



# Penningpolitisk rapport

Februari 2009



## Penningpolitisk rapport

Riksbankens penningpolitiska rapport publiceras tre gånger om året.

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

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

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

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 10 februari 2009. 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 lämplig 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 **20**
  - Huvudsakliga prognosrevideringar **21**
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker **23**
  - Alternativt scenario för reporäntan **24**
  - Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen **25**
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin **31**
- FÖRDJUPNINGAR
  - Penningpolitiska alternativ vid finansiell kris och oro för deflation **50**
  - Den finansiella krisen och penningpolitikens effekter **54**
  - Den senaste tidens kronförsvagning **58**
  - Riksbankens företagsintervjuer i december 2008–januari 2009 **62**
- Appendix **63**
  - Tabeller **64**
  - Översikt över fördjupningar 2006-2008 **68**
  - Tidigare räntebeslut **69**
  - Ordlista **70**



# ■ Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning

Riksbankens direktion har beslutat att sänka reporäntan med 1 procentenhet till 1 procent. Reporäntan kan behöva sänkas ytterligare något under 2009. Denna kraftiga sänkning av räntan och räntebanan är nödvändig för att dämpa fallet i produktion och sysselsättning och för att klara inflationsmålet på 2 procent.

## ■ ■ Kraftig försämring av konjunkturen

Nedgången i konjunkturen ser idag ut att bli ännu djupare än vad den gjorde i december. Exporten och exportorderingsgången har fallit dramatiskt och antalet varsel om uppsägningar är fortsatt högt. Konjunkturförsvagningen har också lett till att oljepriset har fallit ytterligare sedan december, vilket bidrar till lägre inflation.

## ■ ■ Lägre räntebana

För att motverka att produktion och sysselsättning blir alltför svag och inflationen för låg behövs en lägre reporänta och räntebana. Riksbankens direktion har därför beslutat att sänka reporäntan med 1 procentenhet till 1 procent. Räntan kan behöva sänkas ytterligare något det närmaste halvåret.

## ■ ■ Återhämtning inleds 2010

Med en lägre reporäntebana dämpas fallet i resursutnyttjandet och i slutet av prognosperioden stiger det igen. När det finansiella systemet börjar fungera bättre och osäkerheten minskar ökar efterfrågan från omvärlden och i Sverige. Effekterna av de finanspolitiska åtgärder som vidtas världen över bidrar också till återhämtningen. Även försvagningen av kronan dämpar fallet i tillväxten och håller inflationen i Sverige närmare målet på 2 procent.

## ■ ■ Stora svängningar i KPI-inflationen

Inflationen mätt med KPI (Konsumentprisindex) faller mycket snabbt under 2009. Det beror till stor del på de snabba räntesänkningarna under slutet av 2008 och början av 2009. Från och med 2011 när räntan väntas höjas igen stiger KPI-inflationen kraftigt. Om effekterna av förändrade bostadsräntor utsluts utvecklas KPI-inflationen mer stabilt och ligger nära målet på 2 procent i slutet av prognosperioden.

## ■ ■ Osäkerheten är stor

Konjunkturutsikterna är ovanligt osäkra just nu. Det kan exempelvis ta längre tid innan finansmarknaderna fungerar som de ska, men effekterna av en expansiv ekonomisk politik kan också komma snabbare och mera kraftfullt än i huvudscenariot. Hur penningpolitiken kommer att utformas framöver beror på hur ny information om den ekonomiska utvecklingen utomlands och i Sverige påverkar de svenska inflations- och konjunkturutsikterna.

Protokollet från direktionens penningpolitiska diskussion publiceras den 25 februari. Nästa penningpolitiska sammanträde hålls den 20 april. Nästa penningpolitiska rapport publiceras den 2 juli.





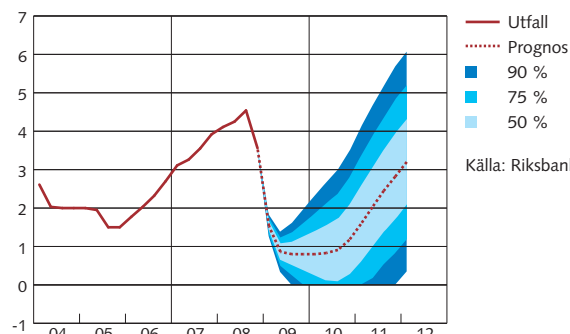
Av den statistik som har publicerats sedan december framgår tydligt att den globala nedgången i konjunkturer och den finansiella krisen fortsätter att sätta djupa spår i utvecklingen i Sverige. Bland annat har exporten och exportorderingången fallit dramatiskt och antalet varsel om uppsägning ligger kvar på höstens mycket höga nivåer. Hushållens och företagens förväntningar om framtiden är nu på lika låga nivåer som under 1990-talskrisen. Företag uppger att de har fått det svårare att finansiera sin verksamhet. Den senaste tidens utveckling har även lett till att oljepriset och andra råvarupriser har fallit. Inflationen har därför fallit snabbt.

För att mildra de ekonomiska effekterna av den globala konjunkturedgången och för att klara inflationsmålet på 2 procent sänkte Riksbanken reporäntan i tre steg under hösten med totalt 2,75 procentenheter. Men inflationen har fallit snabbare än beräknat och nedgången i konjunkturer ser idag ut att bli ännu djupare än vad som förutsågs i december. Lågkonjunkturer riskerar att bli den djupaste i OECD-området på flera decennier.

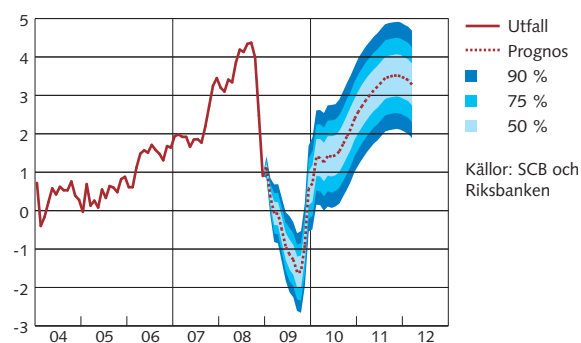
Riksbanken bedömer att det krävs ytterligare en kraftig sänkning av reporäntan och reporäntebanan för att uppnå målet för inflationen och dämpa fallet i produktion och sysselsättning. Reporäntan sänks därför till 1 procent och kan behöva sänkas ytterligare något under 2009. Resursutnyttjandet fortsätter att falla snabbt under 2009. Det beräknas börja stiga igen under 2010 men blir lägre än normalt under hela prognosperioden. Under prognosperioden blir det stora kast i KPI-inflationen. Det beror främst på att förändringarna i reporäntan påverkar bostadsräntorna som ingår i KPI.

Osäkerheten i bedömningen är ovanligt stor eftersom det är svårt att hitta historiska paralleller till det som sker nu. Det kan visa sig att ekonomin utvecklas svagare än vad som förväntas i huvudscenariot. Men det kan också visa sig att återhämtningen går snabbare och att inflationen blir högre än beräknat. De finanspolitiska åtgärderna och de sänkta räntorna kan komma att stimulera tillväxten mer än väntat. Även den svaga växelkursen kan få en mer positiv effekt på realekonomin än beräknat.

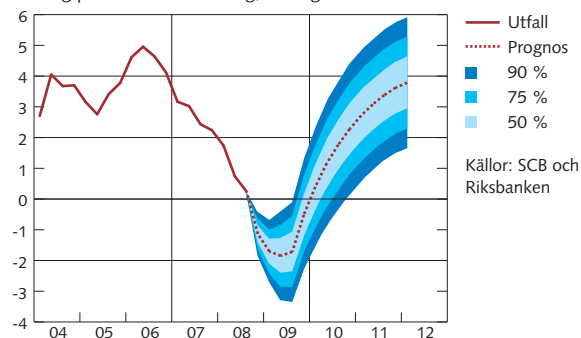
**Diagram 1. Reporänta med osäkerhetsintervall**  
Procent, kvartalsmedelvärden



**Diagram 2. KPI med osäkerhetsintervall**  
Årlig procentuell förändring



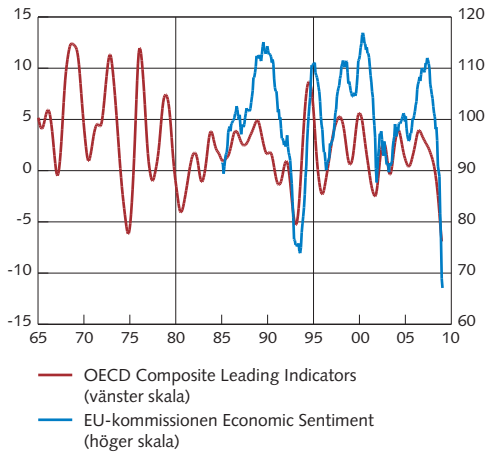
**Diagram 3. BNP med osäkerhetsintervall**  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Osäkerhetsintervallen i diagrammen är baserade på historiska prognosfel. Se fördjupningen "Beräkningsmetod för osäkerhetsintervall" i PPR 2007:1. Osäkerhetsintervallen för reporäntan är baserade på riskjusterade marknadsräntors förmåga att prognostisera den framtida reporäntan.

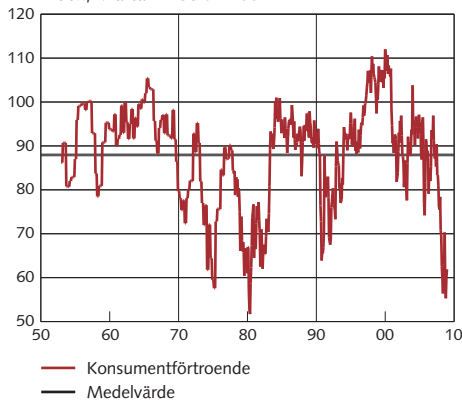
Eftersom reporäntan inte kan bli negativ får den normalt symmetriska osäkerhetsfördelningen istället en andel möjliga utfall lika med noll, som växer när reporäntan närmar sig den nedre gränsen. Det får den tekniska effekten att medelvärdet för fördelningen inte sammanfaller med prognosen.

**Diagram 4. Konjunkturindikatorer för euroområdet**  
Index, december 2005 = 100, respektive årlig procentuell förändring



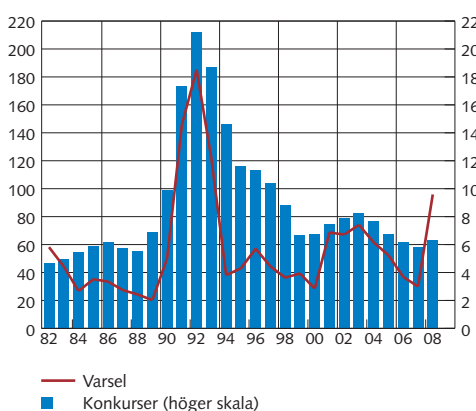
Källor: EU-kommissionen och OECD

**Diagram 5. Konsumentförtroende i USA, University of Michigan Consumer Sentiment Index**  
Index, kvartal 1 1996=100



Källa: University of Michigan

**Diagram 6. Konkurer och varsel i Sverige**  
1000-tal



Källor: ITPS och SCB

## ■ ■ Förtroendeindikatorer slår bottenrekord

Krisen på de finansiella marknaderna har spridit sig till hushåll och företag. Under hösten har i stort sett alla förtroendeindikatorer världen över försämrats snabbt. EU-kommissionens och OECD:s mått på det ekonomiska läget i euroområdet föll brant och har inte varit lika svaga sedan de började sammanställas (se diagram 4). Konsumentförtroendet i USA föll också brant och sedan mätningarna började är det bara efter den andra oljeprischocken i början av 1980-talet som förtroendet varit lika lågt (se diagram 5). Även i Sverige har hushållens och företagens förväntningar om framtiden försämrats påtagligt och är nu på lika låga nivåer som under 1990-talskrisen. En del av de företag som Riksbanken intervjuat säger att de aldrig tidigare har upplevt en lika snabb avmattning av konjunkturen (se fördjupningen om Riksbankens företagsintervjuer i december 2008–januari 2009 i denna rapport).

## ■ ■ Världsomspännande förtroendekris på de finansiella marknaderna

Läget på de finansiella marknaderna försämrades snabbt i mitten av september när den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers ansökte om konkurs. Den kris som redan hade spritt sig från den amerikanska finansmarknaden till andra länder fördjupades och ledde då till en förtroendekris på de finansiella marknaderna i hela världen. Osäkerhet om vilka låntagare som var kreditvärda hade redan funnits men den ökade omedelbart. Tillgången på krediter minskade på de finansiella marknaderna över hela världen och delar av de finansiella marknaderna upphörde att fungera.

Ett par indikationer på att krisen inte är lika akut i dagsläget som i höstas är att både TED- och basis-spreadarna har sjunkit. Dessa är olika mått på graden av osäkerhet på de finansiella marknaderna. TED-spreaden visar skillnaden mellan räntan som banker betalar för lån mellan varandra på den så kallade interbankmarknaden och räntan på riskfria statspapper. Basis-spreaden visar skillnaden mellan räntan på interbankmarknaden och den förväntade styrräntan. Båda dessa steg kraftigt i höstas men den senaste tiden har de fallit i till exempel Sverige, USA, euroområdet och Storbritannien (se diagram 56 och 57). Samtidigt har skillnaden mellan bostadsräntor och reporäntan fallit i Sverige. De massiva åtgärder som centralbankerna vidtagit har bidragit till att minska trycket på interbankmarknaderna. Det är dock för tidigt att säga att faran är över för den finansiella sektorn.

## ■ ■ Den reala ekonomin påverkar finansmarknaderna

I en kraftig konjunkturavmattning som denna ökar antalet varsel, arbetslösheten stiger snabbt och fler företag än vanligt går i konkurs (se diagram 6). Det påverkar bankerna som riskerar att drabbas av kreditförluster om hushåll och företag får det svårare att betala tillbaka sina lån. Den här utvecklingen gör bankerna mer försiktiga.

Bankerna kräver större marginaler och säkerheter för att låna ut till företag och hushåll vilket minskar kreditutbudet och förstärker nedgången i konjunkturen än mer.

Men det är inte bara ökad risk för kreditförluster som påverkar bankerna. Den finansiella krisen har lett till att hushållen har fått lägre förmögenheter genom fallande priser på bostäder och aktier. En lägre förmögenhet och ökad osäkerhet om framtiden gör att hushåll och företag inte vill, och kanske inte heller får, låna lika mycket. Bankernas intjäning kommer därmed att minska.

### ■ ■ Företag får problem med finansiering

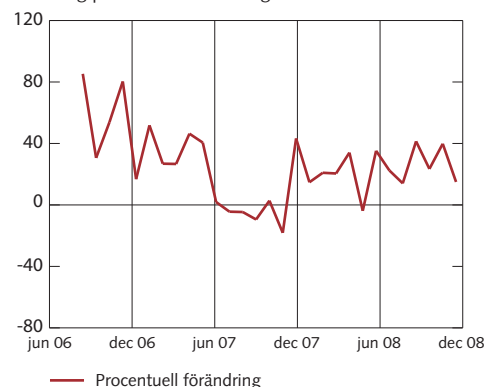
Bankernas brist på finansiering på längre sikt och önskemål om starkare balansräkningar har gjort det svårare för företag att finansiera sin verksamhet. Exempelvis finns det tecken på att företag inte har kunnat få finansiering till exportaffärer, vilket kan ha bidragit till att den svenska exporten minskade i slutet av förra året.<sup>3</sup> Den viktigaste förklaringen till exportminskningen är dock att världshandeln har dämpats. Riksbankens företagsundersökning ger också belägg för att brist på finansiering medfört att svenska företag har tvingats ställa in sina investeringar. Det finns till exempel indikationer på att det är extra svårt för små företag att få lån. Stora företag som tidigare har skött mycket av sin upplåning utomlands har börjat låna allt mer i Sverige vilket kan ha trängt undan en del av bankutlåningen till småföretagen. Totalt sett låg dock tillväxttakten i nyupplåningen och utlåningen till icke-finansiella företag på en hög nivå fram till december i fjol (se diagram 7 och 64).

