålla att de reporäntebanor som redovisas här huvudsakligen bygger på hur reporäntan normalt brukar ändras när olika störningar inträffar. Penningpolitikens utformning i de olika scenarierna som redovisas nedan skulle dock kunna avvika från det historiska handlingsmönstret beroende på att Riksbankens avvägningar inte nödvändigtvis följer ett visst genomsnittligt historiskt mönster. Slutligen är det viktigt att påpeka att om något som liknar dessa alternativa scenarier verkligen skulle realiseras kan penningpolitiken komma att avvika från vad som visas här bland annat eftersom den också beror på hur omständigheterna i övrigt ser ut. Alltså kan ränteresponsen och effekterna på den ekonomiska utvecklingen se annorlunda ut än vad som visas även om exempelvis råvarupriserna skulle utvecklas precis som i alternativscenariot. Scenarierna ger ändå viss vägledning om effekterna på reporäntan av olika alternativa konjunktur- och inflationsförlopp.

Diagram 37. Råvaruprisindex exklusive energi Index, USD



Anm. Se diagram 6 för sammansättning av index.

Källor: The Economist och Riksbanken

## ■ ■ Ett fall i råvarupriserna leder till lägre inflation

Råvarupriserna har stigit kraftigt de senaste åren (se diagram 4, 6 och 37). Det är svårt att peka ut någon enskild faktor som ger en heltäckande förklaring till varför de har gått upp så mycket. Förmodligen är det en kombination av både efterfråge- och utbudsfaktorer som har spelat roll (se kapitel 1 för en genomgång). Det är troligt att varaktigheten i de olika drivkrafterna skiljer sig åt en del. Efterfrågan på råvaror från tillväxtländerna kommer antagligen att fortsätta hålla uppe priserna. De övriga förklaringsfaktorerna – den låga räntan, det ökade intresset för råvaror som placeringsform och i viss mån restriktionerna på utbudssidan – är förmodligen mer kortvariga och konjunkturella, till sin natur.

I huvudscenariot antas att råvarupriserna framöver inte kommer att fortsätta öka lika snabbt som tidigare. Men det är också möjligt att priserna faller tillbaka, till exempel om konjunkturen mattas mer än beräknat så att efterfrågan på råvarorna viker. Priserna kan också bli lägre om ny produktionskapacitet tillkommer som ökar utbudet kraftigt. Det skulle också kunna bli en snabbare avveckling av prisregleringar och/eller exportrestriktioner i utvecklingsländer.

När man försöker beräkna effekterna av en nedgång i råvarupriserna är det viktigt att komma ihåg att priserna på råvaror sätts på världsmarknaden. Både svenska importörer och exportörer är små i förhållande till världsmarknaden och tar därför priserna på världsmarknaden för givna, det vill säga de kan inte påverka dem i någon nämnvärd grad. Men råvarupriserna i svenska kronor påverkas även av växelkursen för kronan.

Ett fall i råvarupriserna har olika effekt på olika länder beroende på om landet är nettoexportör eller importör av en råvara, det vill säga om landets export av en råvara är större än landets import av samma råvara eller vice versa. Sverige är nettoexportör av metaller och skog, men nettoimportör av olja och livsmedel. Detta innebär att i jämförelse med oljeprisscenariot i föregående penningpolitiska rapport kan resultaten i ett scenario där både råolje- och övriga råvarupriser ingår slå annorlunda på svensk ekonomi. I båda fallen borde dock en nedgång i priserna leda till ett minskat inflationstryck. Men effekterna på svensk ekonomi beror också på användningsområdena för de olika råvarugrupperna. Effekterna blir rimligen olika om de används till konsumtion eller som insatsvaror i produktionen. För de varor som används som insatsvaror i produktionen slår prisnedgången inte direkt på konsumentprisindex utan mer indirekt via minskade kostnader för företagen som sedan minskar prispressen i konsumentledet. Slutligen är det viktigt att komma ihåg att Sverige påverkas också indirekt av hur prisnedgången slår på våra viktigaste handelspartners. Om deras tillväxt påverkas av nedgången spär det på effekterna på Sverige.

I scenariot antas att råolje- och råvarupriserna faller på grund av både efterfråge- och utbudseffekter. Råoljepriset antas falla med cirka 20 procent till andra kvartalet 2009 och till runt 102 dollar per fat 2010 (se tabell A14). Råvaruprisindex exklusive energi antas falla



från en indexnivå på cirka 240 till ungefär 195 i slutet på 2009, vilket innebär en återgång till prisnivån på våren 2007 (se diagram 37). Det innebär att index sjunker med cirka 18 procent till andra kvartalet 2009. Nedgången är kraftig men i relation till tidigare episoder inte osannolik. Exempelvis föll råvaruprisindex exklusive olja med cirka 20 procent mellan 1951 och 1952 i samband med Koreakriget, med ungefär 16 procent mellan 1974 och 1975 vid recessionen som oljekrisen utlöste och med cirka 18 procent mellan 1997 och 1998 då efterfrågan sjönk i samband med Asienkrisen.

Samtidigt som råvarupriserna faller minskar BNP i omvärlden marginellt.<sup>9</sup> På lite sikt blir omvärldens BNP-tillväxt högre då de lägre råvarupriserna bidrar till ökad efterfrågan och produktion (se tabell A14). Inflationen i omvärlden blir i genomsnitt 0,3 procentenheter lägre under prognosperioden. Den sammanvägda omvärldsräntan blir som mest 0,8 procentenheter lägre under andra kvartalet 2009 och är i genomsnitt 0,5 procentenheter lägre under prognosperioden.

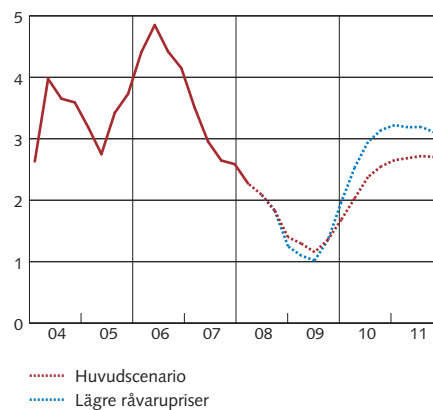
Den svenska BNP-tillväxten utvecklas initialt som omvärldens. Men på sikt blir de positiva effekterna större i Sverige än i omvärlden. BNP-tillväxten 2010 blir i genomsnitt 0,6 procentenheter högre än i huvudscenariot (se diagram 38). Sverige är en liten öppen ekonomi och BNP-tillväxten är mer känslig för yttre störningar än stora ekonomier eller sammanvägningar av ekonomier som till exempel TCW-vägd BNP representerar. Svensk inflation påverkas mer trots att Riksbanken sänker räntan mer än omvärlden. Räntan är som mest 1,4 procentenheter lägre än i huvudscenariot andra kvartalet 2009 och i genomsnitt 0,9 procentenheter lägre under prognosperioden (se diagram 39). Inflationen blir ändå i genomsnitt 0,8 procentenheter lägre än i huvudscenariot under samma period. Inflationen sjunker fram till i början av 2010 och därefter ökar den igen och når målet på 2 procent i början av 2011 (se diagram 40).

Dessa beräkningar bör tolkas med försiktighet, som påpekades i detta kapitelns inledning. De visar ändå att ett väsentligt lägre inflationstryck och därmed lägre reporänta skulle kunna bli fallet om råvarupriserna plötsligt skulle utvecklas mycket svagare än de gjort på senare tid.

## ■ ■ Mer utdragen nedgång i omvärldens tillväxt och högre inflation

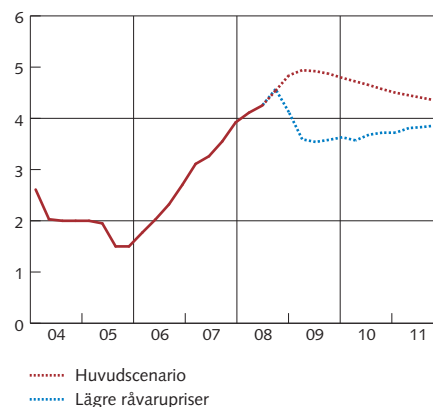
I det andra scenariot antas att tillväxten i omvärlden blir lägre samtidigt som inflationen både i omvärlden och i Sverige blir högre än i huvudscenariot. Prisökningarna på råvaror och livsmedel de senaste åren har fått inflationen att stiga i många länder. Riksbanken har underskattat uppgången i inflationen och fortfarande råder det osäkerhet om hur stor och varaktig uppgången blir. Samtidigt mattas tillväxten i produktionen och sysselsättningen av. Avmattningen beror delvis på

**Diagram 38. BNP, scenario med lägre råvarupriser**  
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data



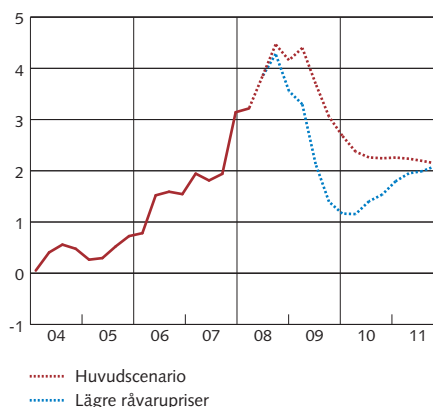
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 39. Reporänta, scenario med lägre råvarupriser**  
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källa: Riksbanken

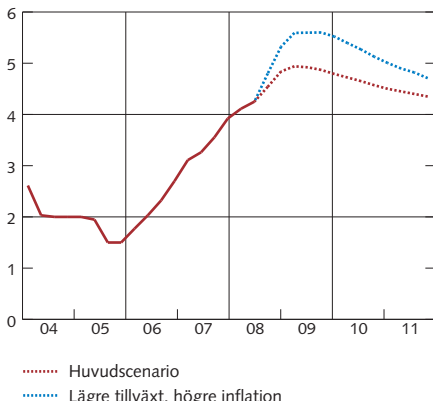
**Diagram 40. KPI, scenario med lägre råvarupriser**  
Årlig procentuell förändring



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

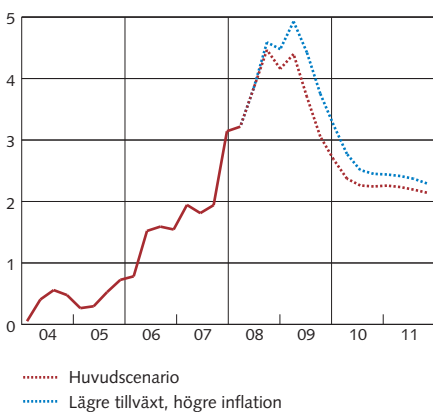
<sup>9</sup> Effekterna på Sverige och omvärlden från råvaruprisfallet analyseras i en vektor autoregressiv (VAR) modell, liknande den som användes för oljeprisscenariot i rapporten i februari.

**Diagram 41. Reporänta, scenario med lägre tillväxt och högre inflation**  
Procent, kvartalsmedelvärde



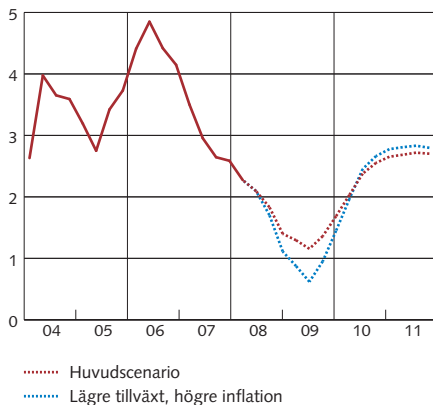
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källa: Riksbanken

**Diagram 42. KPI, scenario med lägre tillväxt och högre inflation**  
Årlig procentuell förändring



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

**Diagram 43. BNP, scenario med lägre tillväxt och högre inflation**  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



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

en svagare internationell konjunktur i spåren av oron på de finansiella marknaderna och nedgången i USA. Men till en del beror den sannolikt också på prisuppgången på råvaror och livsmedel.

Ett scenario med högre inflation och lägre tillväxt skulle kunna bli fallet om energi- och livsmedelspriserna ökar mer än beräknat eller om de indirekta effekterna av de stigande råvarupriserna blir större än beräknat i huvudscenariot. Dessutom kan effekterna av den finansiella oron bli mer långdragna än bedömningen i huvudscenariot vilket kan dämpa tillväxten ytterligare.

För hushållen fungerar höjda priser på energi och livsmedel ungefär som en skatthöjning och dämpar därmed (den inhemska) efterfrågan. Prisökningarna drabbar också företagen i form av högre kostnader, vilket också verkar dämpande på produktionen och tillväxten.

Detta scenario är ett exempel på när penningpolitiken ställs inför en svår avvägning mellan att bekämpa den höga inflationen och att undvika onödiga negativa effekter på produktion och sysselsättning.

I scenariot antas att inflationen i omvärlden blir högre än i huvudscenariot redan under andra halvåret i år (se tabell A15). Den blir sedan 0,9 respektive 0,7 procentenheter högre än i huvudscenariot under 2009 och 2010. Samtidigt antas att tillväxten i omvärlden dämpas mer än i huvudscenariot och under 2009 blir den 0,4 procentenheter lägre.

Den högre inflationstakten i omvärlden leder, trots nedgången i tillväxten, till att omvärlden höjer sina styrräntor. I genomsnitt blir de 0,2 procentenheter högre än i huvudscenariot under 2008 och 0,6 procentenheter högre 2009 och 2010. 2011 är räntan fortfarande ungefär 0,5 procentenheter högre än i huvudscenariot.

Den svenska inflationen blir också högre, samtidigt som tillväxten i Sverige blir lägre än i huvudscenariot. Hur mycket högre inflationen blir beror på hur mycket Riksbanken höjer räntan. Reporäntan höjs direkt mer än i huvudscenariot och skillnaden är som störst under andra halvåret nästa år (se diagram 41). Reporäntan är då cirka 5,6 procent, därefter avtar skillnaden och reporäntan sänks successivt igen, men den är fortfarande nästan 0,4 procentenheter högre än i huvudscenariot i slutet av prognosperioden.

Inflationen stiger direkt jämfört med huvudscenariot och blir ungefär 0,3 procentenheter högre redan sista kvartalet i år (se diagram 42). Första kvartalet 2009 är inflationen som högst, därefter faller den ganska snabbt nedåt. Men den är fortfarande nästan 0,2 procentenheter högre i slutet av prognosperioden. Realräntan blir lägre än i huvudscenariot under andra halvan av 2008, men ökar sedan kraftigare och är ungefär 0,4 procentenheter högre under resten av prognosperioden (se tabell A15).

Inflationen tillåts ligga något över målet eftersom effekterna på produktion och sysselsättning av en ännu högre ränta skulle bli mer negativa. BNP-tillväxten blir ändå cirka 0,4 procentenheter lägre än i huvudscenariot under 2009 (se diagram 43). Resursutnyttjandet blir lägre än i huvudscenariot. Produktionsgapet, mätt som BNP-



tillväxtens avvikelse från huvudscenariots HP-filtrerade trend, sjunker snabbt och är som lägst i slutet av nästa år. Därefter stiger det sakta men når inte positiva nivåer under prognosperioden (se diagram 44). Arbetsmarknadsgapet, mätt som antalet arbetade timmars avvikelse från huvudscenariots trend, sjunker också snabbare än i huvudscenariot och botten i början av 2010 (se diagram 45). I slutet på prognosperioden är det nästan tillbaka på huvudscenariots nivå.

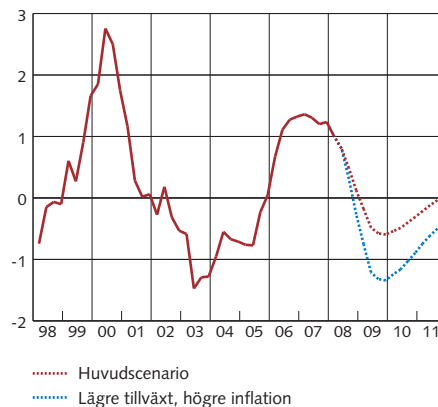
Även i detta scenario bör beräkningarna tolkas med försiktighet, men de visar på dilemmat som Riksbanken och penningpolitiken ställs inför om inflationen skulle behöva revideras upp och tillväxten ned ytterligare. Reporäntan skulle behöva höjas för att få ned inflationen men hur mycket beror på hur mycket man är beredd på att ytterligare dämpa tillväxten och på hur långvariga avvikelser från inflationsmålet som kan accepteras.

### ■ ■ Scenariot med fördjupad finansiell oro och lägre tillväxt är fortfarande aktuellt

Den finansiella oron kvarstår alltså. Fortfarande är därför scenariot med en fördjupad oro på de finansiella marknaderna och lägre tillväxt med en lägre inflation, som beskrevs i den föregående penningpolitiska rapporten, aktuellt.

Utvecklingen i de baltiska länderna under senare tid är en riskfaktor. Där avtar nu tillväxten snabbare än väntat samtidigt som inflationen stiger. Mot bakgrund av den fortsatt osäkra situationen på de finansiella marknaderna och den försämrade internationella konjunkturbilden har risken för en mer uttalad konjunktursvacka i Baltikum ökat. Det skulle kunna medföra att låntagarna i de baltiska länderna får problem med att betala sina lån. Det skulle påverka de svenska banker som har stor verksamhet i dessa länder (se Finansiell stabilitet 2008:1 för en mer utförlig diskussion). Bankerna i Sverige har en god motståndskraft för att klara oväntade negativa händelser. Men de skulle antagligen få högre upplåningskostnader internationellt. Högre kostnader skulle troligen resultera i att bankerna måste ta ut högre räntor på lån till hushåll och företag även i Sverige, vilket skulle dämpa efterfrågan och därmed inflationen.

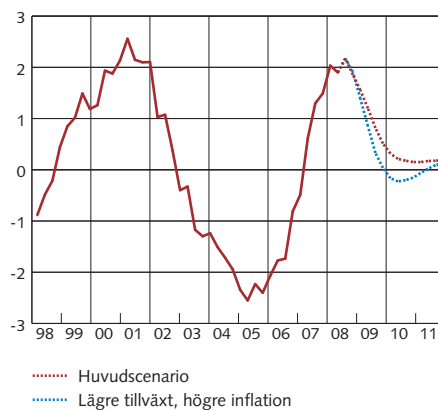
**Diagram 44. Produktionsgap (BNP), scenario med lägre tillväxt och högre inflation**  
Procentuell avvikelse från HP-trend



Anm. Se diagram 32. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 45. Arbetsmarknadsgap, scenario med lägre tillväxt och högre inflation**  
Procentuell avvikelse från HP-trend



Anm. Se diagram 33. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken



Inflationen har fortsatt att stiga såväl i Sverige som i omvärlden. Detta har till stor del att göra med att energi- och livsmedelspriser stigit snabbt på världsmarknaden. Oljepriset har ökat ungefär i linje med det alternativscenariot med högre oljepriser som skisserades i den förra penningpolitiska rapporten. Den höga inflationen har lett till ökade inflationsförväntningar bland hushåll och företag. Det har tagit sig uttryck i att terminsräntorna i Sverige har stigit sedan uppföljningen i april, vilket tyder på att marknadsförväntningarna på reporäntan har justerats upp. Även terminsräntorna i USA och euroområdet har stigit sedan april.