### ■ ■ Centralbanker och regeringar har agerat kraftfullt

För att stimulera utlåningen har centralbanker och regeringar runt om i världen vidtagit kraftfulla åtgärder. Syftet med dessa har varit att upprätthålla kreditmarknadernas funktionssätt och främja kreditförsörjningen (se även fördjupningen "Penningpolitiska alternativ vid finansiell kris och oro för deflation").<sup>4</sup> Som ett resultat av de lån som centralbanker beviljat har deras balansräkningar expanderat kraftigt. Riksbankens balansräkning växte under hösten 2008 snabbare än de stora centralbankernas (se diagram R1 och R2).

Centralbankerna har även sänkt styrräntorna i flera stora steg. Riksbanken sänkte reporäntan med 1 procentenhet i oktober och med 1,75 procentenheter i december. I USA sänkte Federal Reserve sin styrränta i december med 0,75 procentenheter till nära 0 procent. Sänkningarna motiverades i både Sverige och USA av den snabba ekonomiska nedgången under hösten och de fortsatt ansträngda

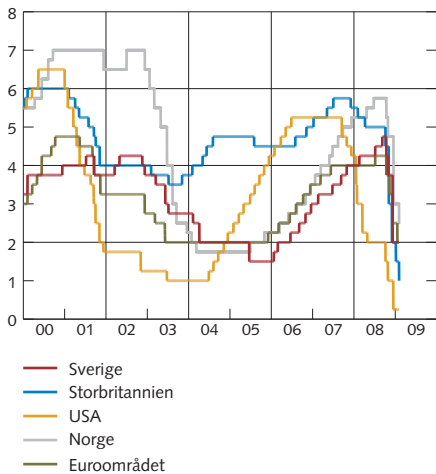
Diagram 7. Företags nyupplåning från svenska banker  
Årlig procentuell förändring



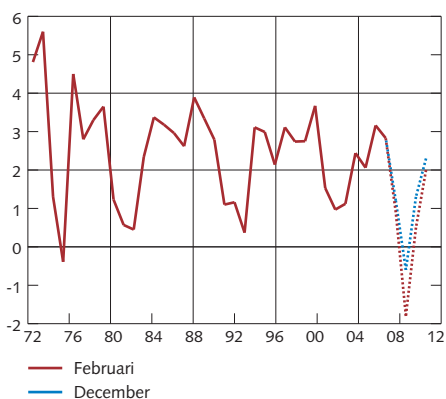
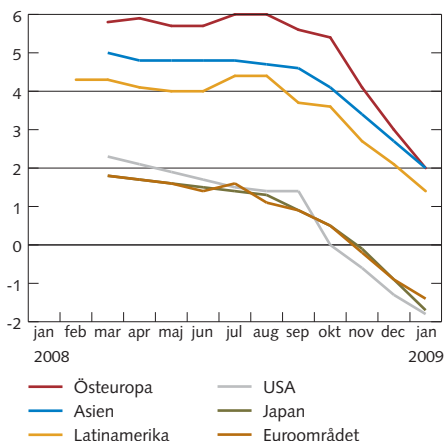
Anm. Nya låneavtal, exklusive konto- och kortkrediter. Data täcker in ett stort urval från populationen av monetära finansiella institut.  
Källa: SCB

<sup>3</sup> Den som exporterar till exempel maskiner, byggnader, fabriker måste ofta av konkurrensskäl kunna erbjuda långfristiga krediter. Det rör sig vanligen om stora kontraktbelopp och köparen frågar därför efter krediter på tre år eller mer. Exportören behöver ofta sitt rörelsekapital för produktion och marknadsföring. Därför är det inte troligt att denne själv kan eller vill lämna en sådan kredit. Dessutom är det svårt för exportören att bedöma de politiska och kommersiella riskerna som finansieringen innebär. Exportören vänder därför sig till banker och andra finansieringsinstitut.

<sup>4</sup> Se Riksbankens webbsida under rubriken "Finansiell oro - Vad gör Riksbanken?" för en lista över åtgärder.

**Diagram 8. Styrrentor**  
Procent

Källa: Reuters EcoWin

**Diagram 9. BNP i omvärlden**  
TCW-vägd, årlig procentuell förändringAnm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källor: Nationella källor och Riksbanken**Diagram 10. Consensusprognoser vid olika tillfällen avseende BNP-utvecklingen 2009**  
Årlig procentuell förändringAnm. Consensus prognoser är en sammanställning av svenska och internationella prognosmakare.  
Källa: Consensus

finansiella förhållandena. Av samma anledning sänkte även Europeiska centralbanken, Bank of England och Norges Bank med flera sina styrräntor kraftigt (se diagram 8). Dessutom har världens regeringar agerat med räddningspaket för banker och finanspolitiska åtgärder i syfte att hjälpa krisdrabbade företag och stimulera hushållens efterfrågan.

### ■ ■ Den globala tillväxten som lägst under 2009

I stort sett all statistik som har publicerats sedan uppföljningen i december har varit sämre än förväntat, vilket har lett till att de flesta prognoser har reviderats ned i denna rapport. Tillväxten hos Sveriges viktigaste handelspartners är nedreviderad och TCW-vägd BNP väntas falla med nästan 2 procent 2009 (se diagram 9). Även andra prognosmakare har reviderat ned sina prognoser för BNP-tillväxten för 2009 (se diagram 10). Prognoserna som presenteras i rapporten förutsätter att läget på de finansiella marknaderna stabiliseras och förbättras under 2009. Tillväxten i BNP i världen antas bli som lägst i år och de flesta länder kommer att börja se en något ljusare utveckling i början av 2010 (se diagram 9).

Liksom i alla konjunkturedgångar kommer förr eller senare en vändning. Det finns trögheter som gör att det tar tid för ekonomin att anpassa sig till nya förutsättningar. Till exempel är sysselsättningen, lönerna och priserna ofta mer trögrörliga än produktionen. Dessutom tar det tid innan hushåll och företag återfår förtroendet för ekonomin och börjar konsumera och investera igen. När detta väl händer kommer dock konjunkturen att återhämta sig och BNP kommer att börja växa igen. Erfarenheter från tidigare nedgångar visar att det kan gå fort när konjunkturen väl vänder, även om det också är känt att nedgången kan bli mer långdragen när ekonomin drabbats av en finansiell kris. I många länder förs nu en mycket expansiv penning- och finanspolitik. Det kan bidra till att både dämpa djupet i konjunkturedgången och till att återhämtningen kommer igång i den globala ekonomin.

### ■ ■ Dyster utveckling i USA den senaste tiden...

Utvecklingen i världsekonomin påverkas i hög grad av hur det går i USA. De flesta indikatorer över den amerikanska ekonomin pekar nedåt. Den försämring på den amerikanska arbetsmarknaden som inleddes för ett år sedan har förvärrats och arbetslösheten har fortsatt att stiga. Exporten har sjunkit till följd av den försämrade globala konjunkturen. Hushållens och företagens förväntningar om framtiden har dämpats markant till rekordlåga nivåer i ett historiskt perspektiv. Konsumtionen och investeringarna faller. Enligt preliminär statistik föll BNP i USA med nästan 4 procent det fjärde kvartalet 2008 uppräknat till årstakt. Enligt prognosen faller BNP samtliga kvartal i år. Jämfört

med prognosen i december är nedrevideringen stor (se tabell A4). Nedgången i konjunkturen är både djupare och mer långvarig än i föregående prognos.

Inflationen, mätt med KPI, låg så sent som i september förra året på knappt 5 procent i USA. En stor del av uppgången i inflationen berodde på kraftigt stigande priser på olja och andra råvaror. Men till följd av den snabbt försvagade konjunkturen har dessa priser fallit (se diagram 11 och 12). Det gjorde att inflationen var nära 0 procent i december. Konsumentpriserna bedöms falla i år men nästa år stiger KPI-inflationen och uppgår till cirka 2 procent under både 2010 och 2011 (se tabell A4).

### ■ ■ ...men allt är inte nattsvart

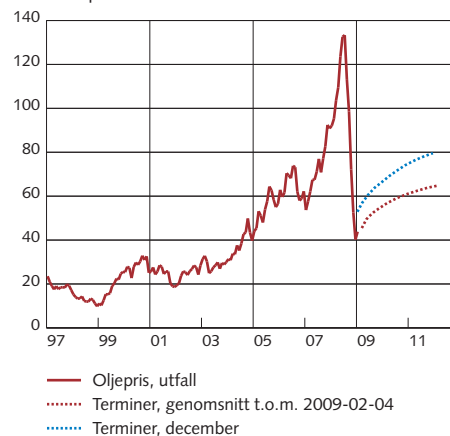
Allt är inte dystert i företagssektorn i USA. Jämfört med tidigare recessioner kan man konstatera att utgångsläget är gynnsamt eftersom vinsterna som andel av BNP fortfarande är höga i ett historiskt perspektiv. Dessutom bedöms de sammantagna ekonomisk-politiska åtgärderna under prognosperioden bli de största i modern tid. Åtgärderna inkluderar främst investeringar i infrastruktur. Då det tar tid att verkställa de offentliga investeringarna blir effekterna på ekonomin under 2009 begränsade och effekterna beräknas i huvudsak komma från och med 2010. Ekonomin stimuleras också av en rekordlåg styrränta. Enligt prissättningen på terminsmarknaden är förväntningarna inställda på att styrräntan kommer att ligga kvar på en mycket låg nivå året ut och en bra bit in på nästa år (se diagram 58). Den förväntade räntenivån har sjunkit med knappt 0,5 procentenheter sedan början av december.

Den mycket låga styrräntan, den minskade osäkerheten på de finansiella marknaderna och att hushållens framtidstro förväntas återvända borde leda till att utlåningen till företag och hushåll så småningom ökar. Det fallande oljepriset har redan bidragit till att konsumtionsutrymmet förbättrats. Den lägre inflationen gör också att de reala disponibla inkomsterna fortsätter att stiga den närmaste tiden och även längre fram under prognosperioden när arbetsmarknaden förbättras.

### ■ ■ Långsam återhämtning i USA

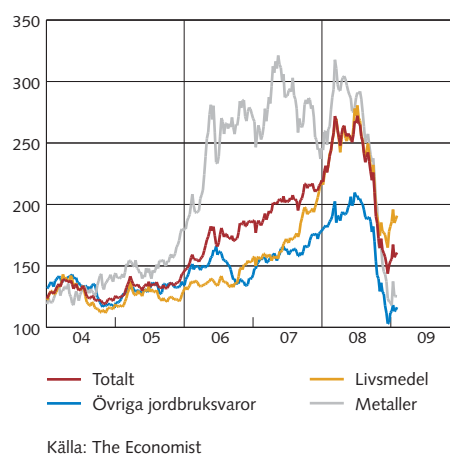
I slutet av 2010 väntas läget på den amerikanska bostadsmarknaden och arbetsmarknaden förbättras. Det som talar för en vändning på bostadsmarknaden är främst kombinationen av låga räntor och att möjligheterna att få lån ökar när den finansiella turbulensen klingar av. En annan orsak är att bostadsbyggandet har sjunkit sedan hösten 2005 medan antalet hushåll i ekonomin ökar trendmässigt med drygt 1,5 procent per år. Mot den bakgrunden finns det anledning att tro på en uppgång i bostadsbyggandet.

Diagram 11. Oljepris, Brentolja  
USD per fat



Anm. Terminspriserna är beräknade som ett 15-dagars genomsnitt. Utfallet avser månadsgenomsnitt av spotpriser.  
Källor: Intercontinental Exchange och Riksbanken

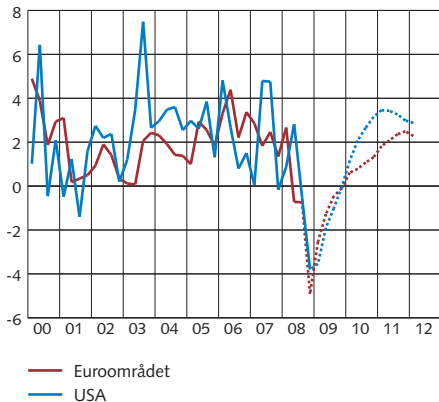
Diagram 12. Råvarupriser  
USD, index, år 2000 = 100



Källa: The Economist



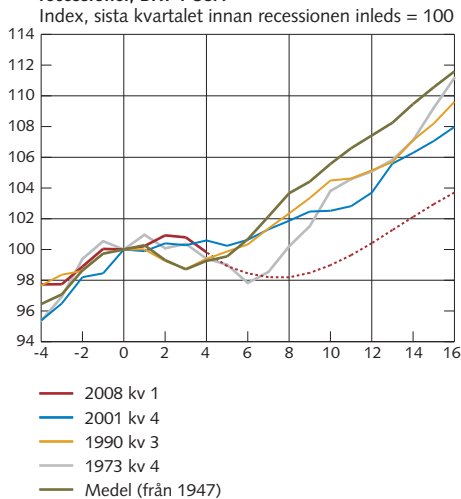
**Diagram 13. BNP i USA och euroområdet**  
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och Riksbanken

**Diagram 14. Jämförelse av återhämtning vid olika recessioner, BNP i USA**  
Index, sista kvartalet innan recessionen inleds = 100



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. Officiell konjunkturdatering enligt NBER. Legender avser kvartal då index=100. X-axel avser kvartal. Konjunkturdateringen tar hänsyn till fler faktorer än BNP, t.ex. utvecklingen på arbetsmarknaden.

Källor: Bureau of Economic Analysis, National Bureau of Economic Research och Riksbanken.

BNP i USA börjar växa igen först i början av 2010 (se diagram 13). Tillväxten blir då marginellt positiv och under det fjärde kvartalet 2010 blir tillväxten i linje med den långsiktiga trendutvecklingen. I ett historiskt perspektiv, jämfört med tidigare recessioner, är detta en långsam återhämtning av den amerikanska ekonomin (se diagram 14). Det innebär också att nedgången blir mer utdragen jämfört med de allra flesta finansiella kriser som skett i andra jämförbara länder.<sup>5</sup> Samtidigt är den nuvarande finansiella krisen global och mycket omfattande och djup.

### ■ ■ Återhämtningen dröjer i euroområdet

I euroområdet tyder framåtblickande data såsom orderingsindex och inköpschefsindex på att tillväxten även under första kvartalet i år blir kraftigt negativ. Effekterna av den finansiella krisen antas bli kraftigare än vad som tidigare antagits, vilket gör att euroområdet står inför en utdragen period av svag konjunktur och stramare finansiella villkor för hushåll och företag. Kreditåstramningen i kombination med försämrade vinstutsikter och lägre kapacitetsutnyttjande väntas leda till en svagare investeringstillväxt framöver. Dessutom påverkas euroområdet av de försämrade utsikterna för konjunkturen i tillväxtländerna och de oljeproducerande länderna, som har blivit allt viktigare marknader för euroområdets export. Även den svagare BNP-tillväxten i USA påverkar euroområdet och tynger ned utvecklingen.

Detta förväntas leda till en negativ BNP-tillväxt på kvartalsbasis under hela 2009 (se diagram 13). Den måttliga återhämtning som sker därefter avspeglar främst en gradvis förbättring i omvärlden. Först under andra kvartalet 2011 väntas BNP-tillväxten uppnå den trendmässiga, vilket är något senare än i USA (se diagram 13). Jämfört med bedömningen i december väntas konjunkturedgången i euroområdet bli både djupare och mer långvarig. Om man jämför med tidigare recessioner i Europa under efterkrigstiden innebär den nuvarande en betydligt mer utdragen nedgång och en långsammare återhämtning (se diagram 15).

Inflationen i euroområdet har mer än halverats sedan toppnoteringen i somras, från 4 procent i juli 2008 till preliminärt 1,1 procent i januari. Det beror bland annat på att priserna på olja och andra råvaror faller. Dessutom bidrar den starka euron till att inflationen är låg. Under resten av prognosperioden förväntas inflationen att vara fortsatt låg men den förutses stiga mot 2 procent under 2011 (se tabell A4).

### ■ ■ Svag tillväxt 2009 även i andra europeiska länder

Prognosen för tillväxten i Storbritannien under 2009 har justerats ned ytterligare. BNP väntas nu falla med drygt 2 procent under 2009.