Tillväxten i världen dämpades något förra året men är fortsatt relativt god vid en historisk jäm-

förelse. Indikatorer i form av till exempel förtroende bland hushåll och företag har försvagats på många håll i världen. Den svenska ekonomin växte långsammare under det första kvartalet i år än vad som var förväntat i den penningpolitiska uppföljningen i april. Nyinkomna indikatorer, för till exempel detaljhandels omsättning, ser också svagare ut än väntat. Det samlade resursutnyttjandet i ekonomin bedöms i nuläget vara högre än normalt, men är på väg att dämpas. Löneökningstakten var låg under fjolåret, men har tilltagit under årets första kvartal.

Sammanfattningsvis tyder den nyinkomna informationen i förhållande till uppföljningen i april på högre inflation och svagare ekonomisk tillväxt i år.

## ■ ■ Fortsatt oro på de finansiella marknaderna

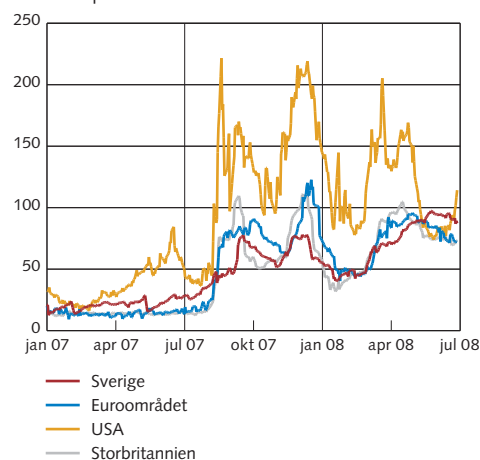
Sedan den penningpolitiska uppföljningen i april ser utvecklingen på de finansiella marknaderna inte ut att ha försämrats ytterligare. Räntedifferensen mellan amerikanska företagsobligationer och statsobligationer är på en fortsatt hög nivå. Skillnaden mellan statskuldväxelräntor och interbankräntor, den så kallade TED-spreaden, har minskat i USA, euroområdet och Storbritannien sedan april. En viss uppgång har dock skett den senaste tiden i USA (se diagram 46). I Sverige har TED-spreaden ökat sedan april vilket avspeglar förväntningar om högre reporänta samtidigt som räntorna på statskuldväxlar har varit relativt oförändrade (se diagram 47).

Skillnaden mellan interbankräntor och förväntad reporänta, den så kallade basis-spreaden<sup>10</sup> är troligen ett mer rättvisande mått på riskpremien i interbankräntor än TED-spreaden. Riskpremien på interbankmarknaden har sjunkit i USA och Storbritannien men är ungefär oförändrad i Sverige och euroområdet (se diagram 48).

I Sverige är basis-spreaden för närvarande cirka 40 räntepunkter. Innan den finansiella turbulensen inleddes varierade den mellan 0 och 10 räntepunkter (se diagram 48). Även i USA, Storbritannien och euroområdet är spreadarna betydligt högre än för ett år sedan. Detta visar att den finansiella oron kvarstår på interbankmarknaderna.

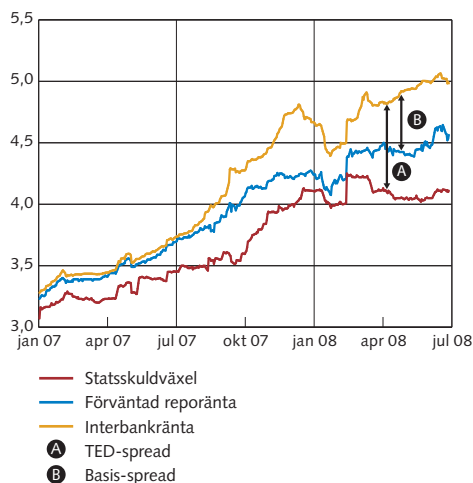
Finansieringskostnaderna för företag och banker är alltså fortsatt höga och även om läget har stabiliserats är det för tidigt att utesluta ytterligare högre riskpremier och ett minskat kreditutbud. Till exempel har svenska banker en relativt stor exponering mot Baltikum och det kan inte uteslutas att den senaste tidens ekonomiska försvagning i regionen kan få effekt på svenska banker och deras kunder.

Diagram 46. Skillnaden mellan interbankräntor och statspappersräntor (TED-spread) Räntepunkter



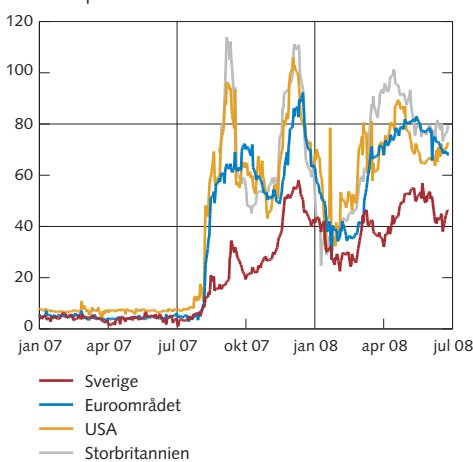
Anm. Differensen är beräknad som skillnaden mellan tre månaders interbankränta och tre månaders statskuldväxel.  
Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

<sup>10</sup> Detta mått visar skillnaden mellan interbankräntor och räntor på STINA-swap-kontrakt, där swap-räntorna ger en approximation av den förväntade reporäntan den närmaste tiden.

**Diagram 47. Basis-spread och TED-spread**  
Procent

Anm. Tre månaders interbankränta, förväntad reporänta tre månader framåt samt tre månaders statsskuldväxel. Förväntad reporänta mäts med STINA-swap.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

**Diagram 48. Skillnad mellan interbankräntor och förväntade styrräntor (Basis spread)**  
Räntepunkter

Anm. Differensen är beräknad som skillnaden mellan tre månaders interbankränta och tre månaders overnight index swap.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

## ■ ■ Förväntningar om högre framtida styrräntor

Den amerikanska centralbanken Federal Reserve sänkte styrräntan med 0,25 procentenheter till 2 procent vid sitt möte den 30 april. Vid den tidpunkten var förväntningarna inställda på att styrräntan skulle ligga kvar på den nivån till slutet av året. Vid mötet i juni lämnades styrräntad oförändrad. Den senaste tiden har förväntningarna justerats upp kraftigt (se diagram 49). Ökade inflationsförväntningar tillsammans med uttalanden från Federal Reserve om risker för hög inflation har bidragit till detta. Nu indikerar terminräntorna att styrräntan förväntas ligga kvar på dagens nivå det närmaste kvartalet för att därefter stiga igen.

Även i euroområdet har terminräntorna stigit sedan april. För euroområdet var BNP-statistiken för första kvartalet förhållandevis stark och inflationen har stigit till 3,7 procent i maj. Detta tillsammans med uttalanden från ECB har stärkt förväntningarna om en kommande höjning (se diagram 50).

I Sverige har terminräntorna stigit till stor del av samma orsaker som i USA och euroområdet (se diagram 51). De stigande oljepriserna ökar oron för inflationen och därmed förväntas en högre styrränta. På grund av oron på de finansiella marknaderna är det dock svårare än vanligt att utläsa de penningpolitiska förväntningarna ur terminräntor. Det finns indikationer på att framför allt de lägre terminskontrakten i högre grad än tidigare inkluderar förväntningar om en fortsatt hög premie i interbankräntor. Den förväntade reporäntan enligt diagram 51 kan alltså vara en överskattning, framför allt för perioden 2010–2011.

Obligationsräntorna i både USA, euroområdet och Sverige har stigit sedan april. Detta beror främst på högre förväntningar om inflation och styrräntor. Uppgången har varit speciellt påtaglig för tvåårsräntorna (se diagram 52 och 53).

## ■ ■ Hushållens lånekostnader stiger

De rörliga räntorna på bolån som hushållen möter har stigit sedan april (se diagram 54). Den främsta anledningen är att reporäntan nu förväntas bli högre än vad som förväntades i april. Liksom kredit-spreadarna har även bankernas marginaler på korta lån mot hushållen varit stabila sedan april. Det finns därmed inga tecken på att det skett en åtstramning utöver penningpolitiken.

Även de långa bostadsräntorna har stigit i Sverige sedan april. Bostadsobligationsräntan har stigit vilket ökat bankernas finansie-

ringskostnader. Till viss del har bankerna övervätrat de stigande kostnaderna på hushållen. Framöver kan de långa bostadsräntorna höjas ytterligare om bankerna väljer att övervältra hela kostnadsökningen.

### ■ ■ Dollarfallet har hejdats

Försvagningen av dollarn mot euron och kronan, som präglat utvecklingen det senaste året, stannade upp i slutet av april i år. De senaste månaderna har dollarkursen inte förändrats så mycket mot vare sig kronan eller euron (se diagram 55). Det brittiska pundet har liksom dollarn försvagats kraftigt mot kronan och euron i inledningen av detta år, men även pundets kurs mot dessa valutor har varit stabil de senaste månaderna.

Kronans kurs mot euron har varit påfallande stabil de senaste åren (se diagram 55). Även sedan den penningpolitiska uppföljningen i april har kronans kurs mot euron varit i stort sett oförändrad.

Utvecklingen av kronans kurs i termer av det handelsvägda TCW-indexet visar en förstärkning på cirka 2 procent mellan det första och andra kvartalet i år. Detta är en något kraftigare förstärkning än den som väntades i den penningpolitiska uppföljningen i april. Det beror på den kraftiga försvagningen av dollarn och pundet fram till slutet av april i år. Kronan var handelsvägd cirka 0,5 procent starkare under det andra kvartalet än prognosen i uppföljningen i april. Även för det tredje kvartalet väntas ett något starkare TCW-index (se diagram 20 i kapitel 1).

### ■ ■ Aktiemarknaderna påverkas också av inflationsoron

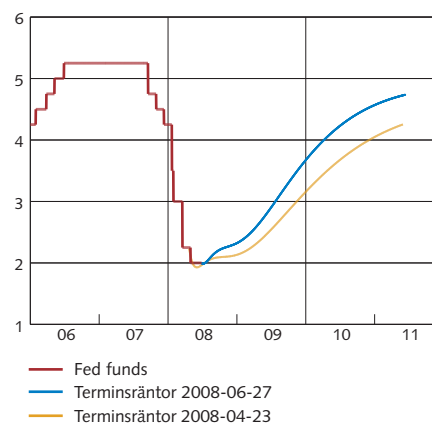
Aktieindex steg i USA, euroområdet och Sverige från mitten av mars till mitten av maj (se diagram 56). Den senaste tiden har dock konjunkturförsvagningen, den ökade inflationsoron och förväntningar om kommande styrräntehöjningar bidragit till en nedgång på aktiebörserna. Såväl i USA och euroområdet som i Sverige är börsindex lägre än vid årsskiftet. Sedan mitten av juli förra året, då den finansiella oron inleddes på allvar, har aktieindex i Sverige sjunkit med över 30 procent.

### ■ ■ Tillväxten i penningmängden minskar

De senaste åren har allmänhetens<sup>11</sup> innehav av sedlar och mynt, M0, i stort sett inte ökat alls. Hushållens och företagens bankinlåning har ökat starkt sedan mitten av 2005, vilket har drivit upp ökningstakten i penningmängden mätt som M2 (se diagram 57). Ökningstakten har dämpats något på senare tid.

11 Allmänheten som innehavare sektor innefattar övriga sektorer, det vill säga staten utom Riksgäldskontoret, kommuner och landsting, icke-monetära värdepappersfonder, finansiella serviceföretag, finansiella företags icke-vinstdrivande organisationer, investmentbolag, icke-monetära kreditmarknadsföretag, övriga finansinstitut, hushåll inklusive hushållens ideella organisationer (HIO) och icke-finansiell företagssektor.

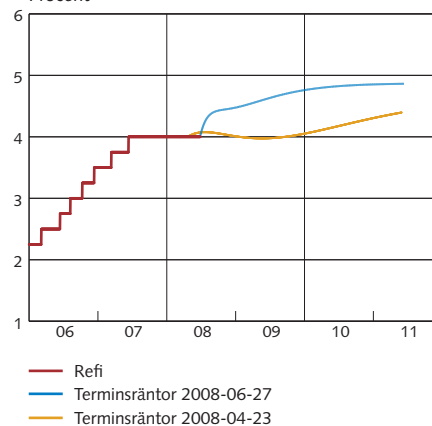
Diagram 49. Penningpolitiska förväntningar i USA  
Procent



Anm. Terminsräntorna har justerats för riskpremier och beskriver då förväntad dagslåneränta.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

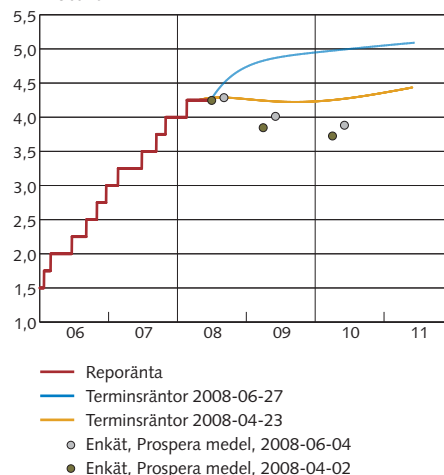
Diagram 50. Penningpolitiska förväntningar i euroområdet  
Procent



Anm. Terminsräntorna har justerats för riskpremier och beskriver då förväntad dagslåneränta.

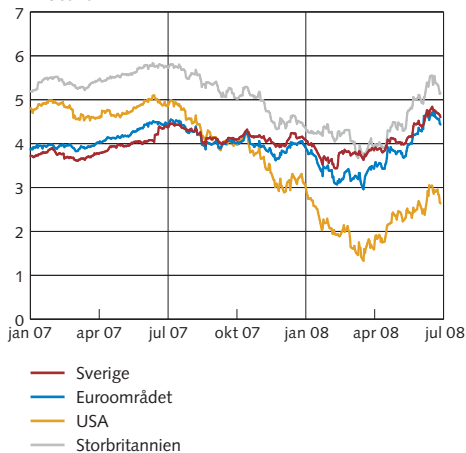
Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram 51. Penningpolitiska förväntningar i Sverige enligt penningmarknadens aktörer  
Procent

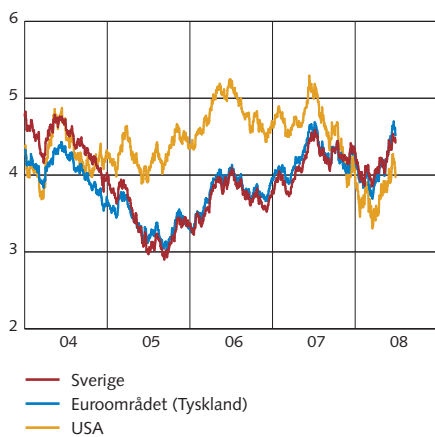


Anm. Terminsräntorna har justerats för riskpremier och beskriver då förväntad dagslåneränta.

Källor: Reuters EcoWin, Prospera Research AB och Riksbanken

**Diagram 52. Tvåårsräntor**  
Procent

Anm. Statsobligationer med cirka 2 års återstående löptid.  
Källa: Reuters EcoWin

**Diagram 53. Långa räntor**  
Procent

Anm. Statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.  
Källa: Reuters EcoWin

Det bredaste penningmängdsaggregatet M3 inkluderar också bland annat allmänhetens andelar i penningmarknadsfonder och räntebärande värdepapper med en löptid upp till två år, utgivna av svenska banker, bostadsinstitut och övriga kreditmarknadsföretag. För M3 märktes en kraftig uppgång av ökningstakten i slutet av förra året (se diagram 57). Detta har troligen samband med en ökad efterfrågan på inlåning i penningmarknadsplaceringar i spåren av den finansiella oron, vilket bekräftas av data från finansräkenskaperna (se diagram 58). Sedan årsskiftet har dock ökningstakten i M3 dämpats något.

### ■ ■ Huspriserna har planat ut men upplåningen fortsätter att öka

Huspriserna ser ut att ha planat ut, men ökningstakten enligt köpeskillingskoefficienten var i maj fortfarande cirka 6 procent jämfört med motsvarande månad förra året. För perioden mars till maj var dock priserna i genomsnitt i stort sett oförändrade jämfört med perioden december till februari (se diagram 59). Ökningstakten i hushållens upplåning har dämpats under ett par år, men den är fortfarande hög. Upplåningen i mars var cirka 11 procent högre jämfört med samma månad förra året (se diagram 60). Även företagens upplåning fortsätter att öka starkt. Ökningstakten tilltog mot slutet av 2007 och har sedan dess varit över 15 procent, jämfört med samma period föregående år.

### ■ ■ Försämrade utsikter för tillväxten internationellt trots starka utfall

På grund av starkare BNP-utfall för det första kvartalet, framförallt i euroområdet men även i USA, revideras tillväxten för OECD-området upp för 2008 i förhållande till bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i april. De orsmoment för tillväxten som fanns i såväl februari som april kvarstår dock. Den finansiella oron finns kvar, samtidigt som nedgången på bostadsmarknaden i USA och på flera andra håll fortsätter. Dessutom sjunker konsumenternas stämningssläge i många länder. Utöver detta bidrar den globalt högre inflationen till att de reala disponibla inkomsterna utvecklas svagare.

### ■ ■ Utfallen något starkare än väntat men svaga tillväxtutsikter i USA

BNP-tillväxten i USA var enligt reviderad preliminär statistik fortsatt svag det första kvartalet. BNP växte med 1,0 procent uppräknat till årstakt, vilket var något starkare än bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i april. Hushållens konsumtion ökade endast marginellt vilket hör samman med att konsumtionsutrymmet begränsas av stigande energi- och livsmedelspriser. Investeringarna föll, främst till följd av att bostadsinvesteringarna minskade med knappt 25 procent uppräknat till årstakt. Nettoexporten bidrog positivt till tillväxten i efterfrågan då exporten ökade och importen minskade.

När det gäller det andra kvartalet ser tillväxten fortsatt svag ut. Hushållens framtidstro enligt enkäter har fallit kraftigt till de lägsta nivåerna sedan början av 1980-talet. Den privata konsumtionen växer väsentligt långsammare än tidigare (se diagram 61). I april var konsumtionen i stort sett oförändrad jämfört med januari. I maj växte dock detaljhandeln relativt kraftigt. Möjligen är detta en indikation på att det finanspolitiska stimulanspaketet med skatteåterbetalning redan har börjat få effekt på efterfrågan.

Korrigeringen nedåt på bostadsmarknaden i USA har pågått i snart 3 år. Enligt det så kallade Case-Shiller-indexet för 20 städer var huspriserna i april drygt 15 procent lägre än samma månad året innan. Det finns dock vissa positiva tecken på bostadsmarknaden. Bostadsräntorna, som visserligen stigit något de senaste månaderna, ligger ändå betydligt under den nivå som rådde när den finansiella turbulensen inleddes i juli förra året. Fortsatt låga räntor för de flesta hushåll och sjunkande bostadspriser innebär att allt fler hushåll åter har råd att köpa ny bostad. Fallet i försäljningen av existerande bostäder har dämpats de senaste månaderna. Nivån i maj var ungefär densamma som i december förra året.

Arbetsproduktiviteten i USA steg det första kvartalet med drygt 2,5 procent jämfört med det fjärde kvartalet uppräknat till årstakt. Den steg med drygt 3 procent jämfört med det första kvartalet 2007. Vinsterna i ekonomin steg något det första kvartalet och är som andel av BNP, trots problemen med bolånen i banksektorn, fortsatt höga i ett historiskt perspektiv. Vinsterna beror delvis på den starka produktivitetsutvecklingen.

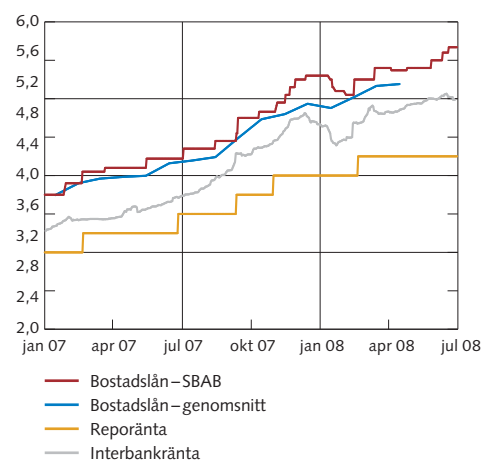
Sysselsättningen i USA fortsätter att minska (se diagram 61). Antalet arbetade timmar sjönk betydligt under det första kvartalet. Arbetslösheten har stigit och var i maj 5,5 procent.

### ■ ■ Starkt första kvartal i euroområdet, men svagare tillväxt framöver

I euroområdet ökade BNP med 3,2 procent i uppräknad årstakt under första kvartalet 2008. Ökningen var betydligt större än väntat. Investeringarna ökade starkt i euroområdet, och det beror troligen till en del på ett ökat byggande till följd av det ovanligt varma vädret. Lagerförändringarna gav också ett positivt bidrag till tillväxten i efterfrågan. I Tyskland, där BNP ökade med omkring 6 procent uppräknat till årstakt, svarade lagerförändringarnas bidrag för nästan hälften av tillväxten i efterfrågan från kvartalet innan. Detta gör tolkningen av utfallet svårare, eftersom lagerupbyggnad kan tolkas som att den slutliga efterfrågan var oväntat låg. Det kan innebära att det sker en tydligare dämpning av tillväxten framöver.

För det andra kvartalet i år ger konfidensindikatorer en tydlig bild av en dämpning av konjunkturen i euroområdet (se diagram 62). Det är därför troligt att en del av den höga tillväxten under det första kvartalet är att betrakta som tillfällig. Därför kvarstår i stort bedömningen

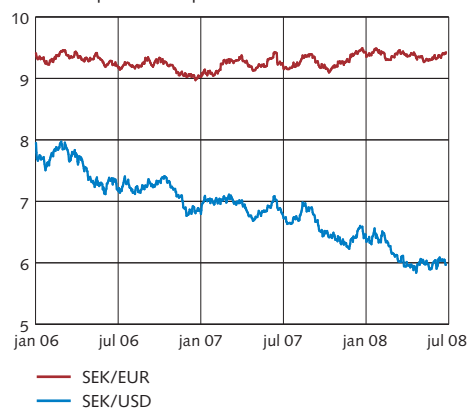
Diagram 54. Räntor i Sverige  
Procent



Anm. Avser tre månaders boränta från SBAB, tre månaders interbankränta samt månadsgenomsnitt för tre månaders boränta för bolåneinstitutens nya utlåning.

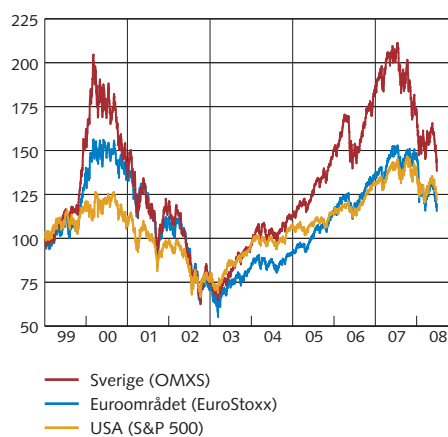
Källor: Reuters EcoWin, SBAB, SCB och Riksbanken

Diagram 55. Växelkursutveckling  
Kronor per euro respektive dollar



Källa: Reuters EcoWin

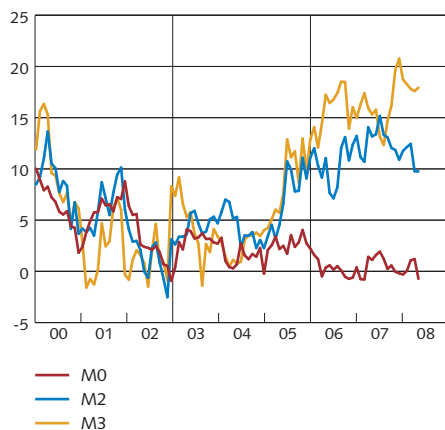
Diagram 56. Börsutveckling  
Index, 1999-01-04 = 100



Källa: Reuters EcoWin

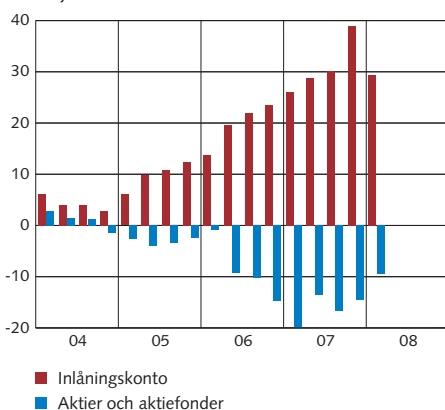


**Diagram 57. Penningmängd**  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

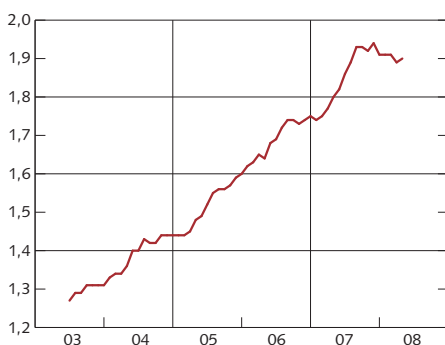
**Diagram 58. Hushållens nysparande på inlåningskonto respektive i aktier och aktiefonder, kvartal**  
Miljarder kronor



Anm. Hushållens nysparande motsvarar det nettobelopp hushållen sätter in på inlåningskonton eller i fonder respektive nettoköp av aktier under ett kvartal. Fyra kvartals glidande medelvärde.

Källa: SCB

**Diagram 59. Köpeskillingskoefficient**  
K/T-tal



Anm. Köpeskillingskoefficienten är fastighetens köpeskilling dividerat med dess taxeringsvärde, även kallat K/T-tal.

Källa: SCB

från den penningpolitiska uppföljningen vad gäller tillväxten de kommande kvartalen. Det starka utfallet det första kvartalet innebär dock att tillväxten i år i euroområdet beräknas bli cirka 1,7 procent, jämfört med 1,4 procent i den penningpolitiska uppföljningen i april.

### ■ ■ BNP-tillväxten i övriga Europa dämpas

I Storbritannien växte BNP med 1,6 procent i uppräknad årstakt första kvartalet, vilket innebär en dämpning jämfört med de närmast föregående kvartalen. Såväl den privata som den offentliga konsumtionen ökade relativt starkt medan de fasta bruttoinvesteringarna föll. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin och tjänstesektorn har fallit till nivåer som indikerar stagnation. Hushållens tillförsikt har fallit kraftigt på senare tid (se diagram 63).

Tillväxten i den norska ekonomin har också dämpats. Den totala ekonomin växte med 0,9 procent i uppräknad årstakt under första kvartalet, vilket kan jämföras med 5 procent under det fjärde kvartalet i fjol. Tillväxten i hushållens konsumtion bromsades upp och de fasta bruttoinvesteringarna minskade.

BNP-tillväxten i Finland var 2,8 procent i uppräknad årstakt det första kvartalet i år, vilket var något lägre än det fjärde kvartalet i fjol.

### ■ ■ Stark utveckling i Asien det första kvartalet

I Japan ökade BNP med 4,0 procent i uppräknad årstakt under första kvartalet, vilket var en oväntat stark tillväxt. Det var utrikeshandeln och en god tillväxt i hushållens konsumtion som bidrog till den starka tillväxten det första kvartalet. Den offentliga konsumtionen minskade och de fasta bruttoinvesteringarna ökade måttligt efter att ha fallit tre kvartal i följd. Enkätbaserade indikatorer fortsätter dock att peka mot försvagad tillväxt framöver.

I Kina var BNP-tillväxten 10,6 procent det första kvartalet i år jämfört med samma kvartal 2007, vilket innebär endast en marginellt lägre tillväxt än förra året på drygt 11 procent i genomsnitt. De senaste åren har tillväxtbidraget från hushållens konsumtion ökat samtidigt som nettoexportens bidrag minskat något. I april i år steg detaljhandelsförsäljningen i nominella termer med hela 22 procent jämfört med samma period 2007. Återuppbyggnaden efter jordbävningkatastrofen i maj i Sichuan, höjer de offentliga investeringarna i infrastruktur och bostadsbyggande. BNP-tillväxten förväntas bli 10 procent i år.

I Indien var BNP-tillväxten 8,8 procent det första kvartalet jämfört med samma kvartal 2007. Tillväxten var mycket hög i tjänstesektorn. Dock bromsade tillväxten i tillverkningsindustrin in betydligt.

### ■ ■ Hög inflation i omvärlden

Efter den kraftiga uppgången under slutet av fjolåret har inflations-takten i USA legat kvar på höga nivåer de senaste månaderna (se



diagram 64). KPI-inflationen var 4,1 procent i maj medan den underliggande KPI-inflationen, rensad från energi och livsmedel, var 2,3 procent. Sammantaget har inflationen de senaste månaderna blivit högre än förväntat, och prognosen för innevarande år är 4,3 procent, vilket är en uppjustering med drygt en procentenhet jämfört med uppföljningen i april. Till stor del är detta ett resultat av oljeprisets utveckling.

Konsumentpriserna i euroområdet ökade med 3,7 procent i maj, vilket var en kraftig ökning jämfört med april, då inflationen var 3,3 procent. Det senaste året har inflationen ungefär fördubblats i euroområdet (se diagram 65). Utfallet för maj var högre än väntat, och det hänger ihop med de stigande livsmedels- och energipriserna.

Även i Storbritannien har inflationen stigit. I maj var konsumentpriserna 3,3 procent högre än ett år tidigare. Uppgången i inflationen har varit markant under våren (se diagram 64). Liksom på många andra håll har uppgången i inflationen i Storbritannien hängt samman med de stigande energi- och livsmedelspriserna.

### ■ ■ Lägre svensk BNP-tillväxt det senaste året

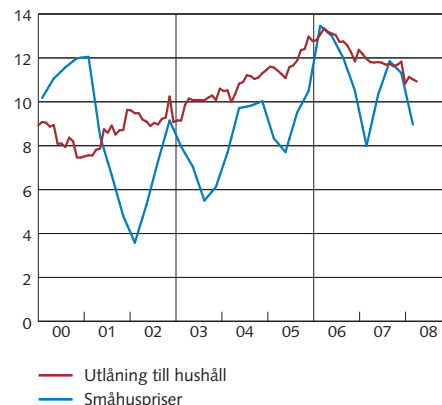
Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har BNP-utfall för såväl det fjärde kvartalet 2007 som det första kvartalet 2008 publicerats. Den nya informationen visar att tillväxten har fortsatt att dämpas och att tillväxten under det första kvartalet i år var något lägre än ett historiskt genomsnitt.

Inför den penningpolitiska uppföljningen i april publicerades nationalräkenskaperna för det fjärde kvartalet 2007. De tydde på att tillväxten var starkare än väntat jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari. Detta tillsammans med starka indikatorer för utrikeshandeln gjorde att prognosen i april reviderades upp för första kvartalet i förhållande till den penningpolitiska rapporten i februari. Tillväxten för helåret 2008 reviderades upp från 2,1 till 2,4 procent.

Efter den penningpolitiska uppföljningen i april har nationalräkenskaper för det första kvartalet 2008 publicerats. Under det första kvartalet uppgick den säsongsrensade BNP-tillväxten till 1,6 procent uppräknat till årstakt (se diagram 16 i kapitel 1). Detta var lägre än förväntat i den penningpolitiska uppföljningen i april, men obetydligt lägre än den bedömning som tidigare gjordes i februari månads penningpolitiska rapport. Sammansättningen i efterfrågan såg dock anorlunda ut. Ett kraftigt negativt lagerbidrag samt minskade offentliga konsumtionsutgifter var de främsta faktorerna som höll tillbaka efterfrågan under det första kvartalet 2008.

I förhållande till det tidigare publicerade nationalräkenskapsutfallet för det fjärde kvartalet 2007 reviderades den säsongsrensade kvartalstillväxten upp det första kvartalet 2007 och ned för kvartal 2-4 2007. Detta bidrog också till att den årliga ökningstakten i BNP för

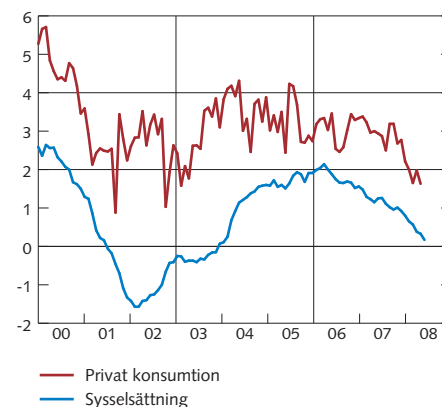
**Diagram 60. Småhuspriser och total utlåning till svenska hushåll**  
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

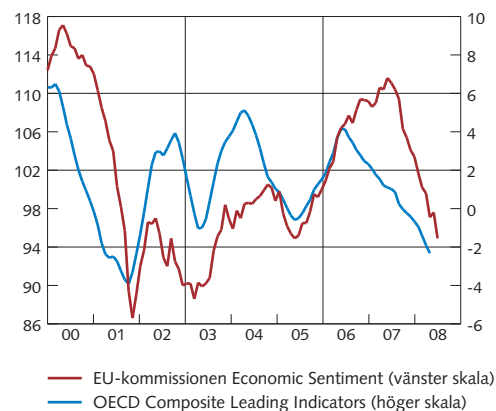
**Diagram 61. Sysselsättning och privat konsumtion i USA**  
Årlig procentuell förändring



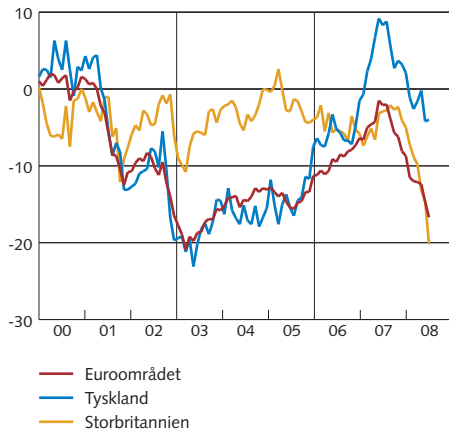
Anm. Sysselsättning enligt arbetsgivarenkät (non-farm payrolls).

Källor: Bureau of Labour Statistics och US Department of Commerce

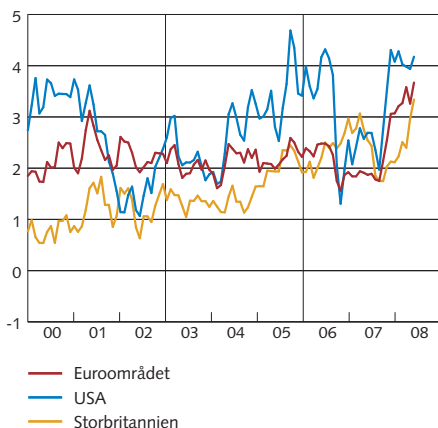
**Diagram 62. Konjunkturindikatorer för euroområdet**  
Index, respektive årlig procentuell förändring



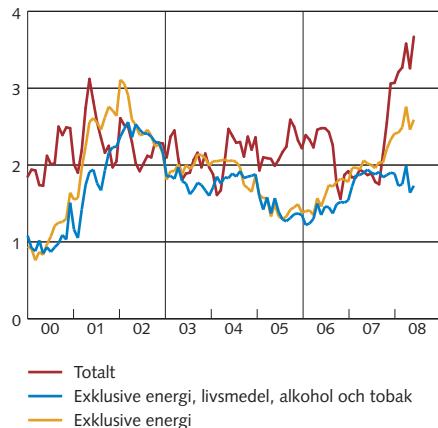
Källor: EU-kommissionen och OECD

**Diagram 63. Konfidensindikatorer för hushållen**  
Nettotal

Källa: EU-kommissionen

**Diagram 64. Konsumentpriser**  
Årlig procentuell förändring

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, OECD och SCB

**Diagram 65. HIKP för euroområdet**  
Årlig procentuell förändring

Källa: Eurostat

första kvartalet i år blev lägre än vad som väntades i apriluppföljningen. Jämfört med samma period föregående år var BNP-tillväxten det första kvartalet i år 2,2 procent (kalenderkorrigerat), vilket var drygt 0,5 procentenheter svagare än förväntat i april månads penningpolitiska uppföljning. Det var dock endast 0,2 procentenheter svagare än bedömningen i den penningpolitiska rapporten i februari.

För andra kvartalet finns barometerinformation för perioden april-juni och en del månadsutfall till och med maj. Konfidensindikatorerna i konjunkturbarometern ger stöd till bilden att tillväxten i ekonomin dämpas (se diagram 66).

Inköschefsindex för tillverkningsindustrin har under de senaste månaderna dämpats. Förutom en svagare orderingång drabbas också industriföretagen i hög utsträckning av stigande priser på energi och insatsvaror (se även fördjupningen om Riksbankens företagsundersökning i denna rapport). Statistik över industriproduktion och orderingång som redovisas av SCB indikerar också en fortsatt dämpad utveckling.