<sup>5</sup> Studier visar att recessioner som sammanfaller med fallande huspriser oftast blir mer utdragna än de som sammanfaller med korrigeringar på börsen. Se S. Claessens, M. Kose och M. Terrones (2008), "What happens during recessions, crunches and busts?" IMF Working Paper no WP/08/274.

Nedgången i konjunkturen gör att inflationen under 2009 förväntas sjunka klart under Bank of Englands mål på 2 procent.

Norska exportföretag drabbas hårt av den svaga tillväxten i omvärlden. Försvagningen av den norska kronan och finanspolitiska åtgärder dämpar konjunkturedgången men tillväxten blir ändå mycket svag under 2009. Tillsammans med en kraftig avmattning i bostadssektorn bidrar det till kraftigt ökad arbetslöshet under 2009.

I Danmark kommer konjunkturen under 2009 att påverkas av att bostadsmarknaden bromsar in vilket dämpar både byggaktiviteterna och den privata konsumtionen. Konjunkturen påverkas även negativt av försämringen på Danmarks viktigaste exportmarknader. Förstärkningen av den handelsviktade danska kronkursen försämrar de danska företagens konkurrenskraft. Som ett resultat av dessa faktorer förväntas BNP falla under 2009 och arbetslösheten stiga.

### ■ ■ Resten av världen har bromsat in

Även för resten av världen har tillväxten reviderats ned sedan den penningpolitiska uppföljningen i december. Under hösten bromsade tillväxten in markant. Nedgången har fortsatt i snabb takt i tillväxtländerna i Asien samt Central- och Östeuropa. Detta syns bland annat i nedgångar i flera länders inköpschefsindex (se diagram 16). Svårigheter att få exportkrediter, svagare efterfrågan och osäkerhet om den fortsatta utvecklingen har medfört att investeringsprojekt har lagts på is. Samtidigt har konsumtionen dämpats då hushållens framtidstro har försämrats.

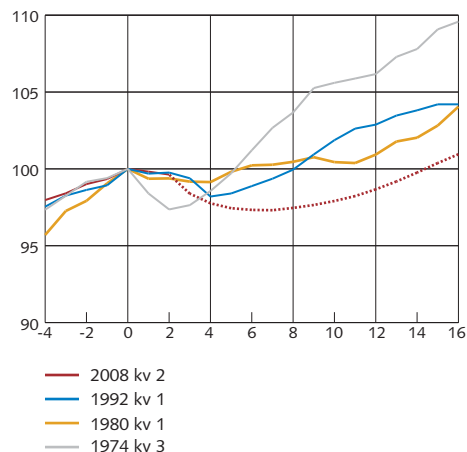
I Kina genomförs stora offentliga satsningar, men de är inte tillräckliga för att väga upp nedgången i exporten och den privata konsumtionsefterfrågan. Tillväxten i den kinesiska ekonomin väntas bli knappt 7 procent i år. Det är under de senaste 10 årens genomsnitt på cirka 10 procent per år.

I Japan visar reviderade BNP-utfall att nedgången i ekonomin blev större än väntat 2008. Exporten har pressats tillbaka av fallande global tillväxt och av att yenen har förstärkts. Indikatorer pekar på en fortsatt svag utveckling framöver.

Fallande råvarupriser (se diagram 11 och 12) gör att nedgången i konjunkturen i allt större utsträckning har spridits till de råvaruexporterande länderna i Mellanöstern, Sydamerika, Afrika och till Ryssland.

Eftersom finansinstituten i de utvecklade länderna har tvingats dra ner på sin utlåning till följd av ökade kapitalkrav, har investerare minskat sin exponering mot tillväxtländerna. Den finansiella oron i världen har också lett till att de länder som har fasta växelkurser har utsatts för prövningar och till att många mindre valutor försvagats gentemot dollarn, vilket har skapat problem för ett antal länder som har haft stora lån i utländsk valuta. I EU:s nya östeuropeiska medlemsländer väntas tillväxten försvagas från i storleksordningen 5 procent i fjol till nära nolltillväxt i år till följd av sämre exportefterfrågan och effekter av finanskrisen.

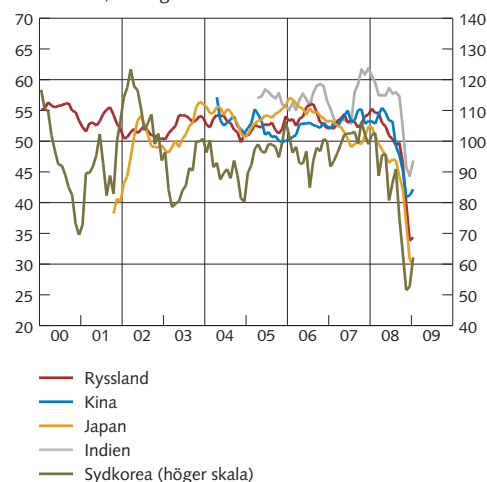
**Diagram 15. Jämförelse av återhämtning vid olika recessioner, BNP i euroområdet**  
Index, sista kvartalet innan recession inleds = 100



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. Antagande om recessionsstart andra kvartalet 2008. Antaganden om övriga recessioner utgår från officiell konjunkturdatering av Centre for Economic Policy Research. Legender avser kvartal då index=100. X-axel avser kvartal.

Källor: Eurostat, OECD och Riksbanken

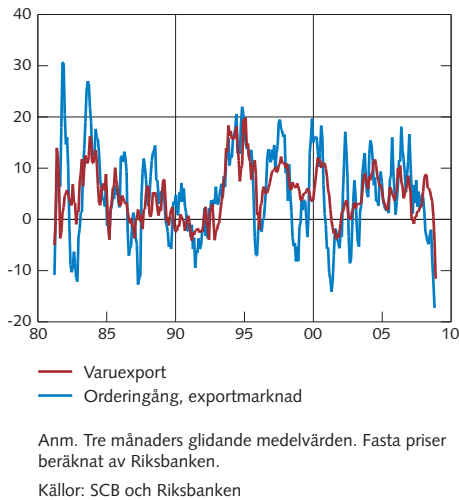
**Diagram 16. Inköpschefsindex i industrin**  
Nettotal, säsongsrensade data



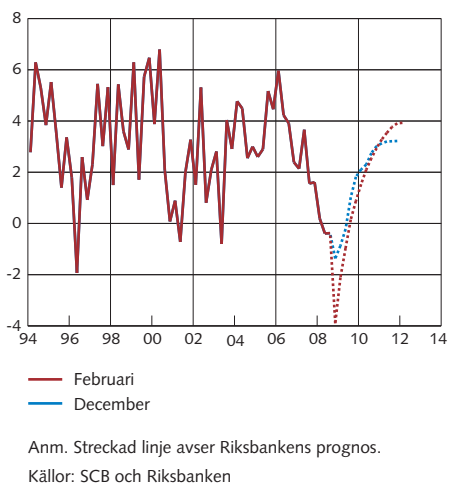
Anm. Index över 50 betyder tillväxt, under 50 innebär nedgång. För Sydkorea indikerar ett värde under 100 att en majoritet av företagen tror att konjunkturläget kommer att försämrats. Med nettotal avses andelen företag som uppgivit en positiv utveckling minus andelen som uppgivit en försämring.

Källor: NTC Economics och The Federation of Korean Industries

**Diagram 17. Varuexport och exportordergång**  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



**Diagram 18. BNP**  
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



## ■ ■ Kraftig nedrevidering av prognosen för omvärldens tillväxt

Sammanlagt väntas BNP i världen som helhet växa med bara knappt 0,5 procent i år, vilket är en kraftig försämring både jämfört med 2008 och i förhållande till tidigare prognoser (se tabell A4). Inte sedan 1982 har världsekonomin uppvisat en tillväxttakt under 1 procent. I alla de stora utvecklade ekonomierna väntas BNP falla i år. Istället är det tillväxt- och utvecklingsländerna som står för tillväxten i världsekonomin även om den dämpas även där. När ekonomin anpassats till nya förutsättningar och hushåll och företag åter börjar konsumera och investera kommer dock konjunkturen att vända och världsekonomin börjar växa igen. Låga räntor och stora insatser från regeringarna för att stärka efterfrågan och för att normalisera situationen på världens kreditmarknader bidrar till återhämtningen. Den underlättas dessutom av lägre energi- och råvarupriser. Återhämtningen blir dock förhållandevis långsam. Under 2010 och 2011 väntas tillväxten i världsekonomin bli cirka 2,5 respektive 4 procent (se tabell A3). Man får gå tillbaka till i början på 1990-talet för att hitta en period där världsekonomin växt långsammare än 3 procent två år i rad.

Osäkerheten i prognosen för världsekonomin är osedvanligt stor. Det finns en risk för en ännu svagare utveckling än i huvudscenariot. I ett sådant scenario skulle centralbanker kunna vilja sänka sina styrräntor ytterligare för att stimulera ekonomin. De kan dock begränsas av att räntan inte kan bli lägre än 0 procent. I kapitel 2 visas ett sådant scenario. Centralbanker kan dock vidta andra åtgärder för att stimulera ekonomin när styrräntan är noll. Vad en centralbank kan göra i ett sådant scenario diskuteras i fördjupningen "Penningpolitiska alternativ vid finansiell kris och oro för deflation" i denna rapport.

En annan osäkerhet hänger samman med att det är svårt att bedöma vilket genomslag de ekonomisk-politiska åtgärderna får på ekonomin. Det kan vara så att effekterna blir större än beräknade och att återhämtningen blir snabbare än vad som förväntas i huvudscenariot.

## ■ ■ Konjunkturen fortsätter att försvagas i Sverige

Även i Sverige har det skett en snabb försämring av konjunkturen. Den finansiella krisens omfattning bedöms dock inte vara fullt så stor i Sverige som i omvärlden. En indikation på detta är att riskpremierna (mätt med de så kallade TED- och basis-spreadarna) inte varit lika stora i Sverige som i exempelvis USA och euroområdet (se diagram 56 och 57). Men Sverige som är en liten öppen ekonomi kan inte undgå att drabbas när tillväxten i omvärlden faller brant (se diagram 17). Exporten utgör drygt 35 procent av total efterfrågan.<sup>6</sup> Hittills har företag med en stor andel export drabbats hårt, med både neddragningar i produktionen och stora varsel som följd.

<sup>6</sup> Total efterfrågan är summan av export, hushållens konsumtion, offentlig konsumtion och investeringar (vilket per definition är samma sak som BNP plus import).



Nedgången har spridit sig även till övriga delar av den svenska ekonomin. Antalet varsel har ökat, arbetslösheten väntas stiga snabbt och fler företag än vanligt väntas gå i konkurs. Framtidstron bland både hushåll och företag har försämrats (se diagram 81 och 84). Denna utveckling gör att bankerna precis som i omvärlden blir mer försiktiga med att låna ut till företag och hushåll, vilket kommer att förstärka nedgången i konjunkturen ytterligare.

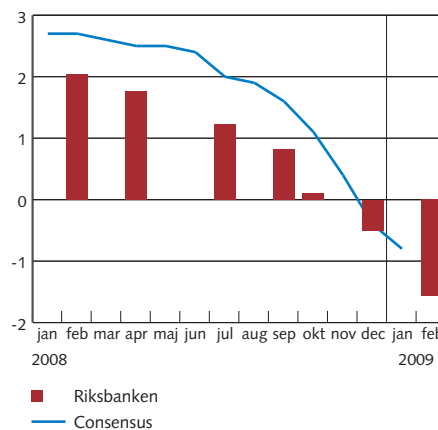
BNP-tillväxten i Sverige blev under 2008 betydligt lägre än under 2007 (se diagram 18 och tabell 3). 2009 väntas BNP falla med drygt 1,5 procent. Diagram 19 visar Riksbankens prognoser för svensk BNP-tillväxt för 2009 vid olika tidpunkter liksom andra bedömares prognoser enligt Consensus sammanställning. Både Riksbanken och prognosmakarna i Consensus sammanställning reviderade under 2008 gradvis, och speciellt snabbt under hösten, ned tillväxtprognoerna för 2009 allt eftersom utfallsstatistik och indikatorer visade på en allt sämre ekonomisk utveckling både i omvärlden och i Sverige.

### ■ ■ Ljusning väntas i slutet av 2009

Svensk BNP-tillväxt nådde troligen sin botten sista kvartalet förra året. BNP väntas ha fallit med nästan 4 procent i uppräknad årstakt sista kvartalet 2008 och väntas fortsätta falla under de tre första kvartalen i år. Från och med sista kvartalet i år börjar BNP stiga långsamt igen (se diagram 18). Tillväxten i den svenska ekonomin blir dock även under 2010 relativt måttlig. I takt med att efterfrågan i omvärlden tilltar gynnas även tillväxten i Sverige framöver och BNP beräknas växa med nästan 4 procent i kvartalsförändring uppräknat till årstakt mot slutet av prognosperioden.

BNP faller nästan lika snabbt i Sverige som i USA och euroområdet (se diagram 20). Prognosen är givetvis mycket osäker. Det finns risk för en mer långdragen nedgång men också möjligheter till en snabbare uppgång. Erfarenheter från tidigare konjunkturedgångar visar att det kan gå fort när det väl vänder. Diagram 21 visar en jämförelse med tidigare konjunkturedgångar. Den nuvarande konjunkturedgången är djup men inte lika djup som under 1990-talskrisen. Det finns dock viktiga skillnader mellan läget i början av 1990-talet och nu. I nuläget finns inga stora obalanser i den svenska ekonomin och de offentliga finanserna är starka. Samtidigt förs en ekonomisk politik som mildrar nedgången. Under inledningen av 1990-talskrisen hade Sverige en fast växelkursregim och då fördes en stramare penningpolitik med en realränta som var betydligt högre än i nuläget. Att den nuvarande krisen i så hög grad hänger samman med bristande förtroende, bland annat på finansmarknaderna, innebär också att ekonomin skulle kunna förbättras snabbt när förtroendet väl återvänder. Å andra sidan var deprecieringen av kronan större i början av 1990-talet och nedgången i världsekonomin inte lika djup.

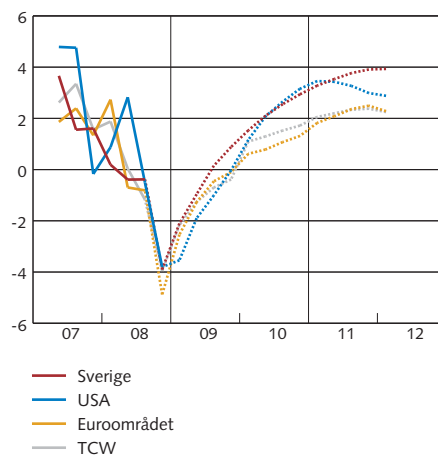
**Diagram 19. Consensus och Riksbankens prognoser för BNP-tillväxten i Sverige 2009 vid olika tidpunkter**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Consensus prognoser är en sammanställning av svenska och internationella prognosmakare. Datering av prognoserna följer Consensus sammanställning vilken kan skilja sig från faktisk publiceringstidpunkt med någon månad.

Källor: Consensus och Riksbanken

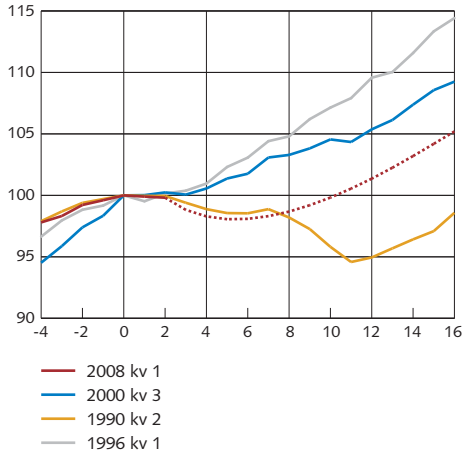
**Diagram 20. Förlopp för BNP i olika regioner**  
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt



Anm. TCW innebär viktad BNP för Sveriges främsta handelspartners. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

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

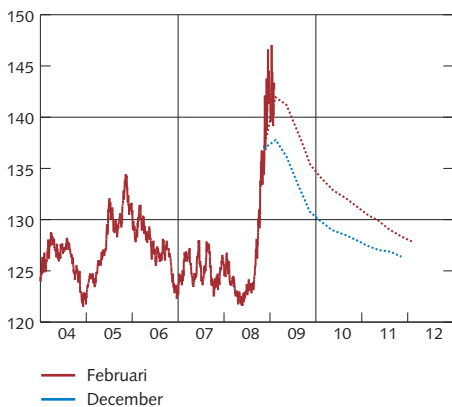
**Diagram 21. Jämförelse av återhämtning vid olika recessioner, BNP Sverige**  
Index sista kvartalet innan recession inleddes = 100



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Legenden avser kvartal då index=100. X-axel avser kvartal.