Prognosen för BNP-tillväxten under det andra och tredje kvartalet 2008 som helhet har justerats ned marginellt jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april med beaktande av nyinkommen information. Prognosen för BNP-tillväxten helåret 2008 revideras ned från 2,4 till 2,0 procent jämfört med uppföljningen i april.

### ■ ■ Något lägre investeringstillväxt

Under det första kvartalet 2008 ökade de fasta bruttoinvesteringarna sammantaget med drygt fem procent jämfört med motsvarande period föregående år. Bostadsinvesteringarna utvecklades svagt under årets första kvartal (se diagram 67). Främst är det nybyggnationen av bostäder som dämpats, medan investeringar i övriga byggnader, exempelvis industrilokaler och kontorshus, utvecklats starkare än tidigare. Tillväxten i bostadsinvesteringarna som helhet har gradvis dämpats under de senaste åren. För offentliga investeringar är det främst staten som svarar för tillväxten.

Med hänsyn tagen till nya utfall och SCB:s investeringsenkät från maj görs en mindre nedjustering av investeringsprognosen för kvartal 2 och kvartal 3 2008 jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari.

### ■ ■ Utrikeshandeln fortsatt stark

Månadsstatistik för utrikeshandeln med varor har under våren tytt på en relativt stark utveckling för exporten (se diagram 68). Bilden bekräftades i nationalräkenskaperna för det första kvartalet. Exporten reviderades även upp för 2007. Till skillnad från förra året gav utrikeshandeln ett positivt bidrag till ökningen i efterfrågan; under det första kvartalet 2008 var bidraget 0,5 procentenheter till den årliga procentuella förändringen. Tjänstehandeln ökade under det första kvartalet mer än varuhandeln, vilket är i linje med de senaste årens utveckling.

Fortfarande svarar dock varuhandeln för dryga 70 procent av det totala exportvärdet.

En geografisk uppdelning av statistiken för varuexport i löpande priser visar tydliga skillnader mellan olika exportmarknader. Exporten till USA och Japan har fortsatt att utvecklas svagt, medan exporten till flera av Sveriges största handelspartners som Tyskland, Norge, Storbritannien och Danmark fortsätter att utvecklas väl. Export- och importprognosen för de kommande kvartalen är något nedjusterade jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari. Svagare omvärldsefterfrågan förklarar lägre exporttillväxt medan importtillväxten justerats ned även till följd av svagare inhemsk efterfrågan.

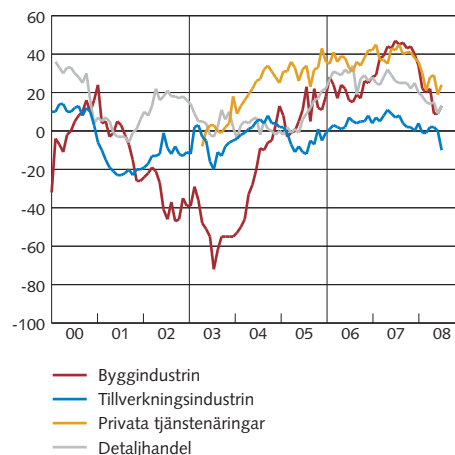
### ■ ■ Konsumtionstillväxten dämpas

Nationalräkenskaperna för det första kvartalet 2008 visar att hushållens konsumtion var 2,0 procent högre första kvartalet i år jämfört med första kvartalet förra året (se diagram 69). Detta var cirka 0,5 procentenheter lägre än prognosen i den penningpolitiska rapporten, då endast utfall till och med det tredje kvartalet 2007 fanns tillgängliga. I samband med utfallet för det första kvartalet reviderades tillväxten kvartal 1 2007 upp och resterande kvartal 2007 ned. Den säsongsrensade kvartalstillväxten visar därför tydligare än tidigare att en dämpning har skett i konsumtionstillväxten det senaste året. Jämfört med det första kvartalet 2007 var kvartalstillväxten i hushållens konsumtion ungefär hälften så hög, 2 procent jämfört med 3,9 procent i uppräknad årstakt.

Tillväxten i detaljhandelns omsättning samvarierar mycket väl historiskt med hushållens konsumtion av detaljhandelsvaror (se diagram 69). Denna del utgör cirka 30 procent av den totala hushållskonsumtionen. Det är tydligt att en dämpning av ökningstakten har skett de senaste två åren i konsumtionen av detaljhandelsvaror. I april och maj var detaljhandelns omsättning i genomsnitt 4,1 procent högre än motsvarande period i fjol, men den kalenderjusterade ökningstakten var endast cirka 1 procent. Den stora kalendereffekten förklaras av att påsken inföll i mars i år men i april förra året.

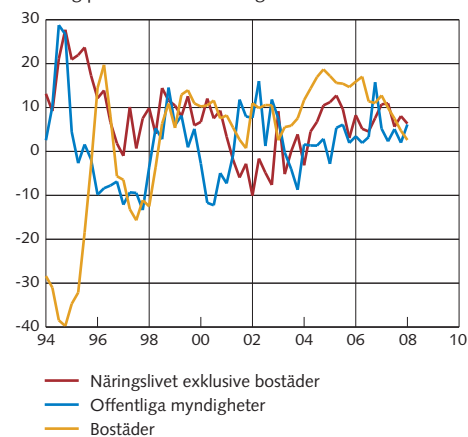
Sedan den penningpolitiska uppföljningen i april har utöver detaljhandelns omsättning för april och maj även konsumentförtroendet enligt Hushållsbarometern för april till juni inkommit. Hushållens stämningssläge har dämpats påtagligt sedan i höstas, och dämpningen fortsatte i april och maj. I juni skedde en kraftig dämpning av stämningssläget. Detta gäller både synen på arbetslösheten och tillförsikten mätt med konfidensindikatorn (se diagram 70). Troligen avspeglar detta delvis en ökad osäkerhet i spåren av oron på de finansiella marknaderna. Prisuppgången på energi och livsmedel har troligen också ökat osäkerheten om den framtida köpkraften hos hushållen. Den ökade osäkerheten märks också i hushållens sparande, där en förskjutning har skett från aktier till mer säkra räntebärande placeringar (diagram 58).

Diagram 66. Konfidensindikatorer i näringslivet  
Säsongsrensade netttotal



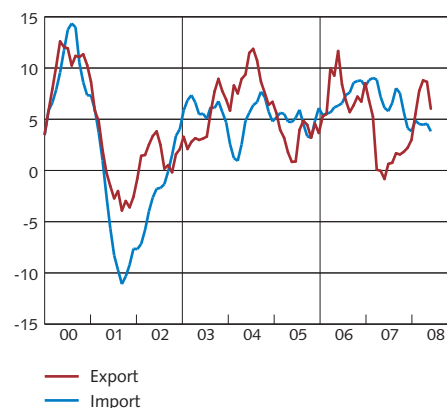
Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 67. Fasta bruttoinvesteringar  
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

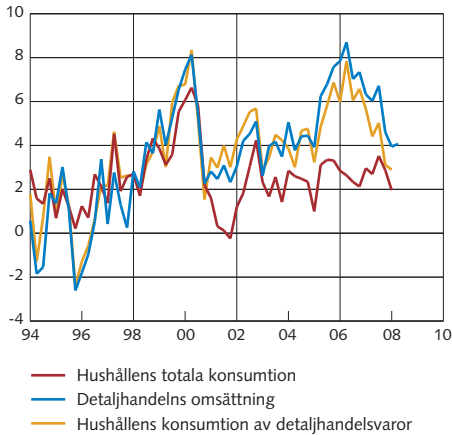
Diagram 68. Utrikeshandel med varor i fasta priser  
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärden.

Källor: SCB och Riksbanken

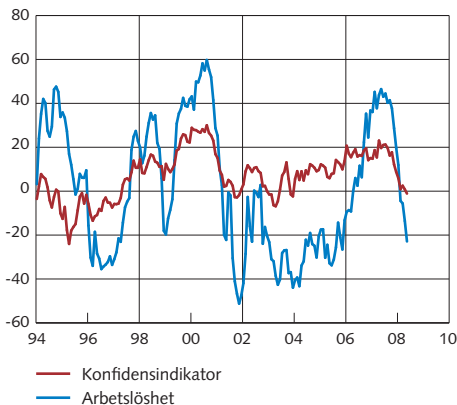
**Diagram 69. Detaljhandels omsättning och hushållens konsumtion**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Ej kalenderkorrigerade värden. För kvartal 2 2008 har använts april och maj jämfört med april och maj 2007 för detaljhandels omsättning.

Källor: SCB och Konjunkturinstitutet

**Diagram 70. Hushållens förväntningar om framtiden**  
Nettotal



Anm. Nettotalet för arbetslösheten definieras som andelen hushåll som tror på fallande arbetslöshet minus andelen som tror på stigande arbetslöshet.

Källa: Konjunkturinstitutet

Sammantaget ser indikatorer i form av detaljhandelsstatistik och konsumentförtroende svaga ut, vilket föranleder en nedrevidering av konsumtionsprognosen på kort sikt. Utöver detta finns tecken på att den stigande inflationen ger oväntat låga reala ökningstakter i disponibelinkomsterna för hushållen. Det första kvartalet i år var de reala disponibelinkomsterna endast 1,3 procent högre än motsvarande period förra året.

Prognosen för den privata konsumtionen det andra och tredje kvartalet i år justeras ned med cirka 0,5 procentenheter i uppräknad årstakt. Även för helåret 2008 är prognosen för konsumtionstillväxten nedjusterad i förhållande till den penningpolitiska rapporten i februari, från 2,7 till 2,3 procent.

### ■ ■ Svagare tillväxt i offentlig konsumtion

Tillväxten i den offentliga konsumtionen för 2007 reviderades upp i SCB:s senaste publicering av nationalräkenskaperna med 0,3 procentenheter till 1,1 procent. Under första kvartalet 2008 minskade den offentliga konsumtionen med 0,7 procent i uppräknad årstakt, vilket var 1,6 procentenheter lägre tillväxt än vad som förväntades i den penningpolitiska rapporten i februari. Det var främst kommunal konsumtion men även i viss mån statlig konsumtion som minskade. Prognosen för den offentliga konsumtionstillväxten är nedjusterad de närmaste kvartalen jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari. För helåret 2008 beräknas tillväxten nu bli 0,4 procent, jämfört med 1 procent i den penningpolitiska rapporten i februari.

### ■ ■ De offentliga finanserna är starka

Den offentliga sektorns finansiella sparande är högt i ett historiskt perspektiv (se diagram 24 i kapitel 1). Månadsutfall för statsbudgeten tyder på fortsatt stora överskott. En fortsatt stark arbetsmarknad bidrar till att hålla uppe inkomsterna och hålla nere de offentliga utgifterna. Andra positiva effekter på det finansiella sparandet kommer från tillfälligt höga skatteinkomster. Jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april är det offentliga finansiella sparandet som andel av BNP oförändrad 2008.

### ■ ■ Ännu starkt arbetsmarknadsläge

Trots en uppbromsning i BNP-tillväxten har sysselsättningen fortsatt att utvecklas starkt under inledningen av 2008. Antal sysselsatta (15-74 år) enligt AKU har hittills i år (januari till och med maj) ökat med 82 000 personer, eller 1,8 procent, jämfört med samma period förra året. Samtidigt har antalet arbetslösa minskat med 17 000 personer. Detta är en starkare utveckling på arbetsmarknaden än vad som bedömdes i den senaste penningpolitiska uppföljningen.

Utfall från nationalräkenskaperna för första kvartalet visar att tillväxten i arbetade timmar däremot dämpades mer än väntat, vilket

också innebär att medelarbetstiden utvecklades svagare än väntat.

Indikatorer visar allt tydligare på att efterfrågan på arbetskraft inte ökar lika mycket som tidigare. Enligt Konjunkturbarometern har stämningläget i näringslivet dämpats. Företagens planer för de närmaste månaderna pekar mot ett allt mindre behov att nyanställa.

Arbetsförmedlingens statistik visar att antalet nyanmälda lediga platser har minskat de senaste månaderna samtidigt som antalet varsel har ökat (se diagram 71). Nivåerna på antalet nyanmälda och kvarstående lediga platser är dock fortfarande höga. Utvecklingen av sysselsättningen har en hög samvariation med antalet lediga platser med en eftersläpning på ungefär 10 månader.

Sammantaget tyder arbetsmarknadsindikatorerna på en inbromsning av sysselsättningstillväxten i år, men denna dämpning ser ut att bli något mindre än vad som förväntades i uppföljningen i april. På grund av de starka utfallen under inledningen av året är den årliga tillväxten av antalet sysselsatta uppreviderad de kommande kvartalen. Sysselsättningen för helåret 2008 är uppjusterad från 1,1 till 1,4 procents tillväxt jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april. För tillväxten i arbetade timmar är prognosen i stället nedjusterad på grund av svagare utfall.

### ■ ■ Produktiviteten ökar igen

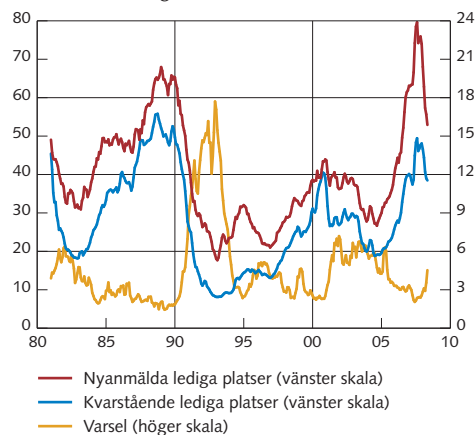
Enligt nationalräkenskaperna ökade produktiviteten åter svagt första kvartalet i år, vilket var i linje med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i april. Uppgången följde på ett år med överraskande svag produktivitet. 2007 minskade produktiviteten i hela ekonomin med 0,6 procent (se diagram 9 i kapitel 1). Den låga produktiviteten bedömdes till övervägande del vara tillfällig. En viss avmattning i produktivitetstillväxten är normalt när resursutnyttjandet är högt, men dämpningen blev betydligt kraftigare än väntat. Under 2007 ökade sysselsättningen mycket starkt samtidigt som BNP-tillväxten bromsade in.

Den återhämtning i produktivitetstillväxten som inleddes första kvartalet bedöms därmed fortsätta det kommande året. För andra kvartalet tyder indikatorer dock på en mycket måttlig produktivitetsokning. Jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april är prognosen för 2008 något lägre. Efter en nedgång med 0,6 procent 2007 väntas produktiviteten istället växa med 0,6 procent i år.

### ■ ■ Resursutnyttjandet är högt men dämpas

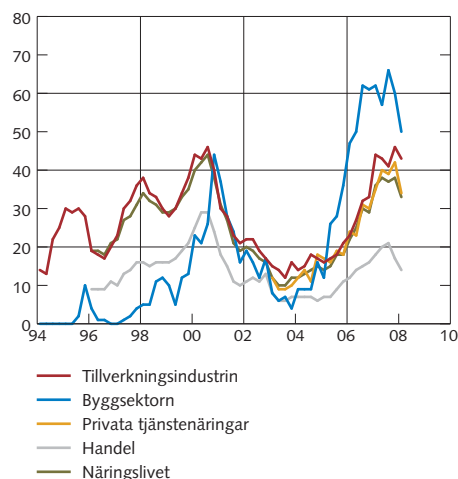
Resursutnyttjandet i ekonomin bedöms i nuläget fortfarande vara något högre än normalt men det finns tecken på att det har börjat sjunka. Det är inte självklart hur resursutnyttjandet ska mätas, vilket talar för att studera ett antal olika indikatorer. En sådan är bristen på arbetskraft i näringslivet, som har stigit kraftigt sedan 2003. Sedan toppen i början av 2008, då knappt 40 procent av företagen uppgav brist på arbetskraft, har dock bristen minskat under det andra kvartalet (se diagram 72). Mest markerad har bristen på arbetskraft

**Diagram 71. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel**  
1000-tal, säsongrensade data



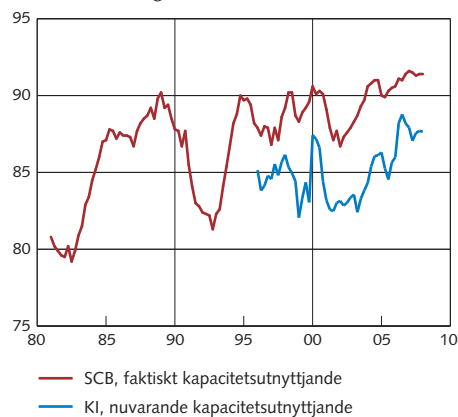
Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Kvarstående lediga platser avser platser med en varaktighet på mer än tio dagar.  
Källa: Arbetsförmedlingen

**Diagram 72. Andel företag med brist på arbetskraft**  
Procent, säsongrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

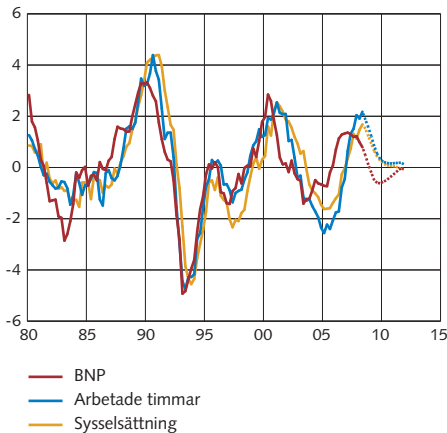
**Diagram 73. Industrins kapacitetsutnyttjande**  
Procent, säsongrensade data



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB



**Diagram 74. Skattade gap**  
Procentuell avvikelse från HP-trend



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

varit inom byggindustrin, men även här har en dämpning skett under våren. Bristen på arbetskraft är lägre i både varu- och tjänsteproducerande branscher.

Kapacitetsutnyttjandet inom industrin, som är en annan indikator på resursutnyttjandet, ligger sedan några år tillbaka på historiskt höga nivåer (se diagram 73). I tjänstebranscherna uppger 57 procent av företagen att de utnyttjar företagets resurser fullt ut, men andelen har sjunkit under våren.

Ett ytterligare mått på resursutnyttjandet är sysselsättningsgraden, som anger hur stor del av befolkningen i arbetsför ålder som är sysselsatt. Sysselsättningsgraden har stigit kraftigt och är nu högre än under den förra konjunkturtoppen kring år 2000 (se diagram 35 i kapitel 2).

Resursutnyttjandet kan också analyseras genom att studera hur mycket produktion och sysselsättning, eller arbetade timmar, avviker från sina långsiktiga trender. Vilken metod som används för att beräkna dessa trender kommer att avgöra storleken på avvikelserna, eller gapen, och resultaten ska därför tolkas med viss försiktighet. I diagram 74 är gap för BNP, sysselsättning och arbetade timmar beräknade med hjälp av ett så kallat HP-filter. Enligt samtliga dessa mått är resursutnyttjandet i nuläget högre än normalt. Måtten har dock utvecklats lite olika på senare tid. Sysselsättningsgapet och timgapet stiger fortfarande medan BNP-gapet minskar sedan en tid tillbaka.

### ■ ■ Låga löneökningstakter under 2007

Enligt konjunkturlönestatistiken steg lönerna i hela ekonomin under 2007 med 3,3 procent (de sista nio månaderna är fortfarande preliminära). Enligt Medlingsinstitutets enkätundersökning från december i fjol hade ca 95 procent av de anställda i näringslivet fått ny lön utbetald i och med december månad. De retroaktiva utbetalningarna för 2007 bedöms därför bli små i näringslivet.

Det relativt låga löneutfallet under fjolåret kan delvis förklaras av förändrad sammansättning av arbetskraften som ingår i lönestatistiken. En större andel nyanställda med förhållandevis låga lönenivåer dämpar den totala ökningstakten. Beräkningar tyder dock på att denna sammansättningseffekt inte var lika hög i fjol som under högkonjunkturåren 1999-2000. Enligt strukturlönestatistiken ökade lönerna i näringslivet med 4,0 procent 2007, vilket var 0,6 procentenheter högre än motsvarande siffra enligt konjunkturlönestatistiken. Skillnaden är inte anmärkningsvärd i ett historiskt perspektiv.

### ■ ■ Stigande löneökningstakt hittills under 2008

Det första kvartalet i år har lönerna i hela ekonomin, enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet, preliminärt ökat med 4,1 procent. I mars var löneökningstakten för arbetare i näringslivet 5,9 procent, vilket var klart högre än årets två första månader. Detta beror i huvudsak på att arbetarna erhöll storhelgstillägg i mars istället för i

april, eftersom påsken inföll i mars i år men i april förra året. Det rörde sig alltså om en temporär kalendereffekt.

Löneökningstakten hittills i år har varit relativt hög inom primärkommuner, landsting, industrin och byggsektorn, men lägre inom den finansiella sektorn och transportsektorn. Det finns en viss risk för att effekter av ändrade undersökningsurval påverkar löneutfallen för näringslivet i år.<sup>12</sup> Löneökningstakten har även varit låg inom staten, men där förväntas retroaktiva löneutbetalningar i större utsträckning. Sammantaget bedöms lönerna i hela ekonomin enligt konjunkturlönestatistiken öka med 4,4 procent i år.

### ■ ■ Arbetskostnaderna ökar långsammare än lönerna

Timlönerna i hela ekonomin enligt nationalräkenskaperna ökade med 3,3 procent i fjol, det vill säga samma ökningstakt som konjunkturlönestatistiken visade. Arbetskostnaderna per timme, som även inkluderar arbetsgivaravgifter, ökade med 3,7 procent. Det positiva bidraget från arbetsgivaravgifterna kan delvis förklaras av att rabatten på premierna i den avtalade pensionsförsäkringen ("SAF-LO Avtalspension") för arbetarna i näringslivet drogs tillbaka under fjolåret. På grund av den fallande produktiviteten blev tillväxten i enhetsarbetskostnaderna i hela ekonomin 4,3 procent, vilket var marginellt högre än bedömningen i föregående penningpolitiska rapport.

Under det första kvartalet i år ökade timlönerna i hela ekonomin enligt nationalräkenskaperna med 4,8 procent jämfört med samma period förra året. Däremot ökade arbetskostnaderna per timme under samma period med bara 3,4 procent, vilket är lägre än bedömningen i föregående penningpolitiska rapport. En förklaring till detta bör vara att företagen i år får en temporärt reducerad premie i ITP-försäkringen (som ingår bland avtalsförsäkringarna för tjänstemännen i näringslivet). I år bedöms arbetskostnaderna per timme växa med 3,5 procent, medan produktiviteten bedöms växa med 0,6 procent. Detta betyder totalt sett att enhetsarbetskostnaderna bedöms öka med 2,9 procent i år, vilket är lägre än bedömningen i föregående penningpolitiska rapport.

### ■ ■ Stigande inflationsförväntningar

Prosperas undersökning av inflationsförväntningar som publicerades den 18 juni visar att förväntningarna har ökat ytterligare (se diagram 75). På ett, två och fem års sikt väntas inflationen bli 3,2, 2,9 respektive 2,6 procent. Hushållens förväntningar angående inflationen om ett år har enligt Konjunkturinstitutets hushållsbarometer stigit från 2,8 procent i april till 3,3 procent i juni (se diagram 76).

Inflationsförväntningar kan också studeras genom att följa pris-sättningen på obligationsmarknaden genom så kallad breakeven-infla-

Diagram 75. Olika aktörers inflationsförväntningar på två års sikt  
Årlig procentuell förändring

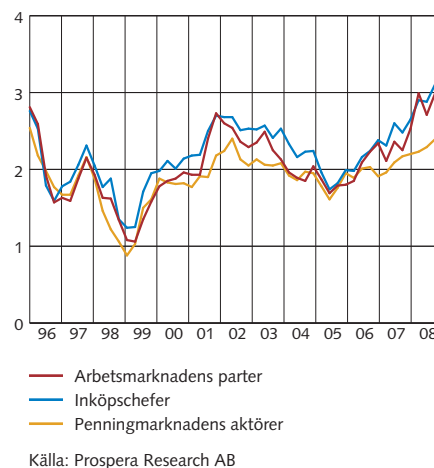
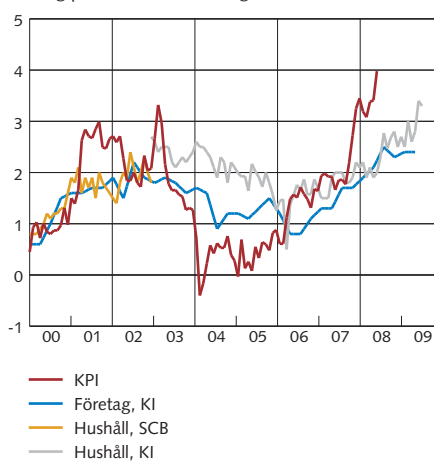


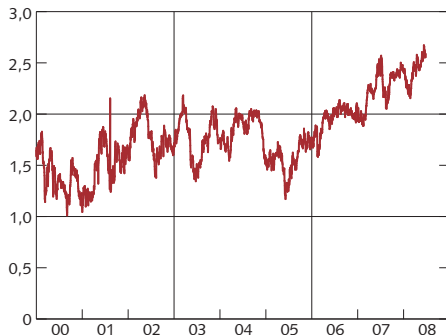
Diagram 76. Faktisk inflation (KPI) samt hushållens och företagens inflationsförväntningar på ett års sikt  
Årlig procentuell förändring



<sup>12</sup> I konjunkturlönestatistiken har urvalet i undersökningen för näringslivet utökats i år till 7785 företag jämfört med 6088 företag i fjolårets undersökning. Samtidigt byts cirka 20 procent av den ursprungliga populationen av företag ut varje år. Årets undersökning innebär därför att nästan 50 procent nya företag tillkommer. Detta kan ge vissa effekter på löneutfallen i undersökningen.

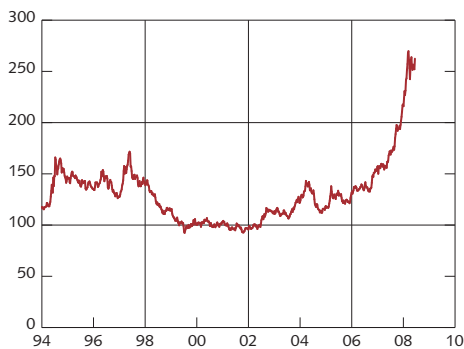


**Diagram 77. Skillnaden mellan nominella och reala 5-årsräntor (break-even inflation)**  
Procentenheter



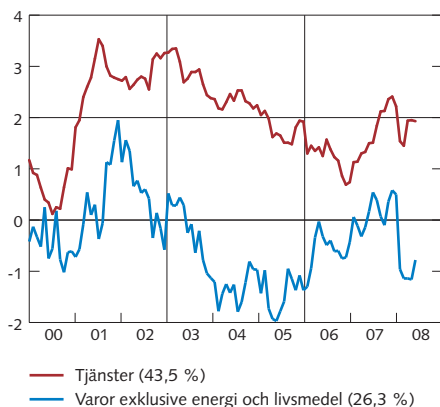
Källa: Riksbanken

**Diagram 78. The Economists råvaruprisindex för livsmedel**  
Index 2000=100, USD



Källa: The Economist

**Diagram 79. Varu- och tjänstepriser i KPI**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges respektive komponents vikt i KPI.

Källor: SCB och Riksbanken

tion, det vill säga skillnaden mellan räntor på nominella och reala obligationer med samma löptid. Sedan 2007 har breakeven-inflationen beräknad på 5-årsräntor stigit och är för närvarande cirka 2,5 procent (se diagram 77). Ett vägt genomsnitt av Prospera-förväntningarna i juni-enkäten på ett, två och fem års sikt kan ge en uppfattning om den genomsnittliga inflation som förväntas de kommande fem åren. Denna var 2,9 procent, alltså något högre än breakeven-inflationen.

### ■■ Inflationen mer än fördubblad det senaste året

Inflationen var i genomsnitt 2,2 procent i fjol, det vill säga i linje med målet. Sedan hösten 2007 har den dock stigit kraftigt och väntas fortsätta öka under de närmaste månaderna. Den årliga ökningstakten i KPI uppgick till 4 procent i maj vilket är mer än en fördubbling jämfört med ökningstakten under mitten av fjolåret. Inflationen har inte varit så hög sedan 1993. En del av inflationsuppgången kan förklaras av stigande bostadsräntor, vilket i sin tur till stor del är orsakat av Riksbankens räntehöjningar under de två senaste åren. Inflationen har dock stigit även rensat för bostadsräntorna. Inflationen mätt med KPI men med fast ränta (KPIF), där bostadsräntorna hålls konstanta, har stigit under det senaste året (se diagram 14 i kapitel 1). Den årliga ökningstakten av KPIF uppgick till 3,2 procent i maj, vilket även det är en fördubbling jämfört med ett år tidigare.

### ■■ Energipriserna på mycket höga nivåer

En viktig förklaring till att inflationen har ökat är att energipriserna har stigit kraftigt. Oljepriserna har stigit på världsmarknaden och uppgick till cirka 130 dollar per fat i slutet av maj. Även terminspriserna har stigit och indikerar nu att oljepriserna kommer att ligga kvar på ungefär nuvarande nivå under de närmaste tre åren (se diagram 4 i kapitel 1). De stigande oljepriserna har medfört stigande priser på bland annat bensin och villaolja i konsumentledet. Priserna på oljeprodukter i KPI ökade med knappt 14 procent i maj jämfört med samma månad ett år tidigare. Även elpriserna har stigit på senare tid.

Den milda vintern medförde låga elpriser i början av året men under våren har elpriserna återigen börjat stiga på elbörsen Nordpool. Terminsprissättningen indikerar dessutom att elpriserna ska fortsätta att stiga under det närmaste året. Elpriserna i konsumentledet var cirka 7 procent högre i maj jämfört med samma månad förra året. Sammantaget har energipriserna, vilka utgör cirka 9 procent av KPI, stigit betydligt mer än förväntat under våren. Stigande energipriser är den viktigaste orsaken till att inflationsprognosen revideras upp på kort sikt.

### ■ ■ Höga ökningstakter i livsmedelspriserna

Ökningstakten i livsmedelspriserna, som utgör drygt 16 procent av KPI, är fortsatt hög. Livsmedelspriserna på världsmarknaden steg kraftigt under slutet förra året fram tills i början av 2008 (se diagram 78).

Därefter tycks priserna ha stabiliserats på en högre nivå.

Livsmedelspriserna på världsmarknaden var nästan 60 procent högre i slutet av maj jämfört med samma period förra året. Detta har medfört att även priserna i producent- och konsumentledet i Sverige har stigit (se diagram 13 i kapitel 1).

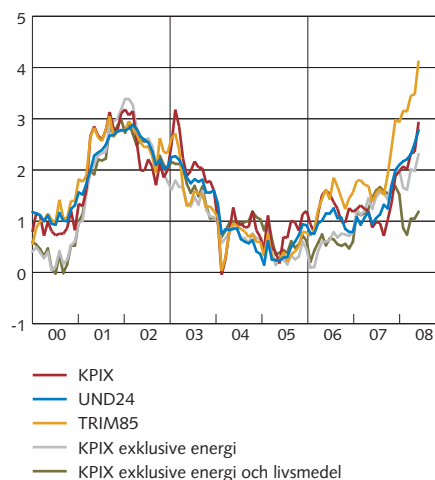
Livsmedelspriserna i KPI var cirka 8 procent högre i maj jämfört med samma månad förra året. Priserna på övriga varor och tjänster ökar fortfarande förhållandevis långsamt (se diagram 79). Tjänstepriserna ökade med cirka 2 procent i maj jämfört med samma månad förra året medan övriga varupriser (exklusive energi och livsmedel) föll med cirka 1 procent under samma period. Delvis kan nedgången vara en följd av nya vikter i KPI som drog ner inflationstakten ovanligt mycket i januari.

### ■ ■ Trendmässig uppgång i inflationen i Sverige

Inflationen har även stigit de senaste åren, i enlighet med vad Riksbanken räknat med, till följd av den allmänna förstärkningen av konjunkturen. Det framgår bland annat när man tittar på hur inflationen har utvecklats rensat för olika tillfälliga faktorer.

Riksbanken följer ett antal mått på den så kallade underliggande inflationen. 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 80 visas några olika mått på underliggande inflation. Trenden i dessa är uppåtgående sedan mitten av 2005. Detta sammanfaller med dels ett ökat resursutnyttjande, dels indirekta effekter av de mycket höga ökningstakterna i energipriserna. I de statistiska måtten ingår en del energipriser, vilket är en förklaring till att de statistiska måtten ger en högre inflationstakt än KPIX exklusive energi.

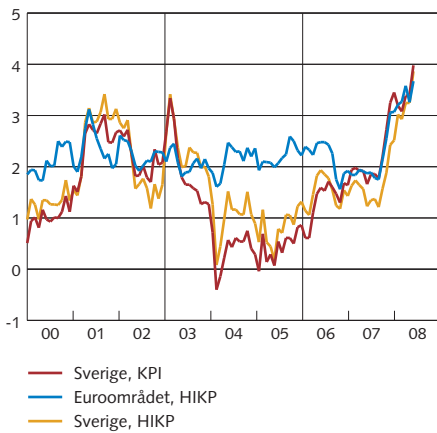
Diagram 80. Olika mått på underliggande inflation  
Årlig procentuell förändring



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.

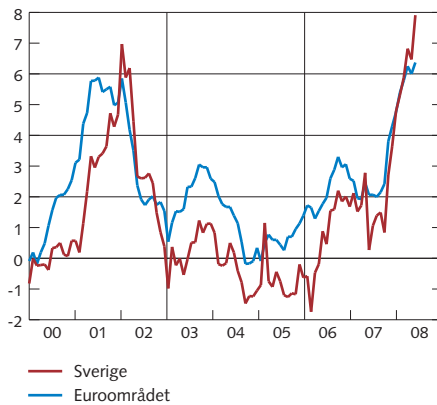
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 81. Inflationen i Sverige och euroområdet**  
Årlig procentuell förändring



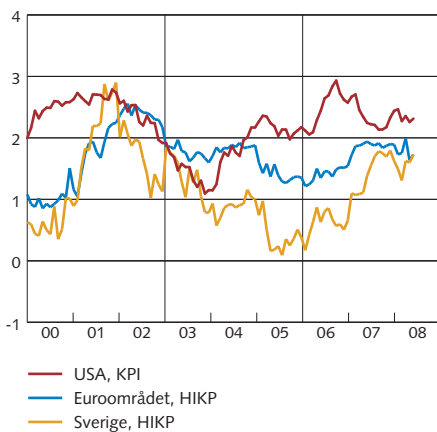
Källor: Eurostat och SCB

**Diagram 82. Livsmedelspriser i konsumentledet i Sverige och euroområdet**  
Årlig procentuell förändring



Källor: Eurostat och SCB

**Diagram 83. KPI exklusive energi och livsmedel**  
Årlig procentuell förändring



Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och SCB

## ■ ■ Uppgång i inflationen både i Sverige och i euroområdet

Även i euroområdet har inflationen stigit under det senaste året. Inflationen i maj var runt 4 procent i Sverige och något lägre i euroområdet. I diagram 81 visas den årliga ökningstakten av KPI och HIKP i Sverige jämfört med den årliga ökningstakten av HIKP i euroområdet.<sup>13</sup> Både i Sverige och euroområdet förklaras en stor del av uppgången av stigande ökningstakt i energi- och livsmedelspriserna (se diagram 82). Exklusive energi- och livsmedelspriser är inflationstakten mätt med HIKP cirka 1,7 procent både i Sverige och euroområdet (se diagram 83).

<sup>13</sup> Beräkningsmetoderna skiljer sig åt mellan det svenska KPI och HIKP. Bland annat så ingår inte hushållens räntekostnader för egnahemsboende i HIKP vilket drar upp ökningstakten i KPI i förhållande till HIKP. Samtidigt påverkas inte HIKP i samma utsträckning av viktförändringar vilket istället drar ner KPI i förhållande till HIKP. Sannantaget är därför ökningstakten i KPI och HIKP i nuläget ganska likartad i Sverige.

## ■ Ökningstakten i KPIX understiger KPI under lång tid

Även om Riksbanken håller reporäntan oförändrad väntas inflationen mätt med KPIX på ett par års sikt och bortom prognoshorisonten understiga inflationen mätt med KPI med cirka 0,3 procentenheter. Anledningen till detta är att KPIX inte påverkas av att värdet på fastighetsstocken stiger i räntekostnadsindex och inte heller av att en årlig indexuppräknings av punktskatterna sker. KPI med fast ränta (KPIF), som introduceras i denna rapport, bedöms på ett bättre sätt än KPIX korrigera KPI för den direkta effekten av penningpolitiken.

### Räntekostnadsindex påverkas inte bara av Riksbankens reporänteförändringar

I maj 2008 uppgick den årliga ökningstakten i KPI och KPIX till 4,0 respektive 2,9 procent, en skillnad på 1,1 procentenheter. Den viktigaste förklaringen till denna skillnad är att KPIX inte påverkas av det senaste årets stigande räntekostnader för egnahemsboende. Vid beräkningen av KPIX räknas nämligen hela denna komponent bort från KPI. Även direkta effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner räknas bort. Viktiga orsaker till de stigande räntekostnaderna är Riksbankens höjningar av reporäntan under de senaste åren, men även andra faktorer har betydelse för skillnaden mellan KPI och KPIX. Nedan följer en detaljerad genomgång av dessa faktorer.