Källor: SCB och Riksbanken

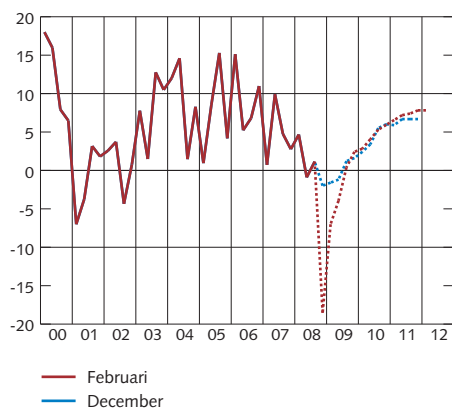
**Diagram 22. Konkurrensvägd växelkurs, TCW**  
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Utfallen är dagskurser t.o.m. 2009-02-04 och prognoserna avser kvartalsgenomsnitt. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

**Diagram 23. Export**  
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Säsongrensad av Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken

## ■ Kronan fortsatt svag

Sedan den finansiella krisen fördjupades i september 2008 har den svenska kronan, mätt med den handelsvägda kronkursen (TCW-index), försvagats kraftigt. Exakt vad denna försvagning beror på är oklart men små valutor tenderar att försvagas i tider av finansiell oro (se fördjupningen "Den senaste tidens kronförsvagning" i denna rapport). Normalt brukar en försvagning av växelkursen ha en positiv inverkan på exporten. När nu omvärldens ekonomier samtidigt drabbas av ett stort efterfrågefall riskerar de positiva effekterna på tillväxten att inte bli så stora. En svagare växelkurs innebär normalt också att importerade varor blir dyrare vilket medför en högre inflation, men denna effekt motverkas delvis av lägre kostnadstryck och resursutnyttjande under prognosperioden.

Prognoserna i denna rapport bygger på antagandet att kronan kommer att förstärkas de närmaste åren och återgå till mer normala nivåer (se diagram 22). Växelkursprognoser är dock mycket osäkra. Det finns en risk att kronan försvagas mer och/eller är fortsatt svag under en längre tid. I så fall kan inflationen men också tillväxten bli högre än i huvudscenariot (se diskussionen om alternativa scenarier i kapitel 2).

## ■ Export, konsumtion och investeringar faller

Exporten drabbas hårt av konjunktursvackan i omvärlden, trots den svagare kronan. Exportmarknaden minskar i år men börjar öka igen nästa år (se tabell A4). Detta drabbar svensk export som faller relativt kraftigt under 2009 (se diagram 23). Traditionella exporttunga branscher såsom fordonsindustrin, skogsindustrin och råvaruindustrin har hittills drabbats hårt. En dämpning väntas också för tjänsteexporten, som under flera år växt klart starkare än varuexporten. När omvärldskonjunkturen sedan vänder är det exporten som driver på uppgången i Sverige, vilket är ett vanligt konjunkturmönster. Prognosen är att exporten växer med omkring 3 procent 2010.

Hushållens konsumtion minskar också under 2009. Den ökade osäkerheten om den ekonomiska situationen leder till att hushållens sparande ökar och att konsumtionen faller trots att hushållens disponibla inkomster ökar i relativt god takt (se diagram 24). Även kraftigt sjunkande förmögenhetsvärden i spåren av fallande börser och bostadspriser samt stigande arbetslöshet påverkar konsumtionen negativt den närmaste tiden. Till detta kommer att möjligheterna att lånefinansiera konsumtionen har minskat. Den ekonomiska politiken med räntesänkningar, skattesänkningar och ökande transfereringar beräknas bidra till att konsumtionen börjar öka svagt från och med tredje kvartalet i år.

De totala investeringarna faller med drygt 5 procent under 2009. Investeringarna i bostäder väntas falla med nära 20 procent. Framst är det nybyggnationen som kommer att minska, medan ombyggnationer i viss mån håller uppe utvecklingen. Det återinförda ROT-avdraget

och det faktum att hushållen möter väsentligt lägre räntekostnader än under förra året har en viss positiv effekt. Näringslivet antas också minska sina investeringar. Den vikande exportmarknaden i kombination med en svagare inhemsk efterfrågan innebär att produktionskapaciteten inte behöver byggas ut i någon större omfattning. Försämrade kreditvillkor bidrar också till att färre investeringar genomförs. Offentliga investeringar utvecklas dock starkt under de kommande åren tack vare ett flertal redan pågående infrastrukturinvesteringar. Mot slutet av prognosperioden väntas tillväxten i investeringarna öka i takt med att kapacitetsutnyttjandet stiger.

Den dämpade inhemska efterfrågan och den minskande exporten medför att importen faller med nästan 6 procent under 2009. Sverige har ett stort överskott i bytesbalansen. Detta minskar i år då exporten faller snabbare än importen, men överskottet kommer att bestå under hela prognosperioden. I takt med att resursutnyttjandet faller minskar investeringarna och därmed behovet av importerade insatsprodukter. Liksom exporten återhämtar sig importen under 2010 när den inhemska konjunkturen förbättrats.

### ■ ■ Läget på arbetsmarknaden försämras snabbt

Konjunkturavmattningen påverkar nu allt tydligare arbetsmarknaden. Sysselsättningen har börjat falla och indikatorerna pekar på en fortsatt snabb försämring. Antalet varsel har aldrig stigit så snabbt och antalet lediga platser är färre än för ett halvår sedan (se diagram 90). Arbetslösheten stiger och både antalet sysselsatta och arbetade timmar minskar (se diagram 25). Sysselsättningsgraden bottnar vid inledningen av 2011 på den lägsta nivån sedan mitten av 1998 (se diagram 26).

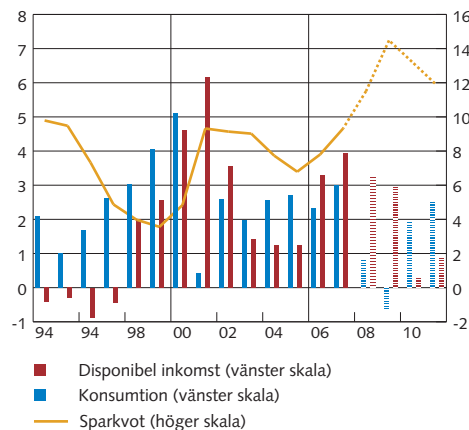
Antalet personer i arbetskraften minskar också under de kommande åren (se diagram 25). Det kraftigt försvagade läget på arbetsmarknaden i kombination med satsningar på utbildningsprogram och yrkesutbildning innebär att inflödet till arbetskraften dämpas under prognosperioden. I takt med att efterfrågan på arbetskraft faller och många av de lagda varslen verkställs kommer arbetslösheten att stiga snabbt och väntas toppa på drygt 9 procent andra halvåret 2010 (se diagram 27). Inte förrän under 2011 börjar sysselsättningen öka igen och arbetslösheten sjunka tillbaka.

Försämringen av arbetsmarknaden beräknas dock inte bli lika kraftig som under 1990-talskrisen (se diagram 25 och 27). Dels väntas inte nedgången i konjunkturen bli lika djup och långvarig denna gång och dels blir inte neddragningen av sysselsättningen inom den offentliga sektorn lika stor. Däremot stiger arbetslösheten mer än vid den senaste avmattningen på arbetsmarknaden under början av decenniet.

### ■ ■ Stigande produktivitet och fallande kostnadstryck

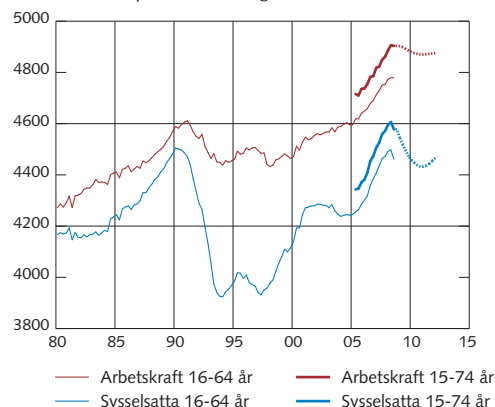
Arbetsproduktiviteten började falla mätt som årlig procentuell föränd-

**Diagram 24. Hushållens disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot**  
Årlig procentuell förändring, fasta priser respektive procent av disponibel inkomst



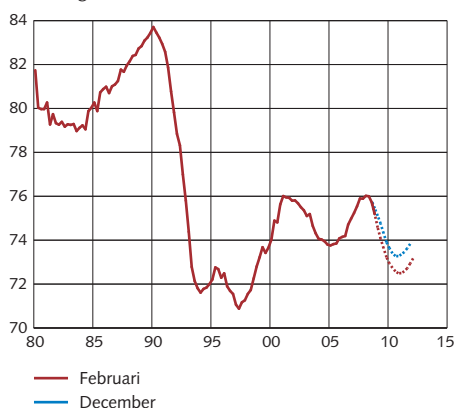
Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 25. Arbetskraft och sysselsatta**  
1000-tals personer, säsongrensade data



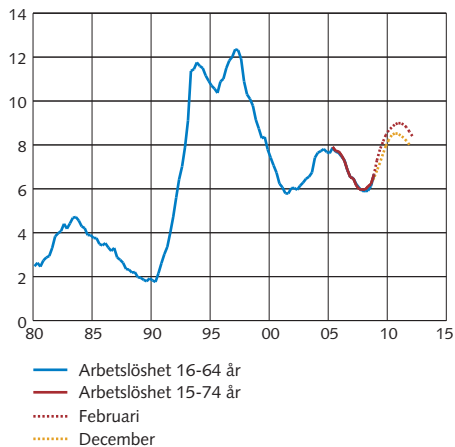
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos, 15-74 år. Data före 1993 är länkade av Riksbanken.  
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 26. Sysselsättningsgrad**  
Sysselsättning i procent av befolkningen, 16-64 år, säsongrensade data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. Data före 1993 är länkade av Riksbanken.  
Källor: SCB och Riksbanken

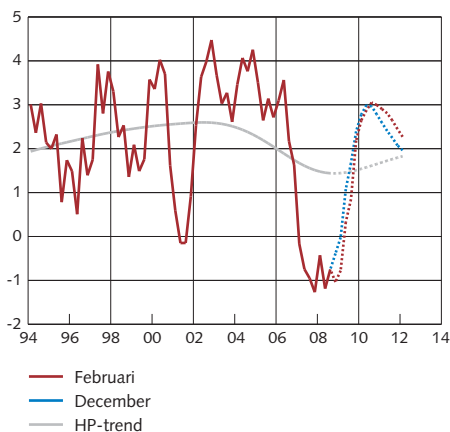
**Diagram 27. Arbetslöshet**  
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos, 15-74 år. Data före 1993 är länkade av Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken

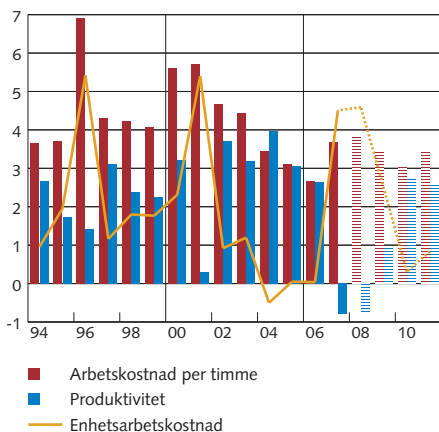
**Diagram 28. Faktisk och trendmässig arbetsproduktivitet i hela ekonomin**  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 29. Enhetsarbetskostnader i hela ekonomin**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

ring från och med första kvartalet 2007 och tillväxttakten väntas vara negativ till och med första kvartalet i år. Detta är en osedvanligt lång period med svag produktivitet. Det är överhuvudtaget mycket ovanligt med fallande produktivitet (se diagram 28). Det är dock vanligt att ökningstakten i produktiviteten avtar i en konjunkturavmattning då företagets produktion anpassas snabbare än personalstyrkan. Om nedgången består kommer företagen att anpassa sin arbetsstyrka, vilket det också finns tydliga tecken på under den allra senaste tiden. Under 2009 växer BNP snabbare än arbetade timmar, vilket innebär att produktiviteten ökar svagt igen. Därefter fortsätter tillväxten i produktiviteten att stiga och blir i genomsnitt strax under 3 procent per år under 2010 och 2011.

Lönerna väntas öka relativt långsamt under de kommande åren till följd av den försämrade situationen på arbetsmarknaden (se tabell A7). Orsaken till att löneökningstakten inte sjunker tillbaka redan 2009 är att lönerna i år till stor del bestäms av de centrala avtalsnivåer som slöts under 2007. Enligt Medlingsinstitutet ökar de centralt avtalade lönerna i hela ekonomin med i genomsnitt 3,0 procent under 2009. Löneökningarna utöver de centralt avtalade nivåerna bedöms bli endast cirka 0,5 procent, vilket är den lägsta nivån sedan konjunkturlönestatistiken började sammanställas 1992.<sup>7</sup> De nya löneavtal som kommer att gälla för 2010 och 2011 väntas innebära lägre löneökningar än de som slöts för avtalsperioden 2007-2009.

Ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet (enhetsarbetskostnaderna) var relativt hög under 2007 och 2008 (se diagram 29 och tabell A7). I år och nästa år ökar de allt långsammare. Detta beror både på en stigande tillväxt i produktiviteten och på att lönerna ökar långsammare. Under 2011 stiger lönerna snabbare igen samtidigt som produktiviteten inte ökar lika mycket. Det gör att tillväxten i enhetsarbetskostnaderna ökar något jämfört med 2010 (se tabell A7).

## ■■ Normal finanspolitik givet konjunkturläget

Finanspolitiken förändras i en mer expansiv riktning då konjunkturen försvagas, vilket är ett normalt historiskt mönster. Regeringen har sedan i december presenterat finanspolitiska stimulanspaket av ungefär förväntad storlek. Riksbankens bedömning är att regeringen kommer att presentera ytterligare åtgärder som minskar det offentliga sparandet under 2009. Fler reformer väntas för 2010. Riksbankens finanspolitiska prognoser baseras på vad som är en normal historisk utveckling av finanspolitiken över en konjunkturcykel (se fördjupningen "Finanspolitik: antaganden och prognoser" i PPR 2008:3).

Skattesänkningar och den fördjupade konjunkturedgången gör att den offentliga sektorns inkomster minskar. Sammantaget kommer

<sup>7</sup> Löneökningarna utöver centralt avtal (eller restposten) enligt Medlingsinstitutets statistik har varit som lägst under åren 1994, 1997 och 2007 då den blev drygt 0,7 procentenheter i genomsnitt under respektive år.

det finansiella sparandet att minska kraftigt under 2009 och 2010. Under 2011 ökar det finansiella sparandet något när resursutnyttjandet stiger. De stora överskotten under åren 2005 till 2008 innebär att det finns utrymme för underskott i nuvarande lågkonjunktur utan att den långsiktiga uthålligheten hotas.

### ■ ■ Resursutnyttjandet är lägre än normalt under hela prognosperioden

Penningpolitiken är primärt inriktad på att stabilisera inflationen men tar också hänsyn till resursutnyttjandet, det vill säga den real-ekonomiska utvecklingen. Resursutnyttjandet påverkar också den framtida inflationen. Det finns dock inget entydigt mått på resursutnyttjandet utan Riksbanken använder ett antal olika indikatorer för att bedöma hur det kommer att utvecklas framöver mot bakgrund av konjunkturbilden.