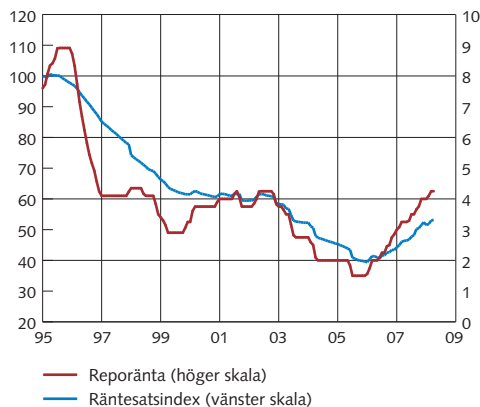
Index för räntekostnader för egnahemsboende i KPI avser att mäta utvecklingen av hushållens kapitalkostnader för att bo i ett eget ägt småhus. Indexet beräknas som en produkt av två index enligt följande förenklat beskrivna formel:

$$\text{Räntekostnadsindex} = \text{Räntesatsindex} * \text{Kapitalstocksindex}$$

Räntesatsindexet mäter utvecklingen av den genomsnittliga räntesatsen för topplån i bank, rörliga lån i bostadsinstitut samt räntor i bostadsinstitut med bindningstider på 1, 2, 3, 5 och 8 år.<sup>14</sup> Räntorna på de bundna lånen kommer in i beräkningarna som ett glidande medelvärde över den aktuella bindningstiden. Exempelvis kommer en förändring av räntan med fem års bindningstid in som ett glidande medelvärde över de senaste 60 månaderna. Räntesatsindex beräknas sedan som ett vägt medelvärde av de ingående räntorna, där vikterna återspeglar hushållens faktiska lånestruktur. Lån med rörlig ränta har en vikt på drygt 50 procent i räntesatsindex. Detta medför att en förändring av korträntorna får ett direkt genomslag på räntesatsindex. Eftersom resterande del av räntorna är beräknade som ett glidande medelvärde över tiden utvecklas räntesatsindex ändå relativt stabilt (se diagram R1).

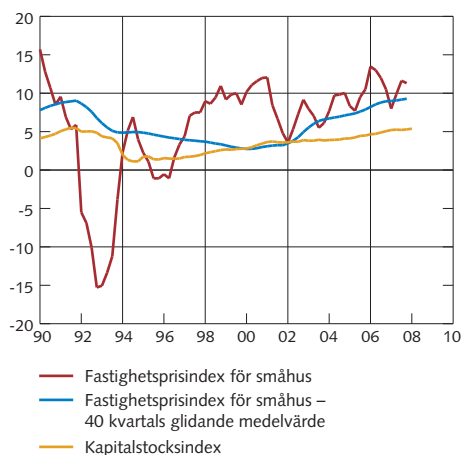
<sup>14</sup> Lån med 1, 3 och 8 års bindningstid infördes i KPI år 2004. Sedan tidigare ingick redan topplån i bank, rörliga bostadslån och lån med 2 och 5 års bindningstid. Lån med 8 års bindningstid har en liten vikt i räntesatsindex (ca 3 %). Lånen med 5 års bindningstid har en vikt på 19,5%. Lånen med 1, 2 och 3 års bindningstid har vikter på 1,5, 14,2 respektive 9,7 %.

**Diagram R1. Reporäntan och räntesatsindex i KPI**  
Procent respektive index med januari 1995=100



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram R2. Kapitalstocksindex i KPI och fastighetsprisindex för småhus**  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Räntesatsindexet påverkas alltså inte bara av reporäntan. Bostadslån med rörlig ränta påverkas relativt direkt av en förändring av reporäntan men kan även påverkas av andra faktorer, såsom ändrade marginaler i bankerna. I spåren av den senaste tidens oro på de finansiella marknaderna har till exempel skillnaden mellan reporäntan och räntan på rörliga bolån ökat. Dessutom ingår räntor med längre löptider i index. Dessa påverkas till stor del av andra faktorer än Riksbankens reporäntebeslut, även om förändringar i reporäntan ibland också kan ha effekter på räntor med längre löptider.

*Kapitalstocksindexet* mäter förändringen i anskaffningsvärdet på den husstock som bostadslånen finansierar. SCB försöker uppskatta den värdeförändring som sker i husstocken när husen byter ägare eller nybyggnation sker. Följden av detta beräknings sätt blir att huspriserförändringar kommer in i indexet med betydande fördröjning. Om vi antar att ingen nybyggnation sker och att småhuspriserna vid ett enda tillfälle stiger med 30 procent för att därefter ligga stilla på den nya nivån och att alla fastigheterna byter ägare vart 20:e år, kommer anskaffningsvärdet på husstocken, och därmed det genomsnittliga anskaffningsvärdet, att räknas upp med 1,5 procent ( $30 \text{ procent} * 1/20$ ) per år i 20 års tid. En ökning i huspriserna har således en relativt liten direkt effekt på kapitalstocksindex, samtidigt som effekten är väldigt varaktig. Ökningstakten i kapitalstocken har stigit trendmässigt sedan i mitten av 1990-talet (se diagram R2). I diagrammet syns också tydligt att kapitalstocken rör sig mycket trögt i förhållande till småhuspriserna.

### Stigande värde på kapitalstocken bidrar till att KPIX ökar långsammare än KPI under prognosperioden

I maj 2008 steg räntekostnadsindex i KPI med 21 procent i årstakt. Eftersom vikten för räntekostnadsindexet utgör ca 4,5 procent av KPI bidrog detta med cirka 1 procentenhet till den årliga ökningstakten i KPI på 4 procent. Detta bidrag kommer dels från att räntorna har stigit under det senaste året, men också av att anskaffningsvärdet på fastighetsstocken har ökat. Om anskaffningsvärdet på fastighetsstocken hade varit konstant under perioden hade bidraget varit ungefär 0,2 procentenheter lägre.

Givet hur kapitalstocksindex beräknas kan vi känna oss säkra på att värdet på kapitalstocken kommer att fortsätta att öka under de närmaste åren nästan oavsett vad som händer med fastighetspriserna den närmaste tiden. När hus som köptes för 15-20 år sedan omsätts kommer anskaffningsvärdet på kapitalstocken att stiga, eftersom priserna är betydligt högre nu än när husen köptes.

Förändringen av kapitalstocken påverkar därmed Riksbankens prognos för KPI. Värdet på kapitalstocken antas öka med drygt 5 procent som årlig procentuell förändring mot slutet av prognosperioden. De genomsnittliga räntorna ligger nästan stilla och det totala räntekostnadsindexet beräknas öka med drygt 5 procent. Trots att själva

bostadsräntorna inte förändras kommer alltså det totala räntekostnadsindexet att öka relativt snabbt till följd av ett stigande värde på kapitalstocken. Eftersom hela räntekostnadsindexet exkluderas från KPI vid beräkningen av KPIX kommer förändringen i kapitalstocken inte att påverka KPIX-inflationen. Detta är det viktigaste skälet till att KPIX ökar långsammare än KPI mot slutet av prognosperioden.

I diagram R3 visas ett alternativt inflationsmått som utgår från KPI men där, till skillnad från KPIX, endast räntesatsindexet hålls konstant och där hela den förändring av räntekostnadsindex som kommer ifrån förändringen av kapitalstocken fortfarande ingår. Detta mått kallas KPI med fast ränta (KPIF) och bedöms på ett bättre sätt än KPIX korrigera KPI för den direkta effekten av penningpolitiken. Ökningstakten i KPI väntas överstiga ökningstakten i KPI med fast ränta under större delen av prognosperioden, men väntas sammanfalla mot slutet av prognosperioden. Under 2008 och 2009 ökar dock KPI betydligt snabbare än KPI med fast ränta till följd av stigande räntor.

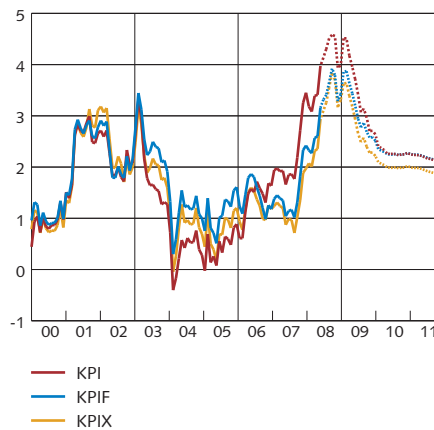
### Indexering av punktskatter påverkar inte KPIX-inflationen

Vid beräkningen av KPIX-inflationen exkluderas dessutom den direkta effekten av förändrade indirekta skatter och subventioner från KPI-inflationen. I Sverige indexeras vissa punktskatter som ett sätt att bevara skattens andel av priset. Exempelvis är skatter på energi, alkohol och tobak angivna som kr/kWh, kr/l, respektive kr/gr. Om priserna stiger medför detta att punktskatternas andel av konsumentpriset faller över tiden. Punktskatten på till exempel bensin skrivs enligt regelverket upp med den årliga ökningstakten av KPI i juni året före. På senare år har dock bensinskatten höjts mer än så som ett led i den så kallade gröna skatteväxlingen. Även övriga punktskatter skrivs normalt sett upp med något mått på prisutvecklingen. Effekten av denna höjning av punktskatterna räknas bort från KPI-inflationen när KPIX beräknas. Detta medför att det även på lång sikt finns skatteförändringar som gör att KPI-inflationen och KPIX-inflationen skiljer sig åt. Den sammanlagda effekten av indexeringen av punktskatter bedöms normalt vara cirka 0,1 procentenheter.

### KPI och KPIX skiljer sig åt på lång sikt

Med dagens regelsystem och givet Riksbankens prognos för repo-räntan bedöms alltså KPIX-inflationen mot slutet av prognosperioden och under en lång tid framöver understiga KPI-inflationen med cirka 0,3 procentenheter; 0,2 procentenheter beroende på räntekostnads-komponenten och 0,1 procentenheter beroende på indexeringen av punktskatter.

Diagram R3. KPI, KPIX och KPIF, utfall och prognoser  
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken



## ■ Hur används mått på underliggande inflation i den penningpolitiska analysen?

Riksbankens inflationsmål är definierat som att inflationen, mätt som förändringen i konsumentprisindex (KPI), ska vara 2 procent. Denna formulering ligger fast alltsedan inflationsmålet infördes 1993. Men även om målet är formulerat i termer av KPI använder Riksbanken ofta olika mått på underliggande inflation i analysen och kommunikationen. Det finns flera skäl till detta. Genom att analysera *utfall* för olika mått på underliggande inflation kan man få insikter om inflationens drivkrafter – varför inflationen utvecklas på ett visst sätt. Riksbanken brukar också publicera *prognoser* för olika mått på underliggande inflation. Syftet med det kan exempelvis vara att visa hur prisutvecklingen för någon produktgrupp påverkar inflationen eller att illustrera det direkta genomslaget på KPI av Riksbankens egna ränteändringar. För det senare har Riksbanken hittills använt sig av måttet KPIX. Men framöver kan detta mått inte längre användas för detta syfte och kommer att fasas ut ur den penningpolitiska analysen och kommunikationen. När Riksbanken vill illustrera hur räntan påverkar inflationen kommer istället ett mått på KPI med fast ränta (KPIF) att användas. Men denna förändring kommer inte att ha några märkbara effekter på de penningpolitiska besluten.

### Analys av inflationsutfall

KPI-inflationen kan variera en hel del från en månad till en annan och det är inte säkert att en förändring är varaktig. Exempelvis brukar varupriserna variera mer än tjänstepriserna. Om en uppgång i KPI kan hänföras till stigande varupriser är det alltså mer troligt att den är tillfällig än om uppgången beror på stigande tjänstepriser. Genom att utesluta eller ge mindre vikt till komponenter i KPI som varierar särskilt mycket, kan man få mått som bättre speglar den varaktiga delen av inflationen. Mått som illustrerar det mer bestående inflationstrycket brukar kallas underliggande inflation.<sup>15</sup> I diagram 80 i denna rapport redovisas utfallen för några sådana mått.

Olika mått på underliggande inflation kan användas för att dra slutsatser om inflationens drivkrafter. Följande exempel kan illustrera detta. Under våren 2001 hade inflationen stigit oväntat snabbt. Men prisuppgången skedde inte på bred front, utan var begränsad till vissa produktgrupper (se diagram R4). Genom att studera olika mått på underliggande inflation drog Riksbanken slutsatsen att det var olika typer av tillfälliga utbudsstörningar, exempelvis galna kosjukan och mul- och klövsjukan, som var anledningen till att KPI-inflationen stigit. Ett färskare exempel gäller prisutvecklingen på energi och livsmedel som nu står i särskilt fokus. För att illustrera vilken roll dessa priser har för den aktuella KPI-inflationen studerar Riksbanken mått där dessa produktgrupper rensas bort.

Det är också nödvändigt att ha en uppfattning om vad som påverkat inflationen för att kunna göra bra inflationsprognoser. Är det främst priserna på vissa produkter som har stigit eller är det en mer

<sup>15</sup> Se Hansson, J., J. Johansson & S. Palmqvist, "Varför behöver vi mått på underliggande inflation?", Penning- och valutapolitik, 2008:2, s. 23-39, Sveriges riksbank.



allmänt utbredd prisuppgång? I vilka sektorer har priserna stigit och varför? Detta är viktiga frågor som måste besvaras innan man kan göra en inflationsprognos. Men det finns inget enskilt mått på underliggande inflation som i alla lägen ger svar på alla dessa frågor. Man måste studera en rad olika mått för att få en mer heltäckande bild.

### Underliggande inflation i prognoserna

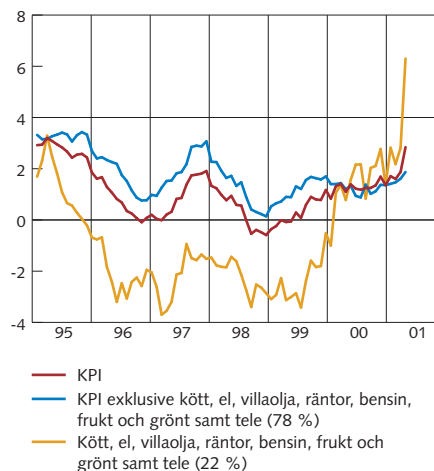
Genom att studera *utfallen* för olika mått på underliggande inflation kan man alltså dra slutsatser om varför inflationen utvecklats på ett visst sätt. Riksbanken publicerar också *prognoser* för olika mått på underliggande inflation. Syftet är att illustrera hur olika komponenter i KPI utvecklas under prognosperioden.

Ett exempel på detta kommer från 2003. Den torra vintern gjorde att vattennivåerna i de svenska vattenmagasinen var ovanligt låga. Elpriset hade därför stigit kraftigt, vilket bidrog till att pressa upp KPI-inflationen till drygt 3 procent. Riksbankens prognos för elpriset följde terminspriserna, vilka indikerade att elpriset skulle återgå till sin ursprungliga nivå den kommande vintern. Eftersom elpriserna först hade stigit och sedan väntades återgå till sin ursprungliga nivå skulle elpriserna först pressa upp inflationen under ett år för att därefter pressa ner den det följande året. Riksbanken illustrerade detta genom att redovisa prognoser för inflationen med och utan energi (se diagram R5). Syftet var att tydligt visa att Riksbanken antog att energipriserna endast skulle ge upphov till tillfälliga fluktuationer i inflationen, som inte krävde några penningpolitiska åtgärder.

Hushållens räntekostnader är en komponent i KPI som det finns särskilda skäl att följa och prognostisera. Räntekostnaderna beräknas som ett räntesatsindex multiplicerat med ett kapitalstocksindex. I räntesatsindexet ingår räntor med olika löptider, varav de rörliga räntorna utgör drygt hälften. När Riksbanken ändrar reporäntan brukar de rörliga räntorna följa med ganska snabbt. En höjning av reporäntan gör alltså att räntesatsindex stiger, vilket i sin tur gör att räntekostnaderna stiger. Detta sätt att beräkna boendekostnaderna medför att om Riksbanken höjer räntan i syfte att få ner inflationen kan KPI inledningsvis stiga som en följd av de ökade räntekostnaderna.

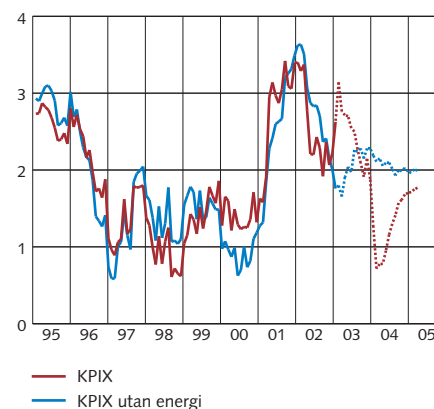
Hittills har det underliggande inflationsmättet KPIX (f.d. UND1X) haft en speciell status i Riksbankens penningpolitiska analys. Skälet till detta är att räntekostnaderna räknas bort ur detta mått. Mättet har alltså inte den paradoxala egenskapen att inflationen stiger när Riksbanken höjer räntan. Men det har visat sig att KPIX renser bort lite för mycket. I diagram R3 i denna rapport visas utfall och prognoser för KPI, KPIX och KPIF. Där framgår att ca 0,8 procentenheter av den aktuella KPI-inflationen beror på att räntorna stigit. Eftersom räntorna väntas fortsätta stiga något innebär prognosen att KPI överstiger KPIF under den första delen av prognosperioden. Mot slutet av prognosperioden väntas reporäntan sjunka något, vilket gör att KPIF närmar sig KPI. Däremot finns en bestående skillnad mellan KPI och KPIX på 0,3 procentenheter, som beror på ett stigande värde på fastighetsstocken

Diagram R4. KPI exklusive vissa varor  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken (Inflationsrapport 2001:2)

Diagram R5. KPIX med och utan energi  
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser Riksbankens prognos från Inflationsrapport 2003:1.

Källor: SCB och Riksbanken

och en indexering av punktskatter.<sup>16</sup> Det är alltså inte bara de direkta effekterna av Riksbankens penningpolitik som rensas bort vid beräkningen av KPIX.

### Utfasningen av KPIX påverkar inte penningpolitiken märkbart

Riksbanken har fram tills nyligen utgått ifrån att KPI och KPIX har samma långsiktiga medelvärde. Om penningpolitiken utformades så att KPIX hamnade rimligt nära 2 procent innebar det att målvariabeln, KPI, också skulle göra det. Men de närmaste åren är det troligt att KPI och KPIX kommer att skilja sig åt, inte bara på kort utan även på längre sikt. Framförallt därför kommer KPIX nu att fasa ut ur den penningpolitiska analysen och kommunikationen.<sup>17</sup> Behovet att illustrera de direkta effekterna på KPI av Riksbankens ränteförändringar finns dock kvar. I framtiden kommer Riksbanken istället använda KPIF i det syftet. Det innebär dock inte att KPIF kommer att få samma särställning som KPIX tidigare haft. Det finns som redan konstaterats inget enskilt mått på underliggande inflation som alltid ger den bästa vägledningen, utan man måste studera en rad olika mått.

Riksbanken bedriver en flexibel inflationsmålpolitik. Det innebär bland annat att det kan dröja ett par år innan KPI når 2 procent i prognosen om det anses motiverat till exempel av tillfälliga störningar. Den långsiktiga skillnaden mellan KPI och KPIX beräknas till ungefär 0,3 procentenheter. Med den flexibilitet som finns i penningpolitiken behöver inte en sådan avvikelse få några omedelbara konsekvenser för de penningpolitiska besluten. Som alltid är det dock viktigt att avvikelser från inflationsmålet inte blir för stora. Det måste vara tydligt att KPI på sikt når 2 procent.

Inflationsmålet är precis som tidigare definierat i termer av KPI. När prognoserna bygger på en räntebana som Riksbanken bedömer vara väl avvägd visar prognosen för KPI hur snabbt inflationsmålet kan nås. Det innebär att den penningpolitiska diskussionen kan fokusera mer direkt på KPI. Samtidigt använder Riksbanken ett stort antal mått på underliggande inflation för att tydliggöra inflationens drivkrafter, inte minst för att illustrera de direkta effekterna av räntebesluten. Men fokus ligger på målvariabeln, KPI. KPIX kommer att fasa ut och de direkta effekter av penningpolitiken på inflationen som går via räntesatsindex kommer att illustreras med hjälp av skillnaden mellan KPI och KPIF. Denna förändring kommer dock inte att påverka själva räntebesluten märkbart framöver.

<sup>16</sup> Se fördjupningen "Ökningstakten av KPIX understiger KPI under lång tid" i denna rapport.

<sup>17</sup> Se även "Riksbankens inflationsmål - KPI, andra inflationsmått och utfasning av KPIX", tal av Barbro Wickman-Parak, 2008-06-09, Sveriges riksbank.

Denna fördjupning syftar till att definiera begreppet realränta och illustrera utvecklingen i Sverige de senaste åren. Den reala reporäntan diskuteras också. Den senaste 10-årsperioden har präglats av sjunkande realräntor i Sverige. Sedan 2005 har realräntan stigit något. Riksbankens senaste prognos innebär att den reala reporäntan fortsätter att stiga mot cirka 2,5 procent det kommande året, för att sedan närma sig 2 procent på sikt.

### Definition av begreppet realränta och några exempel

I den dagliga nyhetsrapporteringen avses med begreppet ränta så gott som alltid den nominella räntan. Emellertid är det realräntan som bör ha avgörande betydelse för människors mer långsiktiga ekonomiska beslut om konsumtion, sparande, produktion och investeringar. Den nominella räntan uttrycker värdet i kronor i framtiden jämfört med en krona idag, medan den reala räntan uttrycker värdet i reala enheter i framtiden jämfört med en real enhet idag. Den reala enheten är oftast den korg av varor och tjänster som ingår i konsumtionsprisindex, KPI. Realräntan syftar till att spegla räntan i termer av köpkraft.

Det är främst genom effekten på realräntor som penningpolitiken påverkar den reala ekonomin. Därför är det viktigt och önskvärt att observera realräntor på olika löptider och också studera den reala reporäntan. Nominella och reala räntor är relaterade genom följande samband:

$$r_t = i_t - E_t \pi_{t+1}$$

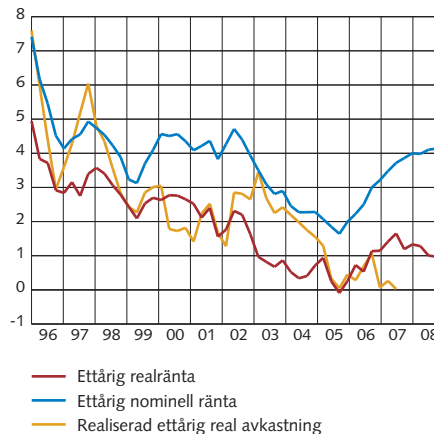
där  $i_t$  betecknar nominalräntan år  $t$  med löptid på exempelvis ett år.  $r_t$  betecknar motsvarande realränta, medan  $E_t \pi_{t+1}$  betecknar den vid år  $t$  förväntade inflationstakten mellan år  $t$  och  $t+1$ . Den reala räntan är därför nominalräntan minus förväntad inflation.

Realräntan är ett mått på *förväntad* real avkastning av en investering. Den *realiserade* reala avkastningen på en nominell investering är nominalräntan minus den realiserade inflationstakten. Den realiserade reala avkastningen på en nominell investering skiljer sig från realräntan i den utsträckning realiserad inflation skiljer sig från förväntad inflation.

Diagram R6 visar den ettåriga realräntan beräknad som skillnaden mellan den nominella räntan på ettåriga statsobligationer och den förväntade inflationen på ett års sikt så som den kommer till uttryck i Konjunkturinstitutets hushållsbarometer.<sup>18</sup> Som jämförelse visas även den nominella ettårsräntan.

I diagram R6 visas också den realiserade reala avkastningen på en nominell ettårig statsobligation, beräknad som skillnaden mellan den nominella räntan och faktisk inflation. Realräntan var lägre än den realiserade reala avkastningen mellan 1996 och 2005, medan det

Diagram R6. Nominella och reala ettårsräntor 1996-2008  
Procent

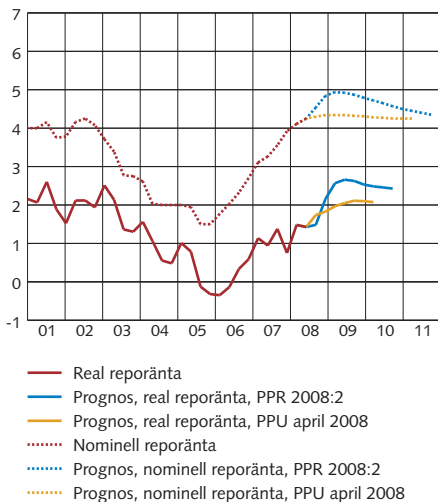


Anm. Se texten för en definition.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

<sup>18</sup> Ett alternativt är att använda förväntningar på ett års sikt enligt Prosperas enkät för samtliga aktörer, som utförs på uppdrag av Riksbanken. Realräntan visar en mycket likartad utveckling beräknad med dessa förväntningar. Se vidare i kommentaren "Realräntan i Sverige" på Riksbankens webbplats.

**Diagram R7. Real reporänta enligt Riksbankens prognoser**  
Procent, kvartalsdata



Källor: Konjunkturinstitutet, Prospera Research AB och Riksbanken

omvända gällt det senaste året. Anledningen till detta är att inflationen i genomsnitt överskattades mellan 1996 och 2005; däremot har inflationen det senaste året blivit högre än förväntat. Av diagram R6 framgår också att både de nominella och reala räntorna föll fram till 2005. Därefter steg realräntan, men det senaste året har den åter fallit, trots stigande nominalränta. Diagram R6 visar vikten av att skilja mellan nominalränta, realränta och realiserad avkastning, eftersom dessa variabler inte alltid utvecklas på samma sätt.

### Den reala reporäntans utveckling i Sverige

Det går också att beräkna en real reporänta. Diagram R7 visar reala reporäntor beräknade med Riksbankens ettåriga inflationsprognoser.<sup>19</sup> Som jämförelse visas även den nominella reporäntan. Under de senaste åren har den nominella reporäntan höjts från 1,5 procent till 4,5 procent, alltså med 3 procentenheter. Den reala reporäntan har under denna period gått från cirka -0,5 procent till cirka 1,5 procent, alltså en uppgång med cirka 2 procentenheter.

För närvarande är alltså den reala reporäntan kring 1,5 procent. Vad har Riksbankens senaste prognoser för nominell reporänta och inflation inneburit i termer av prognoser för den reala reporäntan? Diagram R7 visar de nominella och reala reporänteprognoserna i samband med de två senaste rapporterna: denna penningpolitiska rapport och den penningpolitiska uppföljningen i april.

Vi ser att den nominella reporäntan i den nu aktuella prognosen är uppjusterad med cirka 0,6 procentenheter som mest i förhållande till uppföljningen i april. Den reala reporäntan är uppjusterad i ungefär samma omfattning.

I ett något längre perspektiv har de senaste årens penningpolitik inneburit en uppgång i den nominella reporäntan från 1,5 procent 2005 till 4,5 procent för närvarande. Den aktuella prognosen är att räntan stiger till cirka 5 procent för att sedan sjunka tillbaka något. Prognoserna för den nominella reporäntan och inflationen i denna rapport innebär en real reporänta som fortsätter att stiga till drygt 2,5 procent för att sedan sjunka tillbaka till något under 2,5 procent i slutet av prognoshorisonten. Detta är en historiskt sett normal nivå, om man blickar tillbaka över långa tidsperioder.<sup>20</sup>

<sup>19</sup> Egentligen skall den reala reporäntan beräknas som den nominella reporäntan minus förväntad inflation för reporäntans löptid. Denna löptid är dock mycket kort. Som approximation används därför förväntad inflation för det kommande året. Detta underlättar också en jämförelse med den reala reporäntan beräknad med inflationsförväntningar enligt enkäter, där den kortaste horisonten är ett år. För en sådan jämförelse, se kommentaren "Realräntan i Sverige" på Riksbankens webbplats.

<sup>20</sup> Se kommentaren "Realräntan i Sverige" på Riksbankens webbplats.

## ■ Riksbankens företagsundersökning: konjunkturen dämpas och kostnaderna stiger

Sedan föregående undersökning i december har situationen bland företagen i näringslivet inte förändrats i någon större utsträckning. Fortfarande är oron för en svagare utveckling framöver påtaglig men samtidigt uppger många företag att konjunkturen för närvarande är bra även om en dämpning har skett under den senaste tiden. Sammantaget tyder inte företagens svar på att någon kraftigare nedgång i ekonomin skulle vara nära förestående. Prisökningar på olika råvaror har varit den dominerande orsaken till företagens höjda kostnader. Däremot väntar sig företagen inte att arbetskraftskostnaderna nästa år kommer att öka mer än tidigare. En relativt svag efterfrågan från den amerikanska marknaden och en låg dollarkurs är för somliga branscher inom industrin en förklaring till minskad produktion och sysselsättning. Konjunkturen i byggbranschen har dämpats till följd av en lägre efterfrågan på bostäder och även bostadspriserna har planat ut under senare tid. Trots det anser byggföretagen att konjunkturen är god och tror att utvecklingen blir stabil framöver.

### Fakta om undersökningen

Riksbanken genomför 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 uppfattar den aktuella situationen i ekonomin och hur man avser att planera och agera utifrån de aktuella förhållandena. 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 begränsningar för hur resultaten kan generaliseras eftersom antalet intervjuade företag är förhållandevis litet (cirka 60) och urvalet är inte heller gjort för att vara representativt för näringslivet som helhet. Näringslivet har delats upp i fyra sektorer: tillverkningsindustri, bygg, handel och privata tjänster. Företag från samtliga sektorer är med vid varje undersökningstillfälle. Cirka 20 företag är med i varje omgång och resterande 40 företag varieras mellan omgångarna. Endast stora och medelstora företag ingår i undersökningen. Storleken på företagen mätt som antalet anställda varierar något mellan de olika sektorerna. De minsta företagen i undersökningen har cirka 200 anställda och återfinns typiskt sett i den privata tjänstesektorn.

Undersökningen genomförs som en djupintervju med en eller flera representanter från företagens ledning. Fördelen med att genomföra djupintervjuer är att de ger en stor mängd detaljerad information om företagens agerande givet omständigheterna i ekonomin. Den valda metoden ger också en möj-

lighet att anpassa frågorna i intervjun och urvalet av företag i varje omgång efter de frågeställningar som är av intresse för penningpolitiken.

#### **Ett 60-tal företag intervjuades huvudsakligen under maj 2008**

Personal från Riksbanken intervjuade 62 företag under vecka 17 till vecka 23. Tillsammans sysselsätter de intervjuade företagen cirka 300 000 anställda i Sverige, cirka 10 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.

#### **Konjunkturläget är bra men väntas bli sämre framöver**

Cirka en tredjedel av de företag som Riksbanken har intervjuat betecknar konjunkturläget som "Bra" medan var tionde företag betecknar läget som "Dåligt". Resten betraktar konjunkturen som "Tillfredsställande". Det är främst byggföretagen och företag i tjänstesektorn som är mest positiva om konjunkturen.<sup>21</sup> Omdömet om konjunkturen avspeglas också i omdömen om produktions-/försäljningsvolymens och sysselsättningens utveckling det senaste kvartalet. Även i de fallen är det främst bygg- och tjänsteföretagen som anger ökande aktivitet och sysselsättning. Företagens syn på konjunkturen om sex månader är däremot betydligt mindre optimistisk. Fyra företag av tio svarar att konjunkturen väntas bli "Sämre" och endast en av tio att den blir "Bättre". Företag i samtliga sektorer (industri, bygg, handel och privata tjänster) väntar sig att konjunkturläget är sämre om sex månader jämfört med idag.

Företagens svar på frågor om hur produktionen/försäljningen har utvecklats den senaste tremånadersperioden jämfört med föregående tremånadersperiod, visar i allmänhet att relativt lite har hänt sedan föregående undersökning i december. Ungefär lika många företag i maj som i december uppger att produktionen/försäljningen har ökat de senaste tre månaderna. Även på frågan om sysselsättningsutvecklingen är företagens svar likartade som i december; sammantaget uppger sysselsättningen ha ökat under senaste tre månaderna (jämfört med föregående tre månader). Jämfört med undersökningen i september 2007 framgår däremot att det har skett en tydlig dämpning i omdömet av det senaste kvartalets produktions-/försäljningsvolym och av antalet sysselsatta. Det är färre företag i maj (och i december) som anger ökning på dessa frågor jämfört med undersökningen i september i fjol.

<sup>21</sup> Frågan är ny i denna undersökning och en jämförelse med föregående undersökning kan således inte göras.



Företagen har också tillfrågats om det senaste årets respektive nästa års prisutveckling avseende de egna försäljningspriserna. Svaren på frågan "Har ni ökat priserna mer/lik mycket/mindre det senaste året jämfört med föregående år?" har räknats om till "netttotal", vilket framgår av diagram R8.<sup>22</sup> Det är fler företag som har uppgett att priserna har ökat mer det senaste året (tolv månaderna) än som har svarat att de har ökat mindre jämfört med föregående år. Det förhållandet har i stort sett varit oförändrat jämfört med tidigare undersökningar. Däremot har en större förändring avseende företagens prisplaner skett (se diagram R8). I september 2007 var uppfattningen bland företagen att priserna skulle stiga mer under det kommande året än vad som var fallet året innan. I december var bilden den omvända, det vill säga en övervikt av företagen räknade med att priserna skulle komma höjas i en mindre omfattning än tidigare. I undersökningen i maj var situationen ungefär densamma som i december. Företagens svar stöder i denna mening Riksbankens prognos om att inflationstakten dämpas på ett års sikt.

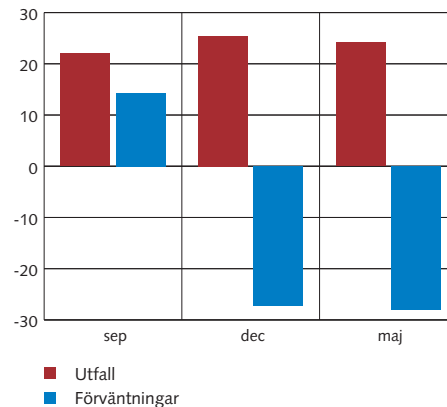
### En dämpning av konjunkturen men ingen tydlig tendens om utvecklingen framöver

Några branscher vars utveckling ibland brukar betraktas som en tidig indikator för den framtida konjunkturen uppvisar ingen tydlig tendens. Bemanningsföretagen tillhör den gruppen och de uppger att efterfrågan i branschen har dämpats under senare tid. Bemanningsföretagen har noterat en minskande efterfrågan från de industribranscher som har dragit ned på sin produktionstakt. Man har också märkt att det har blivit lättare att få tag på arbetskraft, vilket också kan tolkas som ett tecken på en svagare konjunkturutveckling. Samtidigt betecknar bemanningsföretagen läget som tillfredsställande och uppger också att orderläget i allmänhet är gott. Företag inom transportsektorn uppger också att efterfrågan har dämpats under våren. Både antalet transporter och genomsnittlig vikt per transport har påverkats. Enligt vissa företag tycks detta vara en allmän tendens medan andra hänför utvecklingen till vissa branscher inom industrin. Transportföretagen betecknar situationen fortfarande som tillfredsställande men är oroliga för den fortsatta utvecklingen. De arkitektföretag som Riksbanken har talat med anser konjunkturläget vara bra även om också de märkt av en viss dämpning under senare tid. Några relaterar dämpningen till en minskad efterfrågan på bostäder. Fortfarande betecknas dock orderläget av arkitektföretagen som bra.

### Råvarupriserna främsta orsak till ökade kostnader

Olika råvaror som används som insatsvaror i tillverkningen har under en längre tid stigit i pris på världsmarknaden. För tillverkningsindustrin är det främst olika metallpriser, företrädesvis stål, som har blivit

Diagram R8. Företagens svar på frågor om prisutveckling  
Netttotal



Källa: Riksbanken

<sup>22</sup> Netttotal är skillnaden mellan alla företag som till exempel svarat "Ökande" och de som svarat "Minskande". Talet divideras sedan med antalet svarande företag. Ett positivt netttotal innebär att det är fler företag som har svarat "Ökande" jämför med antalet som har svarat "Minskande".



dyrare. Många företag uppger att de terminssäkrar råvarupriserna för en tid framåt men så småningom slår de högre priserna igenom på företagets kostnader. De ökade kostnaderna kan företagen ofta men inte alltid föra vidare i de egna försäljningspriserna. Svårast är det i branscher med stagnerande försäljning och hård konkurrens. I de fallen är företagen också missnöjda med lönsamheten.

Andra kostnader som företagen upplever som allt tyngre - även i andra sektorer än i industrin - är energi-, transport- och fraktkostnader. Detsamma gäller dock inte arbetskraftskostnaderna vilket för de flesta företag är en av de större utgiftsposterna. Företagen räknar i allmänhet inte med att arbetskraftskostnaderna kommer att stiga i en snabbare takt det närmaste året jämfört med föregående år. Som grund uppger man att de ingångna löneavtalen inte medför att takten på löneökningarna kommer att stiga. Löneökningarna utöver avtal uppges vanligtvis följa konjunkturutvecklingen och den i sin tur väntas bli dämpad.