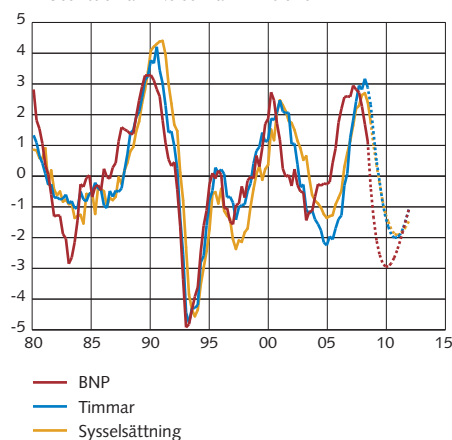
Utvecklingen av arbetslöshet och sysselsättningsgrad är exempel på indikatorer på resursutnyttjandet på arbetsmarknaden. Statistiska mått kan också ge en indikation på resursutnyttjandet. Diagram 30 visar BNP, sysselsättning och arbetade timmar i förhållande till sina långsiktiga trender. Enligt dessa mått sjunker resursutnyttjandet snabbt och blir lägre än normalt under hela prognosperioden. Resursutnyttjandet stiger sedan mot slutet av perioden. Den sammanlagda bilden av alla dessa mått är alltså att resursutnyttjandet fortsätter att sjunka snabbt och att det kommer att vara lägre än normalt under hela prognosperioden.

### ■ ■ Inflationen faller snabbt under 2009 men stiger sedan igen

Inflationen har fallit snabbt under de senaste månaderna. Den årliga ökningstakten i KPI uppgick till 0,9 procent i december 2008 vilket var en nedgång från 2,5 procent i november och från 4 procent i oktober. Under de närmaste månaderna faller KPI-inflationen ytterligare för att bli som lägst -1,6 procent i september i år (se diagram 31).

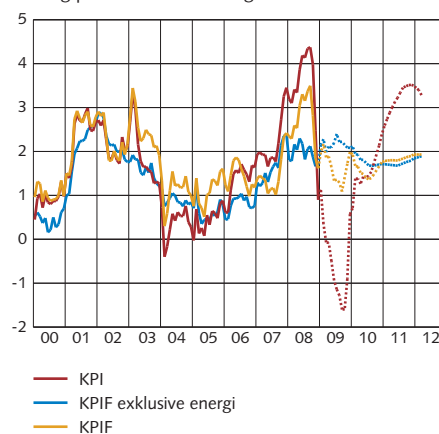
De viktigaste orsakerna till att KPI-inflationen faller så snabbt under 2009 är att bostadsräntorna och energipriserna faller snabbt beräknat som årlig procentuell förändring. Exklusive bostadsräntor och energi väntas inflationen däremot inte falla. Enhetsarbetskostnaderna har ökat relativt snabbt under de senaste två åren och resursutnyttjandet har varit högt. Därtill har kronan försvagats. Inflationen mätt med KPIF, där bostadsräntorna hålls konstanta, väntas uppgå till 1,1 procent i september i år (se diagram 31). Motsvarande siffra för KPIF exklusive energi är 2,2 procent (se diagram 31). Skillnaden mellan ökningstakten i KPI och KPIF exklusive energi är alltså hela 3,8 procentenheter när KPI-inflationen bottnar i september i år. Ökningstakten i KPIF exklusive energi uppgår till drygt 2 procent under 2009, vilket är ungefär oförändrat jämfört med 2008.

Diagram 30. Skattade gap  
Procentuell avvikelse från HP-trend



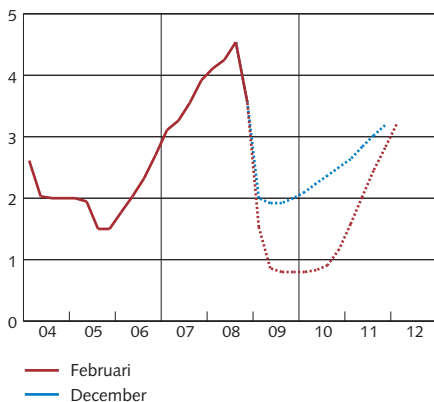
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 31. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi  
Årlig procentuell förändring

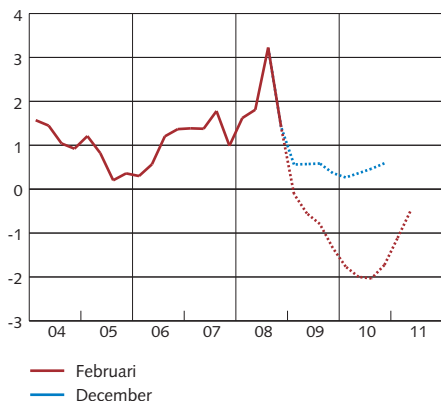


Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken



**Diagram 32. Reporäntepronoser vid olika tillfällen**  
Procent, kvartalsmedelvärden

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källa: Riksbanken

**Diagram 33. Real reporänta**  
Procent, kvartalsmedelvärden

Anm. Den reala reporeräntan är beräknad som ett medelvärde av Riksbankens reporeränteprognos för det kommande året minus inflationsprognosen för motsvarande period. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källa: Riksbanken

Från början av 2010 stiger ökningstakten i KPI snabbt igen och uppgår till över 3 procent mot slutet av prognosperioden. Orsaken till den snabba ökningen i KPI-inflationen är att bostadsräntorna först slutar att falla och sedan börjar stiga i takt med att Riksbanken börjar höja reporeräntan igen. Samtidigt börjar energipriserna stiga svagt. Under prognosperioden väntas oljepriset stiga från dagens nivå på strax under 50 dollar per fat upp till cirka 65 dollar per fat mot slutet av 2011 vilket är i linje med prissättningen på terminsmarknaden (se diagram 11). Ökningstakten i KPIF exklusive energi avtar dock under 2010 som följd av att kostnadstrycket och resursutnyttjandet faller. Mot slutet av prognosperioden stiger ökningstakten i KPIF exklusive energi igen när konjunkturen stärks. Ökningstakten i KPIF väntas vara nära 2 procent mot slutet av prognosperioden. Bostadsräntorna bidrar alltså till en skillnad mellan KPI-inflationen och KPIF-inflationen på över 1 procentenhet mot slutet av prognosperioden.

### ■ ■ Reporeräntan sänks på grund av låg inflation och lågt resursutnyttjande

Prognoserna i denna rapport baseras på att reporeräntan sänks till 1 procent i februari (se diagram 32). Räntan kan behöva sänkas ytterligare något under 2009. Inte förrän i slutet av 2010 stiger reporeräntan igen och beräknas vara drygt 3 procent mot slutet av prognosperioden. Bedömningen är således att räntan kommer att behöva vara låg under en relativt lång period. Även realräntan kommer att vara låg sett i ett historiskt perspektiv under prognosperioden (se diagram 33).

Reporäntan varierar ovanligt mycket i prognosen. Först sänks räntan till omkring 1 procent och sedan höjs den snabbt igen till över 3 procent. KPIF, som inte påverkas direkt av Riksbankens ränteförändringar, ger under prognosperioden en bättre bild av den mer underliggande trendmässiga inflationen. På längre sikt, bortom prognoshorisonten när reporeräntan stabiliserats på en mer långsiktigt normal nivå, sammanfaller dock ökningstakten i KPI och KPIF.

Genom att hålla reporeräntan låg motverkas den åtstramande effekten på realekonomin och inflationen i Sverige av den globala konjunkturedgången och den finansiella krisen, och ekonomin återgår gradvis till ett mer normalt läge. Inflationen mätt med KPIF bedöms ligga nära målet på två procent i slutet av prognosperioden. Resursutnyttjandet kommer att vara lägre än normalt under hela prognosperioden men det stiger under 2011.

### Prognosen jämfört med föregående prognos

Jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i december har prognoserna för tillväxten i både omvärlden och Sverige reviderats ned. I Sverige är det främst investeringar, export och import som reviderats ned. De flesta indikatorer på konjunkturläget har försämrats snabbt

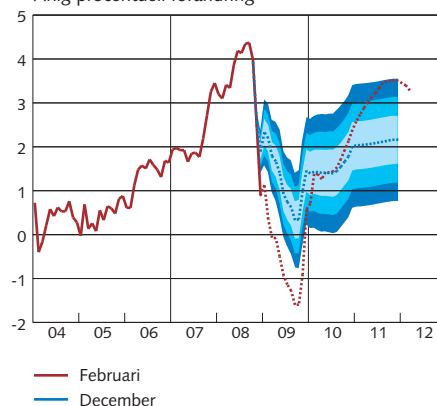
och ligger nu på historiskt låga nivåer. Arbetsmarknaden bedöms bli sämre och kronan svagare under prognosperioden jämfört med föregående prognos. KPI-inflationen revideras ned på kort sikt men upp mot slutet av prognosperioden vilket till stor del beror på att bostadsräntorna faller snabbare i år men ökar snabbare mot slutet av prognosperioden. KPIF-inflationen är bara marginellt reviderad.

Under det senaste halvåret har både Riksbanken och övriga prognosmakare reviderat ned sina tillväxtprognoser i stora steg (se diagram 10 och 19). Detta är ett tecken på att osäkerheten om det ekonomiska läget är stor i nuläget.

## Huvudsakliga prognosrevideringar

- BNP i omvärlden (TCW-vägt) väntas falla med 1,8 procent 2009 och öka med 0,6 respektive 2,0 procent 2010 och 2011. Detta är en nedrevidering med sammanlagt 2,2 procentenheter under åren 2009 till 2011.
- Oljepriset väntas uppgå till knappt 60 dollar per fat i genomsnitt under prognosperioden vilket är en nedrevidering med knappt 20 procent.
- Den handelsvägda kronkursen (TCW-index) väntas i genomsnitt vara cirka 4 procent svagare under prognosperioden.
- BNP-tillväxten i Sverige har reviderats ned med 1 respektive 0,5 procentenheter åren 2009 och 2010 till -1,4 respektive 1,4 procent (kalenderkorrigerat). 2011 är BNP-tillväxten uppreviderad med 0,2 procentenheter till 3,2 procent.
- Arbetslösheten väntas uppgå till 8,0, 9,1 respektive 9,0 procent åren 2009 till 2011 vilket är en upprevidering med 0,6, 0,7 respektive 0,8 procentenheter under åren 2009 till 2011.
- Ökningstakten i enhetsarbetskostnaderna har reviderats upp med 0,4 procentenheter 2009 och ned med cirka 0,5 respektive 0,7 procentenheter i genomsnitt under åren 2010 och 2011.
- Prognosen av KPI-inflationen är nedreviderad med 1,7 procentenheter 2009, ungefär oförändrad 2010 men uppreviderad med 1,1 procentenheter 2011. Den viktigaste orsaken till detta är att räntorna väntas falla snabbare på kort sikt och öka snabbare på längre sikt (se diagram 34).
- Prognosen av KPIF-inflationen är nedreviderad med 0,1 procentenheter 2009 men uppreviderad med cirka 0,1 procentenheter 2010 och 2011 (se diagram 35).
- Reporäntebanan har reviderats ned med i genomsnitt 1 procentenhet under 2009, med 1,4 procentenheter under 2010 och med 0,7 procentenheter under 2011 (se diagram 32).

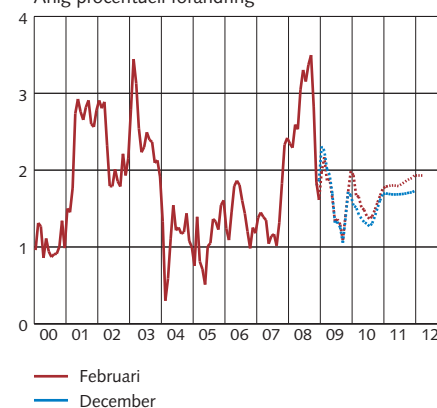
Diagram 34. KPI  
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsbanden avser intervallen från den penningpolitiska uppföljningen i december. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 35. KPIF  
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 1. Inflation, årsgenomsnitt**

Årlig procentuell förändring

	2008	2009	2010	2011
KPI	3,4 (3,5)	-0,5 (1,2)	1,6 (1,5)	3,2 (2,1)
KPIF	2,7 (2,7)	1,6 (1,7)	1,6 (1,4)	1,8 (1,7)
KPIF exkl. energi	2,0 (2,0)	2,2 (2,1)	1,8 (1,6)	1,7 (1,4)
KPIX	2,5 (2,5)	1,3 (1,3)	1,2 (1,1)	1,5 (1,4)

Anm. Bedömningen vid penningpolitisk uppföljning i december 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 bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 2. Inflation, tolv månaderstal**

Årlig procentuell förändring

	mar-08	mar-09	mar-10	mar-11	mar-12
KPI	3,4	-0,1 (1,8)	1,4 (1,4)	2,9 (2,0)	3,3
KPIF	2,6	1,9 (2,0)	1,7 (1,4)	1,8 (1,7)	1,9
KPIF exkl. energi	2,2	2,0 (2,1)	1,9 (1,7)	1,7 (1,6)	1,9
KPIX	2,3	1,6 (1,6)	1,3 (1,1)	1,5 (1,4)	1,6

Anm. Bedömningen vid penningpolitisk uppföljning i december 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 bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 3. Nyckeltal**

Årlig procentuell förändring om inget annat anges

	2008	2009	2010	2011
BNP världen	3,4 (3,5)	0,4 (1,9)	2,6 (3,2)	3,9 (4,1)
Råoljepris Brent, USD/fat, årsgenomsnitt	97 (98)	50 (60)	59 (71)	63 (77)
Växelkurs, TCW-index, årsgenomsnitt	127,2 (127,2)	140,0 (134,3)	134,5 (128,8)	131,9 (126,9)
Reporänta, årsgenomsnitt	4,1 (4,1)	1,0 (2,0)	0,9 (2,3)	2,2 (2,9)
Offentligt finansiellt sparande, procent av BNP	2,3 (2,7)	-1,7 (-0,2)	-2,6 (-0,8)	-1,3 (-0,1)
BNP	0,7 (0,9)	-1,6 (-0,5)	1,7 (2,2)	3,2 (3,0)
BNP, kalenderkorrigerad	0,4 (0,6)	-1,4 (-0,4)	1,4 (1,9)	3,2 (3,0)
Sysselsatta personer	1,2 (1,2)	-2,0 (-1,3)	-1,6 (-1,3)	0,0 (0,2)
Arbetslöshet 15-74 år, (EU-definition)*	6,2 (6,2)	8,0 (7,4)	9,1 (8,4)	9,0 (8,2)
Timlön i hela ekonomin, KL	4,3 (4,2)	3,5 (3,6)	2,9 (3,2)	3,1 (3,4)

\* Procent av arbetskraften

Anm. Bedömningen vid penningpolitisk uppföljning i december anges inom parentes.

Källor: IMF, Intercontinental Exchange, Medlingsinstitutet och Riksbanken

**Tabell 4. Reporänteprogno**

Procent, kvartalsmedelvärden

	Kv 4 2008	Kv 1 2009	Kv 2 2009	Kv 1 2010	Kv 1 2011	Kv 1 2012
Reporänta	3,6	1,5 (2,0)	0,9 (1,9)	0,8 (2,1)	1,6 (2,6)	3,2

Anm. Bedömningen vid penningpolitisk uppföljning i december anges inom parentes.

Källa: Riksbanken



Det är mycket svårt att bedöma den ekonomiska utvecklingen de närmaste åren. Även om det som vanligt finns många risker att beakta är nog den största utmaningen att bedöma hur länge den finansiella krisen kommer att pågå och hur den kommer att samverka med konjunkturedgången. Det kan inte uteslutas att den finansiella krisen och konjunkturedgången blir djupare eller längre än i huvudscenariot. I ett sådant fall skulle inflation och resursutnyttjande bli ännu lägre än i huvudscenariot och Riksbanken skulle behöva sänka reporäntan ytterligare.

Men det finns också en möjlighet att de ekonomisk-politiska åtgärder som har införts i olika länder får snabbare effekt än i huvudscenariot. I så fall kan optimismen stiga snabbt och förtroendet återvända fortare än väntat. Det skulle kunna leda till en snabbare återhämtning i konjunktoren och att reporäntan höjs tidigare än i huvudscenariot. Det kan inte heller uteslutas att både produktiviteten och växelkursen återigen överraskar och blir svagare än i huvudscenariot. Detta skulle också kunna leda till högre inflation och reporäntebana än i huvudscenariot.

Prognoser för den framtida utvecklingen är alltid osäkra. Situationen i världsekonomin är i nuläget ovanligt svårbedömd. Det råder stor osäkerhet om hur läget på de finansiella marknaderna kommer att utvecklas och hur lång tid det tar innan förhållandena normaliseras igen. Det är svårt att bedöma hur illa det kan gå eller hur snabbt läget kan förbättras. Normalt kan man analysera vad som har hänt vid liknande situationer i andra länder eller vid andra tidpunkter, men det är ont om historiska paralleller till en kris av denna omfattning.

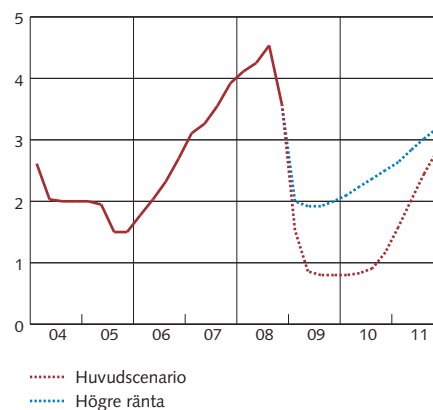
I detta kapitel redovisar Riksbanken några alternativa scenarier som på olika sätt skiljer sig från huvudscenariot. Ett syfte är att lyfta fram några osäkerhetsfaktorer som bedöms vara särskilt viktiga för tillfället. Ett annat syfte är att mer allmänt illustrera samspelet mellan penningpolitiken och den ekonomiska utvecklingen.<sup>8</sup>

De beräkningar som redovisas här ska ses som belysande exempel och illustrationer. En stor mängd andra alternativa utvecklingsvägar är naturligtvis också tänkbara, vilket sammantaget ger upphov till den osäkerhet som beskrivs av osäkerhetsintervallen (se diagram 1-3 i kapitel 1).

Det är också viktigt att vara medveten om att en betydelsefull förutsättning i 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 efter hand blir varse detta under prognosperioden. Det innebär naturligen att Riksbanken anpassar penningpolitiken mer gradvis än om all information vore tillgänglig omedelbart. Detta kan betraktas som en rimlig beskrivning av penningpolitikens förutsättningar.

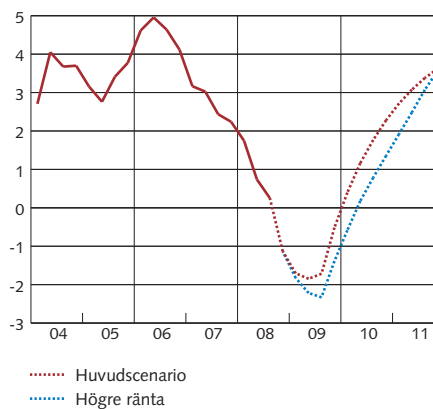
Nedan presenteras först vad som skulle hända med den ekonomiska utvecklingen i Sverige om vi förde en annan penningpolitik än i huvudscenariot. I detta alternativ antas att reporäntan skulle följa ungefär den bana för reporäntan som presenterades i den penningpolitiska uppföljningen i december 2008.

Diagram 36. Reporänteantagande  
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källa: Riksbanken

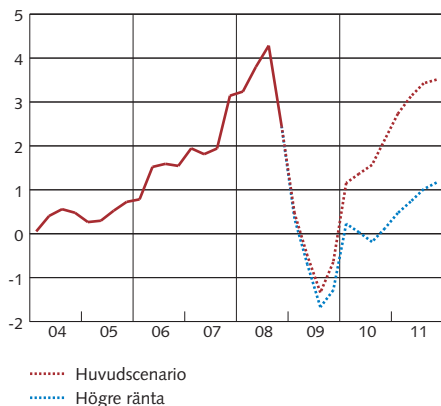
Diagram 37. BNP  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



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

<sup>8</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.

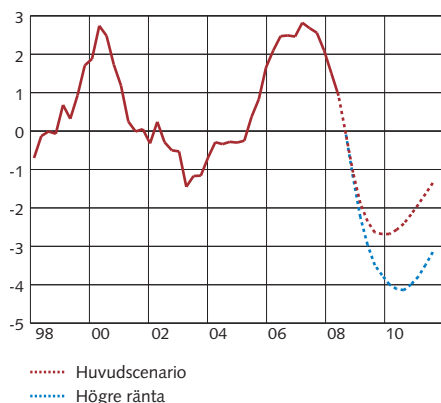
**Diagram 38. KPI**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

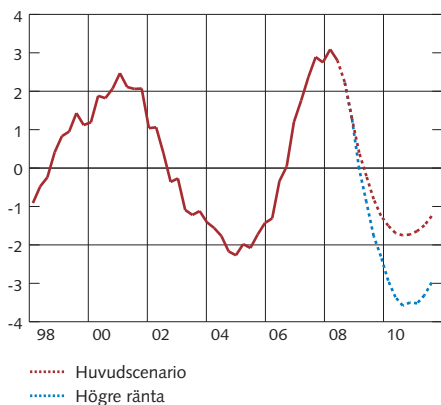
**Diagram 39. Produktionsgap (BNP)**  
Procentuell avvikelse från HP-trend



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

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 40. Arbetsmarknadsgap (arbetade timmar)**  
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

Därefter presenteras tre scenarier som är baserade på en annan ekonomisk utveckling i Sverige och i omvärlden än i huvudscenariot. Två har att göra med osäkerheten om utvecklingen på de finansiella marknaderna och av konjunkturen i omvärlden. I det första scenariot blir den finansiella krisen mer långdragen än i huvudscenariot så att den ekonomiska utvecklingen blir ännu svagare. I det andra scenariot återhämtar sig tillväxten i världen fortare än vad som är beräknat i huvudscenariot. Detta kan bli fallet till exempel om de ekonomisk-politiska åtgärder som har vidtagits i olika länder får snabbare eller större effekter än väntat. Det tredje scenariot beskriver vad som kan hända om både produktiviteten och växelkursen återigen överraskar och blir svagare än i huvudscenariot.

## Alternativt scenario för reporäntan

När reporäntans utveckling bestäms görs en avvägning mellan behovet av att föra inflationen tillbaka till målet och att stabilisera svängningarna i inflationen och i den ekonomiska aktiviteten.

### ■ ■ Högre reporäntebana ger lägre inflation, BNP-tillväxt och resursutnyttjande

Alternativscenariot denna gång är att reporäntan ligger kvar på 2 procent under resten av året och sedan höjs sakta (se diagram 36). Detta alternativ motsvarar ungefär huvudscenariots räntebana i den penningpolitiska uppföljningen i december. Ny information och nya utfall gör att prognoserna inte blir desamma som i december. Den statistik som har inkommit sedan publiceringen i december tyder på en betydligt sämre ekonomisk utveckling både i Sverige och i omvärlden än vad Riksbanken och andra bedömare då räknade med.

Räntan i detta scenario är högre än i huvudscenariot under de kommande tre åren. Skulle Riksbanken hålla fast vid reporäntebanan från december skulle BNP-tillväxten dämpas ytterligare (se diagram 37 och tabell A8). Hushållen skulle spara mer och konsumera mindre. En högre ränta skulle också göra att företagen drar ned sina investeringar ytterligare. När efterfrågan och investeringarna minskar mer kommer produktionen att falla mer, vilket gör att efterfrågan på arbetskraft blir mindre än i huvudscenariot. Lönerna och därmed företagets kostnader sjunker då. Inflationen faller ned till en lägre nivå än i huvudscenariot och når över 1 procent först i slutet av 2011 (se diagram 38). Resursutnyttjandet, mätt som både produktionsgap och arbetsmarknadsgap, är redan är lågt i huvudscenariot och blir med denna räntebana ännu lägre (se diagram 39 och 40).

## Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen

Redan i den första penningpolitiska rapporten 2007 förväntades att konjunkturen skulle gå in i ett lugnare skede och att BNP-tillväxten skulle dämpas efterhand. Problemen på de finansiella marknaderna har sedan medfört att tillväxten världen över har bromsat in oväntat mycket och snabbt. I huvudscenariot antas att den finansiella krisen har nått sin kulmen och att läget på de finansiella marknaderna stabiliseras och förbättras under 2009. Tillväxten i de flesta länder antas sedan börja normaliseras under loppet av 2010. Men de reala konsekvenserna kommer dock att vara påtagliga flera år framöver.

Det är mycket svårt att bedöma den ekonomiska utvecklingen de närmaste åren. Även om det som vanligt finns många risker att beakta är nog den största utmaningen att bedöma hur länge den finansiella krisen kommer att pågå och hur den kommer att samverka med konjunkturedgången. De två första alternativa ekonomiska scenarierna är kopplade till utvecklingen på de finansiella marknaderna och konjunkturen, medan det sista beskriver vad som händer om den svenska produktiviteten och växelkursen utvecklas svagare.

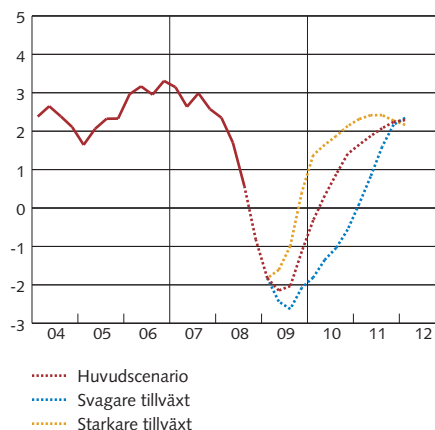
### ■ ■ Fördjupade problem på de finansiella marknaderna kan leda till att reporäntan sänks till noll procent

I det första alternativa scenariot får finanskrisen mer långvariga och djupgående effekter än vad som antas i huvudscenariot. Många hushåll upplever att den framtida utvecklingen är ovanligt osäker nu och det gör att de blir mer försiktiga. En del hushåll kommer dessutom att drabbas av arbetslöshet. Både osäkerheten om framtiden och den ökande arbetslösheten gör att de minskar sin konsumtion. För dem som blir arbetslösa blir det också svårare att betala ränta och amorteringar på skulder, som till exempel bostadslån. Det innebär att kreditrisken för banken som har lånat ut pengar till köp av bostaden ökar och i slutändan kanske banken gör en kreditförlust.

När hushållen drar ner på sin konsumtion drabbas företagssektorn av att efterfrågan sjunker och deras vinster minskar. Dessutom gör osäkerheten om framtiden att företagen kanske skjuter upp eller inte genomför en del investeringar. Efterfrågan i ekonomin minskar då ytterligare. Visserligen är det naturligt i en lågkonjunktur att en del företag hamnar i svårigheter och att vissa går i konkurs. I en konjunkturedgång räknar också finansiella aktörer normalt med en del kreditförluster. Detta ökar riskerna för bankernas utlåning och kan leda till att bankerna stramar åt sin kreditgivning via en högre ränta och hårdare kreditvillkor.

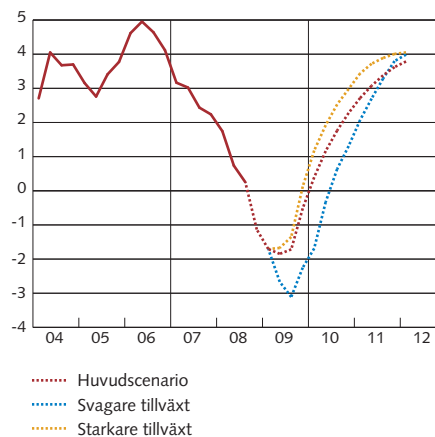
Men i en situation där det finansiella systemet redan i början av konjunkturedgången är i kris är det inte otänkbart att en del banker och andra finansinstitut kommer att få stora problem. Om krisen förvärras kan vi få en situation där bankerna blir ännu mindre benägna att låna ut till hushåll och företag dels på grund av den ökade risken

Diagram 41. BNP i omvärlden  
TCW-vägd, årlig procentuell förändring



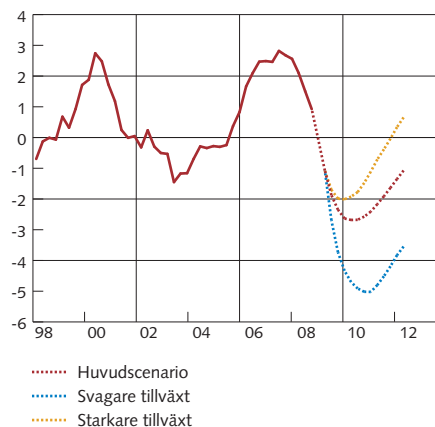
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 42. BNP  
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data



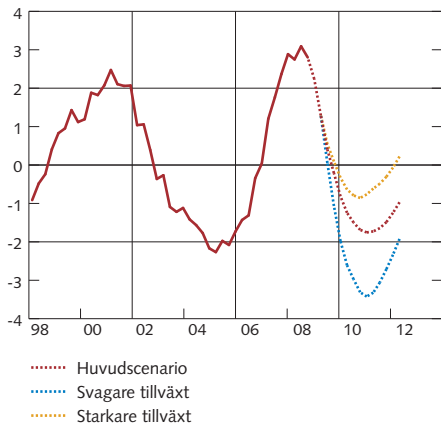
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 43. 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

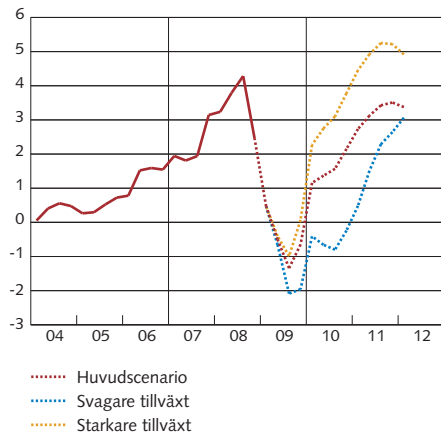
**Diagram 44. Arbetsmarknadsgap (arbetade timmar)**  
Procentuell avvikelse från HP-trend



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

Källor: SCB och Riksbanken

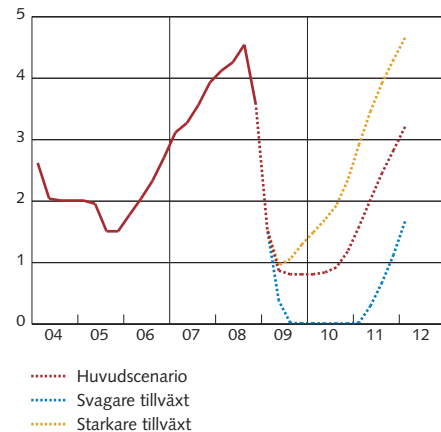
**Diagram 45. KPI**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 46. Reporänta**  
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

för kreditförluster, dels på grund av brist på kapital. Skulle konjunktur-nedgången bli djupare eller längre än i huvudscenariot, finns det alltså en risk att nedgången och den finansiella krisen fortsätter att förstärka varandra. Dessa problem och mekanismer är inte något som är specifikt för Sverige utan berör flera länder i världen.

I det första alternativscenariot blir den internationella tillväxten svagare och inflationen lägre än i huvudscenariot (se diagram 41 och tabell A9). Styrrentorna sänks kraftigt i omvärlden. Som en följd av den lägre tillväxten faller också oljepriset ytterligare.

Sverige är en liten öppen ekonomi med en omfattande utrikes-handel och en finansmarknad som är väl integrerad med omvärlden. Det gör att en global finanskris kombinerad med en större internationell konjunkturavmattning får betydande effekter på den svenska ekonomin. Svensk BNP-tillväxt blir i detta alternativscenariot i genomsnitt 1,0 och 1,4 procentenheter lägre under 2009 och 2010 (se diagram 42). Därefter återhämtar sig tillväxten och BNP växer något snabbare än i huvudscenariot i början av 2012. Den lägre tillväxten gör att resursutnyttjandet, både mätt som produktionsgap och arbetsmarknadsgap, faller snabbare och blir lägre än i huvudscenariot (se diagram 43 och 44). Den svagare konjunkturen med lägre oljepris och inflation i omvärlden gör att den svenska inflationen blir ganska mycket lägre än i huvudscenariot (se diagram 45). Inflationen ligger under målet på 2 procent under större delen av prognosperioden.