Främst till följd av högre priser på energi- och råvaror är takten på både på inköps- och försäljningspriserna högre nu än tidigare för många företag. I allmänhet uppger man att den högre prisökningstakten gör det svårare att överblicka volymförändringar och att man arbetar mer än tidigare med att justera priserna vilket är tidskrävande och kostsamt.

### **"Vårt absolut största problem just nu är valutorna – inte räntorna"**

I slutet av förra året och i början av detta år har kursen på den amerikanska dollarn fallit relativt kraftigt mot den svenska kronan. Den senaste tidens försvagning av dollarn har påverkat företagen olika. De svenska företagen uppger att de försäkrar sina valutaflöden genom köp och försäljning av valutor på terminsmarknaden. Det förefaller vara vanligt att terminssäkra valutaflödena upp till ett år som längst. De flesta företag som Riksbanken har talat med uppger att den senaste tidens valutakursfluktuationer inte är ett stort problem för verksamheten. De företag som har både intäkter och kostnader i till exempel dollar har inte påverkats i någon högre grad. En del företag i detaljhandeln, som till exempel inom konfektion och elektronikvaror, har fått lägre inköpskostnader till följd av den låga dollarkursen.

Det finns dock några branscher inom tillverkningsindustrin som har avsevärda problem med den svagare dollarkursen och med en lägre efterfrågan från USA. Det har sin grund i att en stor del av både omsättningen och vinsterna tidigare har varit beroende av utvecklingen i den amerikanska ekonomin. Den lägre efterfrågan från USA har medfört ett försäljningsbortfall som inte har kunnat kompenseras av en relativt bättre försäljningsutveckling på andra marknader. De stora vinstbortfallen har fört med sig både produktionsminskningar och en lägre investeringsaktivitet inom delar av den svenska industrin. De berörda företagen väntar sig inte heller att utvecklingen blir väsentligt mycket bättre under detta år, vilket kan väntas medföra en fortsatt svag utveckling inom delar av industrin.

### **"Bygandet har planat ut på en mer normal nivå"**

De byggföretag som Riksbanken har intervjuat betecknar i allmänhet den nuvarande konjunktursituationen som "bra" och utsikterna för nästa halvår som "oförändrade". Samtidigt anger byggföretag att det har skett en dämpning av byggkonjunkturen sedan fjolåret. Flera byggföretag har märkt av en avmattning i bostadsbyggandet men inte i anläggnings- eller infrastrukturbyggande. Ett företag beskriver den nuvarande situationen som att man "inte längre ser husköp på spekulation". Tillverkare av småhus bekräftar bilden av en minskad efterfrågan, vilket i viss mån även arkitektföretagen gör.

Trots en mycket stark byggkonjunktur har löneutvecklingen för de anställda varit återhållsam jämfört med tidigare perioder av uppsving. Liksom tidigare kopplar flera företag samman detta med tillgången på byggarbetskraft från utlandet. Många företag i byggbranschen använder antingen själv utländsk arbetskraft eller anlitar underleverantörer som i sin tur använder arbetskraft från utlandet. En del företag anger också att löneglidningen kan komma att dämpas framöver i takt med den lugnare utvecklingen. Företagen uppger också att det har blivit något lättare att rekrytera nya medarbetare samtidigt som kapacitetsutnyttjandet i branschen uppges vara lägre än tidigare.

Dämpningen av bostadsbyggandet har i viss mån sammanfallit med en lugnare utvecklingstakt i bostadspriserna enligt de företag som Riksbanken har talat med. Det bekräftas också av tillgänglig statistik. Företagens bedömning är att priserna fortsätter att stiga under året men att ökningstakten blir lägre än tidigare. En kraftig ökning av antalet bostäder till försäljning enligt fastighetsmäklarnas egen statistik talar också för en dämpad prisutveckling framöver. Företagen anser i ett längre perspektiv att efterfrågan överstiger nyproduktionen och att det borde leda till en prisuppgång på bostäder. Sammantaget tyder uppgifterna från företag anknutna till byggsektorn på att både bostadsbyggandet och bostadspriserna har dämpats under inledningen av året men att det inte finns något som för närvarande tyder på en större nedgång under den närmaste tiden.

### **Stor osäkerhet om livsmedelpriserna**

Sedan förra sommaren har livsmedelpriserna på världsmarknaden och konsumentpriserna på livsmedel i butikerna ökat. Företagen nämner tre faktorer som har bidragit till prisuppgången på världsmarknaden: ökad efterfrågan på livsmedel från främst Asien, dåliga skördar under fjolåret och ökad efterfrågan på etanol för drivmedelsproduktion. Företagen nämner också att det kan ha förekommit spekulation i råvarupriser i allmänhet och att detta kan ha påverkat även spannmålspriserna. Företag inom handel och livsmedelsproduktion uppger att de inte väntar sig att världsmarknadspriserna ska fortsätta att stiga men osäkerheten om den framtida prisutvecklingen är stor.

Både livsmedelsproducenter och handlare i branschen följer utvecklingen av världsmarknadspriserna noga eftersom de utgör en

viktig förutsättning vid förhandlingarna om leverantörskontrakten. De stigande livsmedelpriserna har också medfört att det har blivit allt vanligare med olika typer av råvaruprisklausuler i kontrakten för att underlätta leverantörsprisernas anpassning till världsmarknadsprisernas utveckling.

Företagen uppger att de prisstegringar som skedde under hösten och i början av året i huvudsak nu har slagit igenom i priserna till konsumenterna. En del producenter och handlare menar dock att alla kostnadsökningar ännu inte har genomförts fullt ut. Den allra senaste tiden har priserna på olika typer av spannmål fallit tillbaka på världsmarknaden. Enligt företagen är det för tidigt att avgöra om priserna kommer att stabilisera sig på denna lägre nivå. Om så skulle bli fallet är det troligt att förhandlingar om nya priser resulterar i en något lägre prisnivå under hösten enligt företagen.

### **"Vi har inte sett så mycket av krisen"**

Den finansiella oron som började för snart ett år sedan har påverkat ränte-, aktie- och valutamarknaderna runt om i världen. Riksbanken har frågat företagen om deras verksamhet har påverkats av den finansiella oron. Liksom i föregående undersökning i december uppger företagen att de inte har märkt särskilt mycket av detta i verksamheten. De flesta företag uppger att de kan ha påverkats indirekt genom att deras kunder kan ha drabbats men de har svårt att uppskatta hur mycket detta i sin tur kan ha påverkat den egna verksamheten.

Det allra flesta företag uppger att upplåningskostnaderna har blivit högre. Detta gäller dels sedvanliga lån hos banker, dels upplåningen på marknaden för företagsobligationer. Man uppger också att bankerna nu genomför en noggrannare kontroll och prövning av nya lån. I allmänhet tycks inte företagen uppfatta detta som ett stort problem och det finns få tecken på att det skulle ha skett en tydlig kreditåstramning. Många företag uppger sig dessutom ha både starka balansräkningar och stor kassa och därför också ett begränsat upplåningsbehov.

# ■ Appendix

- Tabeller
- Översikt över fördjupningar 2005–2008
- Tidigare räntebeslut
- Ordlista

## Tabeller

Bedömningen i föregående penningpolitiska rapport (februari 2008) anges inom parentes.

**Tabell A1. Inflation, tolv månaderstal**

Årlig procentuell förändring

	sep-07	sep-08	sep-09	sep-10	sep-11
KPI	2,2	4,6 (3,6)	3,0 (2,5)	2,2 (2,3)	2,1
KPIX	1,0	3,8 (2,9)	2,4 (2,2)	2,0 (2,0)	1,9
KPIX exklusive energi	1,4	2,4 (2,6)	2,2 (2,3)	2,2 (2,2)	2,0
KPIF	1,3	3,9	2,7	2,2	2,1

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

KPIF är KPI med fast ränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A2. Förändring i KPI jämfört med KPIX**

Årlig procentuell förändring och procentenheter

	2007	2008	2009	2010
KPIX	1,2	3,0 (2,5)	2,8 (2,2)	2,0 (2,1)
Effekter av förändrade räntekostnader	0,9	0,8 (0,8)	0,6 (0,4)	0,3 (0,3)
Effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner	0,1	0,1 (0,1)	0,2 (0,0)	0,1 (0,0)
= KPI	2,2	3,9 (3,4)	3,5 (2,5)	2,3 (2,3)

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

Avrundningar kan göra att bidragen inte summerar.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A3. Finansiella prognoser i sammanfattning**

Procent, årsgenomsnitt

	2007	2008	2009	2010
Reporänta	3,5	4,4 (4,3)	4,9 (4,3)	4,6 (4,3)
Real reporänta	1,1	1,6	2,6	
10-årsränta	4,2	4,3 (4,5)	4,7 (4,8)	5,0 (5,0)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-19=100	125,2	122,8 (124,1)	121,9 (123,1)	121,9 (122,9)
Offentligt finansiellt sparande*	3,4 (3,1)	3,1 (2,3)	1,3 (1,7)	0,9 (1,6)

\* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A4. Internationella förutsättningar**  
Årlig procentuell förändring

<b>BNP</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
USA	2,2 (2,2)	1,4 (1,7)	1,6 (2,5)	3,0 (3,0)
Japan	2,0 (1,9)	1,4 (1,5)	1,5 (1,6)	1,6 (1,5)
Euroområdet	2,6 (2,7)	1,7 (1,7)	1,2 (2,0)	1,9 (2,1)
OECD	2,7 (2,7)	1,8 (2,1)	1,8 (2,5)	2,6 (2,7)
TCW-vägt	2,8 (2,8)	1,8 (1,9)	1,4 (2,1)	2,0 (2,3)
Världen	4,9 (4,8)	4,0 (4,1)	3,9 (4,2)	4,4 (4,3)
<b>KPI</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
USA	2,9	4,3 (2,6)	2,8 (1,8)	2,2 (2,2)
Japan	0,0	1,0 (0,2)	1,0 (0,4)	0,5 (0,5)
Euroområdet (HIKP)	2,1	3,7 (2,5)	2,7 (2,1)	2,3 (1,9)
OECD	2,4	3,6 (2,4)	2,6 (2,0)	2,2 (2,1)
TCW-vägt	2,0	3,4 (2,3)	2,5 (1,9)	2,1 (1,9)
	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Råoljepris, USD/fat Brent	73	123 (89)	137 (87)	136 (86)
Svensk exportmarknadstillväxt	3,9 (4,3)	5,1 (5,8)	3,9 (6,2)	5,7 (6,4)

Anm. KPI avser HIKP för euroområdet. Exportmarknadstillväxt avser en sammanvägning av 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

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

\* 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 ej annat anges

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

\* Procent av arbetskraften

Källor: Arbetsförmedlingen, SCB och Riksbanken

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

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

\* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, kollektiva avgifter och löneskatter 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	4,4	4,9	4,6
Lägre ränta	2,2	3,5	4,3	4,3	4,3
Högre ränta	2,2	3,5	4,6	5,5	5,1

Källa: Riksbanken

**Tabell A9. KPI**  
Årlig procentuell förändring

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

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A10. Real reporänta**  
Procent

	2006	2007	2008	2009
Huvudscenario	0,1	1,1	1,6	2,6
Lägre ränta	0,1	1,1	1,1	1,3
Högre ränta	0,1	1,1	2,1	4,1

Källor: SCB och Riksbanken



**Tabell A11. BNP**

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

	2006	2007	2008	2009	2010
Huvudscenari	4,5	2,9	1,9	1,4	2,4
Lägre ränta	4,5	2,9	2,0	1,8	2,6
Högre ränta	4,5	2,9	1,8	0,9	2,2

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A12. Arbetade timmar**

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

	2006	2007	2008	2009	2010
Huvudscenari	2,0	3,5	1,3	-0,5	0,0
Lägre ränta	2,0	3,5	1,4	-0,1	0,1
Högre ränta	2,0	3,5	1,3	-0,9	-0,3

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A13. Arbetslöshet 16-64 år enligt ILO-definitionen**

Procent av arbetskraften, säsongrensade data

	2006	2007	2008	2009	2010
Huvudscenari	7,0	6,2	5,9	6,5	6,5
Lägre ränta	7,0	6,2	5,8	6,1	6,0
Högre ränta	7,0	6,2	5,9	6,8	7,0

Anm. Arbetslösa enligt ILO-definitionen innebär att även heltidsstuderande som söker arbete inkluderas i arbetslöshetsbegreppet.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A14. Lägre råvarupriser**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2007	2008	2009	2010
Råvarupriser, index 2000=100, USD	202 (202)	229 (241)	202 (240)	198 (240)
Råoljepris, Brent, USD/fat	73 (73)	111 (123)	97 (137)	102 (136)
BNP	2,9 (2,9)	1,9 (1,9)	1,4 (1,4)	3,0 (2,4)
KPI	2,2 (2,2)	3,7 (3,9)	2,0 (3,5)	1,5 (2,3)
Reporänta*	3,5 (3,5)	4,3 (4,4)	3,6 (4,9)	3,7 (4,6)
Real reporänta*	1,1 (1,1)	2,3 (1,6)	2,1 (2,6)	
TCW-vägd BNP	2,8 (2,8)	1,8 (1,8)	1,4 (1,4)	2,3 (2,0)
TCW-vägd KPI	2,0 (2,0)	3,3 (3,4)	2,0 (2,5)	1,9 (2,1)
TCW-vägd ränta*	4,3 (4,3)	4,0 (4,2)	4,1 (4,8)	4,0 (4,5)

\*Procent, årsgenomsnitt

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. Råvarupriser avser råvaror exklusive oljeprodukter. BNP avser säsongrensade data.

Källor: Intercontinental Exchange, The Economist, SCB och Riksbanken

**Tabell A15. Lägre tillväxt, högre inflation**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

\*Procent, årsgenomsnitt

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

Källor: SCB och Riksbanken

## Översikt över fördjupningar 2005-2008<sup>23</sup>

### 2005

- 2005:1 Den senaste tidens inflationsutveckling
- 2005:1 Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2002-2004
- 2005:1 Metodeförändringar 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 Varför är de svenska importpriserna så låga?
- 2005:2 Arbetsmarknadsutvecklingen framöver – utvecklingen i andra länder och betydelsen av tillväxtens sammansättning
- 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
- 2005:3 Hushållens konsumtion, lån och sparande
- 2005:4 Finanspolitikens inriktning

### 2006

- 2006:1 Kronans utveckling och inflationen
- 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?
- 2006:2 Resursutnyttjande, kostnader och inflation
- 2006:3 Penningpolitiken i Sverige
- 2006:3 Avtalsrörelsen 2007
- 2006:3 Perspektiv på mängden lediga resurser på arbetsmarknaden
- 2006:3 Inflationsindikatorer

### 2007

- 2007:1 Riksbanken publicerar egen prognos för reporäntan
- 2007:1 Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2004-2006
- 2007:1 Beräkningsmetod för osäkerhetsintervall
- 2007:1 RAMSES – ett verktyg för penningpolitisk analys
- 2007:2 Den slojade fastighetsskattens effekter på bostadspriserna och inflationen
- 2007:2 Avtalsrörelsen tyder på högre löneökningstakter
- 2007:2 Produktivitetens drivkrafter
- 2007:2 Efterfrågan, utbud och matchning på arbetsmarknaden
- 2007:3 Hushållens inflationsförväntningar
- 2007:3 Riksbankens företagsundersökning
- 2007:3 Några lärdomar av tidigare finansiella kriser

### 2008

- 2008:1 Energipriser och svensk inflation
- 2008:1 Stigande livsmedelspriser
- 2008:1 Riksbankens företagsundersökning

23 En förteckning över fördjupningsrutor från och med 1993 och framåt finns på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

Tidigare räntebeslut<sup>24</sup>

Mötesdatum	Reporänta (procent)	Beslut (procentenheter)	Penningpolitisk rapport
<b>2004</b>			
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
<b>2005</b>			
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
<b>2006</b>			
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
<b>2007</b>			
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
29 oktober	4,00	+0,25	2007:3
18 december	4,00	0	Penningpolitisk uppföljning
<b>2008</b>			
12 februari	4,25	+0,25	2008:1
22 april	4,25	0	Penningpolitisk uppföljning

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

## Ordlista

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

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

**Avkastningskurva:** Avkastningskurvan binder samman marknadens räntesatser för olika löptider.

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

**ECB:** Europeiska Centralbanken.

**Ekometrisk skattning:** Oftast en statistisk beräkning baserad på historiska data.

**Enhetsarbetskostnad:** Arbetskostnad per producerad enhet.

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

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

**Fed:** Den amerikanska centralbanken Federal Reserve.

**Fed funds:** Federal Reserves styrränta.

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

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

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

**HIKP:** Harmoniserat index för konsumentpriser vilket har utvecklats som ett inom EU jämförbart mått på inflationen. HIKP skiljer sig från KPI både vad avser beräkningsmetoder och täckning.

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

**ILO:** Internationella arbetsorganisationen (International Labour Organisation) är FN:s fackorgan för sysselsättnings- och arbetslivsfrågor.

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

**Interbankränta:** Ränta som gäller när banker och större finansinstitut lånar av varandra på den så kallade interbanklånemarknaden för löptider upp till ett år. Noteringar för interbankräntor anges ofta i form av så kallade fixing-räntor där man beräknat ett genomsnitt av vad bankerna angivit till vilka räntenivåer de lånar ut till andra aktörer på interbankmarknaden. Se även STIBOR som är den svenska interbankmarknadsfixingen.

**Implicita terminsräntor:** Ifall det inte finns marknadsnoterade terminsräntor är det möjligt att beräkna så kallade implicita terminsräntor utifrån vanliga räntenoteringar med olika löptider. Se även Terminsränta.

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

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

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

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

**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.

**KPIF:** KPI med fast ränta, KPIF, påverkas inte direkt av en förändring av bostadsräntorna. Hela förändringen av delindex för räntekostnader kommer från förändringen av kapitalstocken.

**KPIX:** Mått på den underliggande inflationen, tidigare UND1X. 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.

**Löpande priser:** Det löpande priset uttrycker det nominella värdet och är inte rensat för värdeförändringar som inflation.

**Penningmarknad:** En marknad bestående av banker och andra finansinstitut som tar emot kortfristig inlåning och ger kortfristig utlåning, från en dag upp till ett år.

**Penningmarknadsinstrument:** Upplåningsformer på räntemarknaden.

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

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

**PPR:** Penningpolitisk rapport

**PPU:** Penningpolitisk uppföljning

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

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

**Refi:** Den europeiska centralbankens styrränta.

**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 bland annat 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.

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

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

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

**TCW-index:** Ett index för den svenska kronans kurs baserat på IMF:s konkurrensvikter.

**TCW-vägd:** En sammanvägning av exempelvis BNP, KPI eller växelkurs i 20 länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Vikterna baseras på IMF:s konkurrensvikter.

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

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

**Tillgångspriser:** Prisutvecklingen på i huvudsak aktier och fastigheter.

**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.

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

Sveriges riksbank  
103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

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