Riksbanken sänker i detta alternativscenariot reporäntan ytterligare. Men under senare delen av 2009 och hela 2010 är reporäntan nere på noll och kan följaktligen inte sänkas mer (se diagram 46). Detta innebär att Riksbanken genom att enbart sänka reporäntan inte kan stimulera den svenska ekonomin tillräckligt för att få upp inflationen i linje med målet och resursutnyttjandet till en acceptabel nivå.

Problemet består egentligen i att realräntan är för hög i förhållande till vad som är motiverat utifrån konjunkturläget (se diagram 47). För att påverka realräntan och stimulera ekonomin kan Riksbanken behöva använda sig av andra åtgärder. Realräntan består lite förenklat av en nominell ränta (inklusive riskpremie) minus förväntad inflation.<sup>9</sup> Ett sätt att hålla nere realräntan är att se till att allmänhetens inflationsförväntningar hålls uppe. Ett annat är att försöka påverka riskpremierna på de finansiella marknaderna. I fördjupningen "Penningpolitiska alternativ vid finansiell kris och oro för deflation" finns en diskussion av vilka verktyg en centralbank kan ta till i en sådan situation.

I scenariot såsom det är utformat här är effekterna av att använda dessa verktyg inte beaktade. Detta innebär att i en sådan här situation kan möjligen de ekonomiska konsekvenserna i Sverige bli något lindrigare än som de beskrivs i detta scenario.

<sup>9</sup> För en utförligare diskussion av begreppet realränta se fördjupningen "Realräntans utveckling" i PPR 2008:2 och kommentaren "Realräntan i Sverige" på Riksbankens webbplats.

## ■ ■ Återhämtningen i omvärlden och Sverige kan bli snabbare

Centralbanker och regeringar runt om i världen har reagerat kraftfullt på den finansiella krisen. Viktiga åtgärder som att sänka styrräntor och att låna ut mer pengar till banksystemet har vidtagits. Dessutom har regeringar presenterat finanspolitiska paket för att hjälpa företag i kris och öka hushållens efterfrågan. Men en grundorsak till den finansiella krisen är den allmänna bristen på förtroende. Det är svårt att sia om när de åtgärder som har vidtagits förmår att minska osäkerheten. Det är möjligt att problemen blir långvariga, men det finns också en möjlighet att optimismen kan stiga snabbt och förtroendet återvänder fortare än väntat. I det andra alternativscenariot får de stimulanspaket och åtgärder som har införts i olika länder snabbare effekt än i huvudscenariot. Tillväxten i världen återhämtar sig då fortare. När förtroendet återställs på de finansiella marknaderna och läget normaliseras kommer en del av bankerna att öka sin kreditgivning till hushåll och företag igen. Företagen börjar investera och mer arbetskraft efterfrågas. När läget på arbetsmarknaden förbättras blir hushållen mer optimistiska om framtiden. Hushållen drar ned sitt försiktighets-sparande och vill konsumera mer igen.

I detta alternativscenariot återhämtar sig den internationella tillväxten snabbare och blir högre än i huvudscenariot (se diagram 41 och tabell A10). Den ökade efterfrågan gör att inflationen i omvärlden blir högre än i huvudscenariot. Under det andra halvåret i år börjar räntenivån i omvärlden gå upp igen. Sverige är en liten öppen ekonomi med en stor handel och betydande finansiella kopplingar med utlandet. Det gör att när det sker en snabbare återhämtning i världs-ekonomin kommer det även att få effekter på den svenska ekonomin.

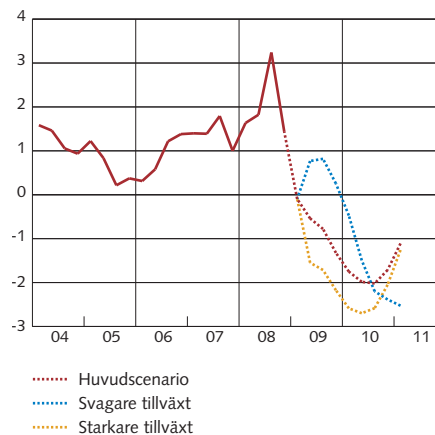
Den högre tillväxten i omvärlden gör att den svenska exporten ökar mer. Läget på arbetsmarknaden förbättras och hushållen minskar sitt försiktighetssparande och ökar sin konsumtion. BNP-tillväxten i Sverige ökar mer än i huvudscenariot (se diagram 42). Den högre efterfrågan gör att inflationen inte sjunker lika mycket som i huvudscenariot (se diagram 45). Den kommer ändå att vara under målet i år men den stiger snabbt i slutet av året och kommer sedan att ligga över målet på 2 procent. Reporäntan börjar höjas under andra halvåret i år (se diagram 46).

## ■ ■ Svagare växelkurs och produktivitet leder till ett högre kostnadstryck i Sverige

I det sista alternativscenariot beskrivs vad som händer om både den svenska växelkursen och produktiviteten utvecklas svagare än i huvudscenariot.

Produktiviteten har utvecklats ovanligt svagt under de senaste två åren. I huvudscenariot återhämtar sig tillväxten i produktiviteten ganska snabbt i år (se diagram 49). Men de senaste utfallen har varit överraskande låga och det är möjligt att styrkan i återhämtningen överskattas.

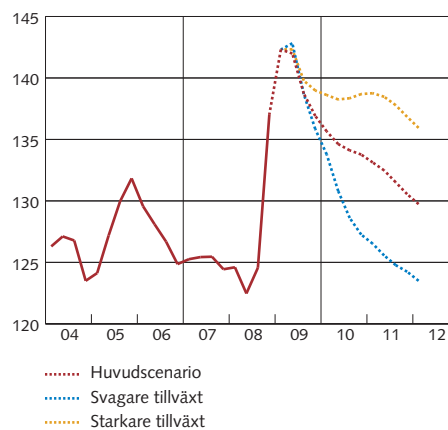
Diagram 47. Real reporänta  
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Den reala reporäntan är beräknad som ett medelvärde av Riksbankens reporänteprognos för det kommande året minus inflationsprognosen för motsvarande period. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

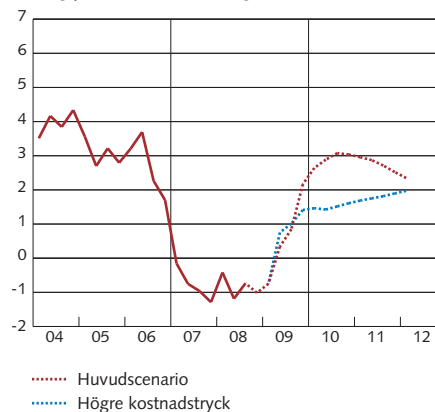
Diagram 48. Konkurrensvägd växelkurs, TCW  
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

Diagram 49. Arbetsproduktivitet  
Årlig procentuell förändring

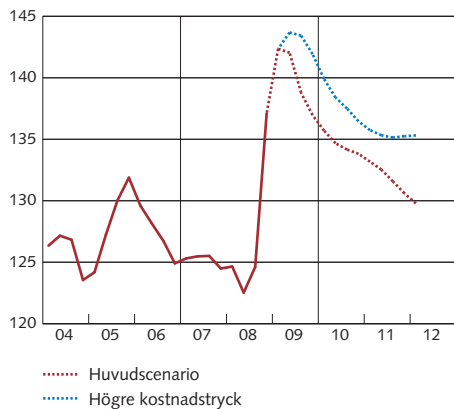


Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

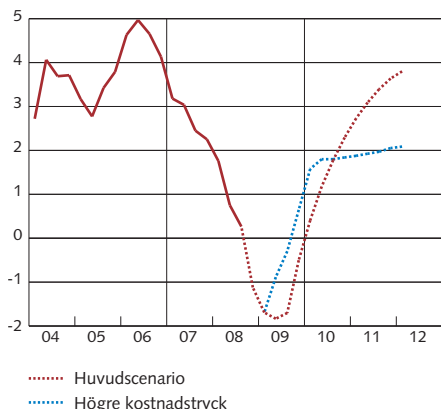
Källor: SCB och Riksbanken



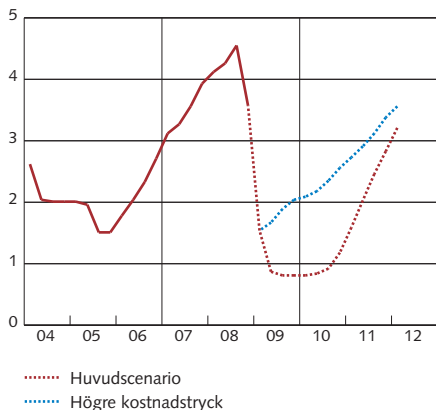
**Diagram 50. Konkurrensvägd växelkurs, TCW Index, 1992-11-18=100**



**Diagram 51. BNP**  
 Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



**Diagram 52. Reporänta**  
 Procent, kvartalsmedelvärden



Växelkursen har försvagats under den finansiella krisen och rörelserna i kronkursen har varit stora. I tider av finansiell oro brukar kronan och andra små länders valutor anses mer osäkra än större valutor och därför försvagas mot de större valutorna (se fördjupningen "Den senaste tidens kronförsvagning"). I huvudscenariot blir kronan gradvis starkare under prognosperioden, men risken finns att växelkursen blir svagare (se diagram 50). Detta gör att svenska exportvaror blir billigare i utländsk valuta och bidrar till att efterfrågan på dem ökar. En svagare växelkurs gör också att importerade varor till Sverige blir dyrare i svenska kronor vilket gynnar inhemskt producerade alternativ.

Det är svårt att bedöma vilka effekter en svagare växelkurs har på ekonomin. När allmänheten i detta scenario förstår att försvagningen kommer vara mer permanent får den större genomslag och effekterna på ekonomin blir större än i huvudscenariot.

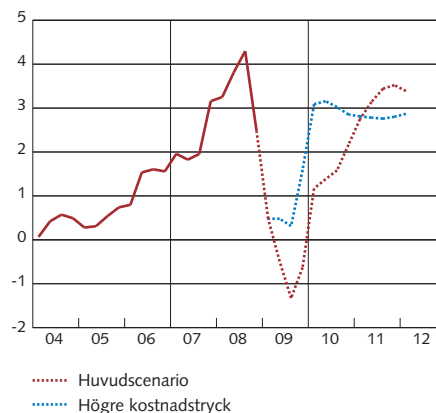
En svagare växelkurs leder till en högre efterfrågan vilket medför att företagen vill anställa mer arbetskraft och antalet arbetade timmar blir högre än i huvudscenariot (se tabell A11). BNP-tillväxten ökar snabbt på kort sikt, men på lite längre sikt blir BNP-tillväxten lägre än i huvudscenariot. Produktivitetstillväxten blir svagare än i huvudscenariot under större delen av prognosperioden (se diagram 51).

En lägre produktivitetstillväxt innebär att samma mängd varor produceras med en större insats av arbetskraft. Den trendmässiga tillväxten bedöms i detta scenario bli lägre under prognosperioden än vad som antas i huvudscenariot. Den lägre tillväxten i produktiviteten gör att arbetskostnaden per producerad enhet ökar. Företagen får då högre kostnader. Både högre kostnader på grund av lägre produktivitet och högre priser på importerade varor leder till att kostnadstrycket i Sverige ökar. Initialt sänker Riksbanken i detta scenario fortfarande reporäntan men låter den botten under andra kvartalet i år för att sedan höja den igen (se diagram 52). Sammantaget medför det ökade kostnadstrycket och den högre reporäntebanan att inflationen bottenar på en högre nivå under tredje kvartalet i år (se diagram 53). Därefter stiger inflationen ganska snabbt, upp till cirka 3 procent. Realräntan sjunker inledningsvis och är som lägst ungefär minus 1,2 procent under andra kvartalet i år (se diagram 54). Därefter stiger den sakta igen.

## ■ ■ Olje- och råvaruprisernas utveckling är fortfarande en stor risk

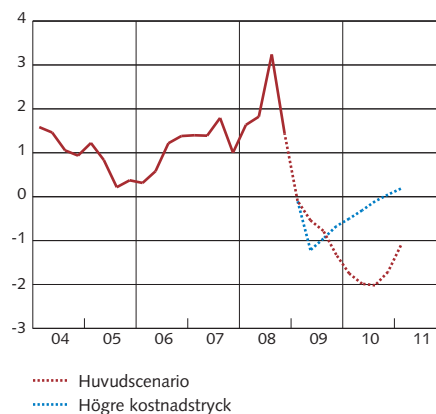
De alternativscenarier som redovisats här ska ses som belysande exempel och illustrationer. En större mängd alternativa utvecklingsvägar är också tänkbara. Fortfarande råder det stor osäkerhet om ett antal andra variabler i prognosen. Det gäller till exempel olje- och råvarupriserna som har varierat mycket det senaste året. Den penningpolitiska rapporten som publicerades för ett år sedan innehöll ett scenario där oljepriset steg mer än i huvudscenariot. I den efterföljande rapporten fanns ett scenario där effekterna av ett fall i olje- och råvarupriserna analyserades. Båda dessa scenarier visade sig fånga viktiga drag i den makroekonomiska utvecklingen under 2008. Ett oljepris som var högre än väntat drev först upp inflationen och räntan mer än förväntat. Lika överraskande snabbt gick utvecklingen därefter i motsatt riktning. Oljepriset är alltjämt en viktig riskfaktor.

Diagram 53. KPI  
Årlig procentuell förändring



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

Diagram 54. Real reporänta  
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Den reala reporäntan är beräknad som ett medelvärde av Riksbankens reporänteprognos för det kommande året minus inflationsprognosen för motsvarande period. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källa: Riksbanken





Den finansiella krisen är i vissa avseenden inte lika akut i dagsläget som i höstas. Osäkerheten om utvecklingen på finansmarknaderna och den globala tillväxten är dock fortsatt mycket stor. Avmattningen i den globala tillväxten har medfört att farhågor om en djupare och mer långvarig nedgång i konjunkturen har tagit över tidigare farhågor om stigande inflation. Det är snarare riskerna för deflation som hamnat i fokus på de finansiella marknaderna. Inflationstakten faller snabbt både i Sverige och utomlands och världshandeln verkar ha stannat upp. Förtroendekrisen på de finansiella marknaderna har spridit sig till hushåll och företag. Under hösten föll i stort sett

alla förtroendeindikatorer världen över kraftigt och data som publicerats sedan den penningpolitiska uppföljningen i december har varit svagare än förväntat. Detta har lett till att prognoserna har reviderats ned. Den fördjupade internationella konjunkturedgången har gett ett snabbt genomslag på den reala utvecklingen i Sverige. Bland annat har exportorderingången fallit dramatiskt och antalet varsel om uppsägning har stigit snabbt till historiskt höga nivåer. Sammanfattningsvis tyder den nyinkomna informationen på en svagare ekonomisk tillväxt, sämre arbetsmarknadsläge, och lägre inflation, jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i december.

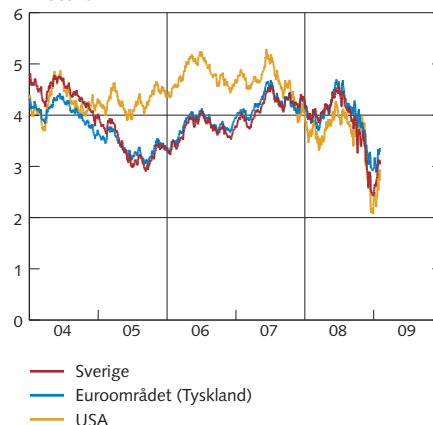
## ■ ■ Fortsatta problem på de finansiella marknaderna

Osäkerheten om hur allvarliga och långvariga konsekvenserna av den finansiella krisen kommer att bli präglar alltjämt de finansiella marknaderna. Sedan den penningpolitiska uppföljningen i december har räntor på statsobligationer med långa löptider stigit i både USA, euroområdet och Sverige (se diagram 55). Detta kan delvis förklaras av förväntningar om stora statliga budgetunderskott. Börsutvecklingen är fortsatt svag men volatil och den svenska kronan är alltjämt lågt värderad. Dessutom finns det vissa tecken på att kreditåtstramningen gentemot företaget har tilltagit.

Däremot har marknadsräntorna, i form av interbank- och boräntor, fallit ungefär lika mycket som reporäntan. Även skillnaden mellan interbankräntor och räntor på statsskuldväxlar, den så kallade TED-spreaden, har fallit under perioden (se diagram 56). Skillnaden mellan interbankräntor och förväntad reporänta (basis-spreaden) med tre månaders återstående löptid är tillbaka på ungefär samma nivåer som innan krisen förvärrades under hösten 2008 (se diagram 57). I vissa avseenden har alltså läget på de finansiella marknaderna förbättrats. Samtidigt har konjunkturedgången fördjupats, vilket förvärrar en del problem på de finansiella marknaderna.

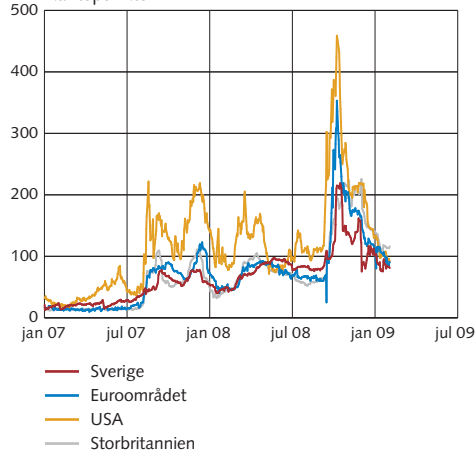
Avmattningen i den globala tillväxten har medfört att farhågor om en djupare och mer långvarig nedgång i konjunkturen har tagit över tidigare farhågor om stigande inflation. Det är snarare riskerna för deflation som hamnat i fokus på de finansiella marknaderna. Inflationstakten faller snabbt både i Sverige och utomlands. I USA och Japan är styrräntorna i det närmaste noll. Sammantaget är det en fortsatt dyster bild av konjunkturen. En del av den negativa statistik som har publicerats sedan början av december har dock, av prissättningen på de finansiella marknaderna att döma, varit förväntad.

Diagram 55. Långa räntor  
Procent



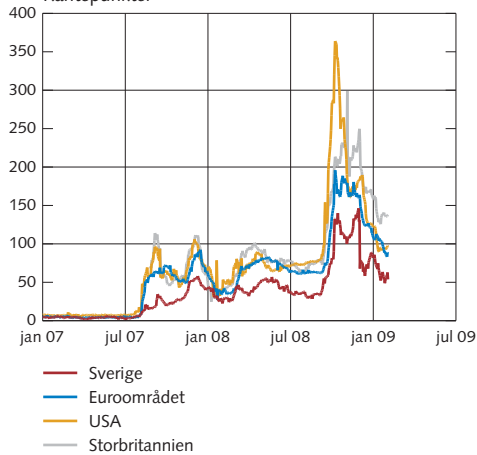
Anm. Statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.  
Källa: Reuters EcoWin

Diagram 56. Skillnad mellan interbankräntor och statspappersräntor (TED-spread)  
Räntepunkter



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

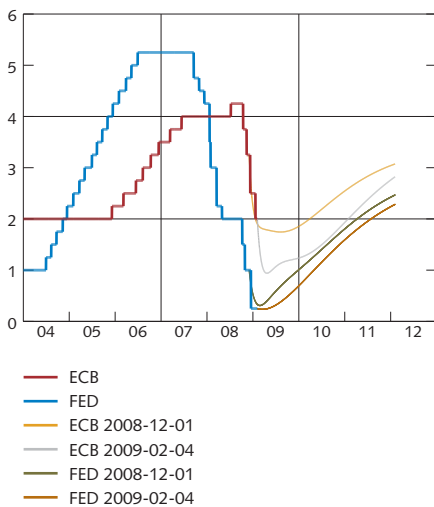
**Diagram 57. Skillnad mellan interbankräntor och förväntade styrräntor (Basis-spread)**  
Räntepunkter



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

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

**Diagram 58. Penningpolitiska förväntningar i euroområdet och USA**  
Procent



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

Källor: ECB och Federal Reserve

## ■ ■ Nedskruvade penningpolitiska förväntningar i USA, Europa och Sverige

Under december månad sänkte många centralbanker runt om i världen sina styrräntor kraftigt. Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, sänkte styrräntan från redan låga 1 procent till ett målintervall på 0 – 0,25 procent den 16 december. Styrräntan har aldrig varit så låg i USA. Sänkningen motiverades av den fördjupade ekonomiska nedgången under hösten, och de fortsatt mycket ansträngda förhållandena på de finansiella marknaderna. Marknadsförväntningarna var i början av februari inställda på att räntan ligger kvar på nuvarande låga nivå fram till sommaren 2009. Inte förrän sommaren 2010 väntas styrräntan i USA nå en nivå på 1 procent (se diagram 58).

ECB har sänkt styrräntan med 125 punkter till 2 procent sedan den penningpolitiska uppföljningen i december. ECB:s sänkningar motiverades av den avtagande inflationstakten och den allt svagare konjunkturen i euroområdet. Räntan väntas enligt marknadsprissättningen sänkas ytterligare 75 punkter till 1,25 procent och ligga kvar på den nivån året ut (se diagram 58).

Bank of England har sänkt sin styrränta i tre steg sedan den penningpolitiska uppföljningen i december, med totalt 200 punkter till 1 procent. Tillväxten har där visat sig försämrats ännu snabbare än i euroområdet. Detta har lett till förväntningar om ytterligare räntesänkningar till cirka 0,75 procent under första halvåret 2009.

Även i Sverige har de penningpolitiska förväntningarna skruvats ned. De finansiella marknaderna räknar med sänkningar av repo-räntan till cirka 1 procent, innan höjningar åter kan komma att ske. Förväntningarna reviderades ned främst i samband med Federal Reserves sänkning i mitten av december. Oro för en ännu sämre konjunktur i Sverige är också en orsak till förväntningar om en lägre repo-ränta framöver (se diagram 59).

## ■ ■ Svag börsutveckling

Börskurserna har sjunkit något världen över sedan den penningpolitiska uppföljningen i december. Men utvecklingen har varit mycket volatil. Statliga åtgärder, såsom finanspolitiska stimulanspaket, lån till den amerikanska bilindustrin, och styrräntesänkningar väntas mildra recessionen. Detta bidrog till den ökade riskapitet bland investerare som noterades på börserna före årsskiftet. Trenden på börserna efter nyår har emellertid pekats nedåt internationellt, delvis på grund av vinstvarningar och sämre statistikutfall (till exempel amerikansk arbetsmarknad) än väntat (se diagram 60).

## ■ ■ Boräntor har fallit

De rörliga bolåneräntor som hushållen i Sverige möter har fallit tillbaka sedan i mitten av november, i synnerhet efter Riksbankens

senaste räntesänkning den 4 december. Bospreaden, skillnaden mellan korta bolåneräntor och reporäntan, har också sjunkit under perioden och följer samma mönster som interbankräntorna. Genomsnittet av listade tremånaders boräntor låg i januari cirka 140 räntepunkter över reporäntan. Detta kan jämföras med cirka 180 punkter i oktober då den finansiella krisen intensifierades (se diagram 61). Skillnaden mellan de bolåneräntor som hushållen möter och reporäntan har därmed återgått till mer normala förhållanden och ligger nu omkring 20 räntepunkter över genomsnittet sedan 1996. Under åren 2004-2007 var skillnaden emellertid betydligt lägre (se också fördjupningen "Den finansiella krisen och penningpolitikens effekter" i denna rapport).

Både de rörliga och långa boräntorna har fallit tillbaka sedan början av december. Skillnaden mellan bostadsobligations- och statsobligationsräntorna är dock fortfarande stor jämfört med hur det såg ut före krisen. Innan den finansiella turbulensen började hösten 2007 var skillnaden mellan de två obligationsräntorna omkring 35 räntepunkter. Under 2008 ökade den genomsnittliga skillnaden till 110 räntepunkter när statsobligationsräntorna föll snabbare än bostadsobligationsräntorna (se diagram 62).

### ■ ■ Bostadspriserna har fallit

Under de tre första kvartalen 2008 dämpades ökningstakten för småhuspriserna kraftigt, mätt i årlig procentuell förändring, enligt kvartalsdata från SCB. Månadsdata över köpeskillingskoefficienten för småhuspriserna indikerar en fortsatt dämpning av tillväxttakten i småhuspriserna (se diagram 63). Mellan tredje och fjärde kvartalet 2008 föll småhuspriserna med knappt 3 procent enligt köpeskillingskoefficienten.

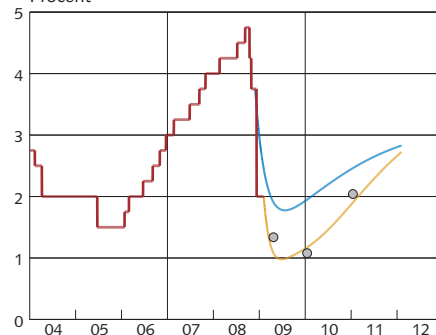
Även bostadsrättspriserna faller. Enligt mäklarstatistik föll kvadratmeterpriset på bostadsrätter i genomsnitt med ungefär 9 procent mellan tredje och fjärde kvartalet 2008.

### ■ ■ Bankutlåningen till företag ökar långsammare

Finansmarknadsstatistiken visar att ökningen av utlåningen till hushåll, mätt i årlig procentuell förändring, har avtagit under 2008, vilket bland annat förklaras av att nytulåningen har minskat. Det är dock svårt att veta om detta främst beror på att hushållens efterfrågan på nya lån har dämpats, eller om det i första hand är bankerna som stramat åt sin kreditgivning.

Utlåningstakten till företag har avtagit under 2008 (se diagram 64). Företagens totala upplåning i utlandet, mätt som lån och värdepapper, minskade under andra halvåret 2008. Utlåningen från utländska banker till svenska företag halverades mellan maj och juni och ligger fortfarande kvar på en låg nivå. Större företag som tidigare skött mycket av sin upplåning utomlands har börjat låna allt mer i Sverige. Därmed är det sannolikt att mindre företag får extra svårt att låna, då bankutlåningen till småföretagen trängs undan.

Diagram 59. Penningpolitiska förväntningar i Sverige enligt penningmarknadens aktörer  
Procent



— Reporänta  
— Terminsräntekurva 2008-11-28  
— Terminsräntekurva 2009-02-04  
○ Enkät, Prospera medel, 2009-01-14

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

Källor: Prospera Research AB, Reuters EcoWin och Riksbanken

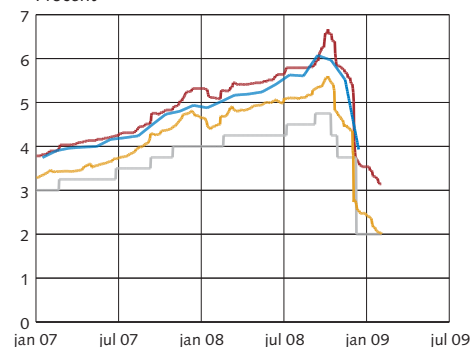
Diagram 60. Börsutveckling  
Index, 1999-01-04 = 100



— USA (S&P 500)  
— Sverige (OMXS)  
— Euroområdet (EuroStoxx)

Källa: Reuters EcoWin

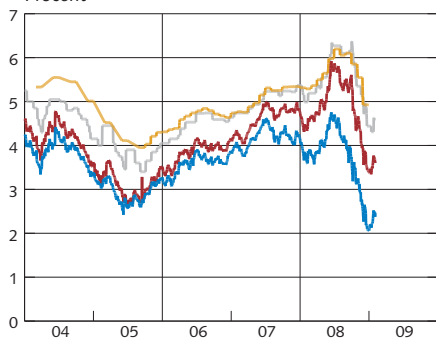
Diagram 61. Räntor i Sverige  
Procent



— Bostadslån – genomsnitt av listade räntor  
— Bostadslån – ränta enligt finansmarknadsstatistik  
— Interbankränta  
— Reporänta

Anm. Avser genomsnittet av tremånaders listade boräntor från banker och bostadsinstitut, tremånaders interbankränta samt månadsgenomsnitt för tremånaders boränta för bolåneinstitutens nya utlåning enligt finansmarknadsstatistik.

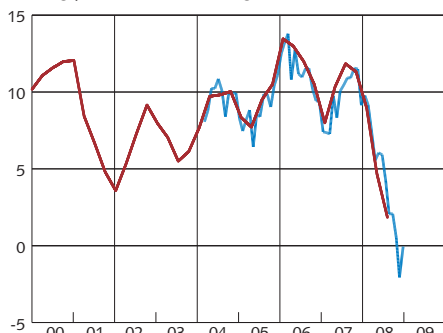
Källor: Reuters EcoWin, SCB och Riksbanken

**Diagram 62. Långa räntor**  
Procent

— Bostadsobligation 5 år (futures)  
— Statsobligation 5 år (futures)  
— Bostadsränta 5 år  
— SBAB 5 år

Anm. Bostadsinstitutets ränta för över 5 år, nya avtal.

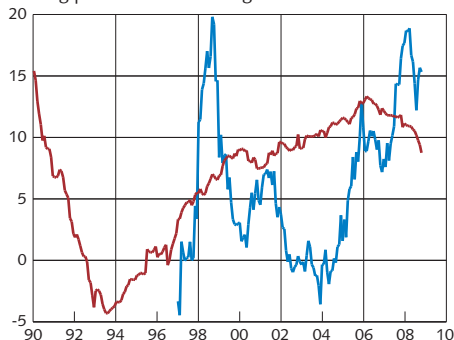
Källa: Reuters EcoWin

**Diagram 63. Bostadspriser**  
Årlig procentuell förändring

— Småhuspriser  
— K/I-tal

Anm. Kvartalsvisa observationer av småhuspriser enligt fastighetsprisindex samt månadsvisa observationer av medelvärdet för köpeskillingskoefficienten (Köpeskilling/Taxeringsvärdet).

Källa: SCB

**Diagram 64. Hushållens och icke-finansiella företags totala upplåning från kreditinstitut**  
Årlig procentuell förändring

— Hushåll  
— Icke-finansiella företag

Källa: Riksbanken

Sammanlagt tyder såväl nyinkommen statistik som indikatorer på en minskad ökningstakt i bankutlåningen till företag. Detta kan tolkas som att kreditgivningen har stramats åt sedan det senaste penningpolitiska mötet, vilket också får stöd av Konjunkturinstitutets och information i Riksbankens företagsundersökning (se fördjupningen "Riksbankens företagsintervjuer i december 2008 - januari 2009" i denna rapport).

### ■ ■ Tillväxten i penningmängden har avtagit men den monetära basen har vuxit

Allmänhetens innehav av sedlar och mynt, har minskat något under slutet av 2008 (se diagram 65). Det bredare penningmängdsmåttet M2 ökade med cirka 14 procent jämfört med motsvarande period föregående år. Tillväxttakten i det bredaste penningmängdsaggregatet, M3, föll däremot kraftigt till och med november. Det berodde på att allmänheten minskat sitt innehav av penningmarknadsinstrument med kort löptid som ingår i M3. I december ökade dock tillväxttakten i M3 något. Den stora variationen i M3-tillväxt det senaste året beror förmodligen på förändrat placeringsmönster hos hushållen till följd av den finansiella krisen.

Riksbanken har sedan i höstas vidtagit ett antal åtgärder för att värna om den finansiella stabiliteten och underlätta kreditförsörjningen. Riksbanken har lånat ut såväl svenska kronor som amerikanska dollar, i samtliga fall mot säkerhet och till räntor som bestäms via auktionsförfaranden. Som ett resultat av denna ökade utlåning har Riksbankens balansräkning expanderat kraftigt. Från början av september 2008 till slutet av året ökade balansomslutningen från knappt 200 miljarder kronor till 700 miljarder kronor, en ökning med 250 procent (se diagram R1 och R2).

Förändringar i en centralbanks balansräkning påverkar ofta den så kallade monetära basen. Riksbanken har hittills tillämpat och publicerat en mycket snäv definition av monetär bas – utestående stock av sedlar och mynt på Riksbankens balansräkning. Med en bredare definition av monetär bas som även innefattar bankernas inlåning i Riksbanken och deras innehav av Riksbankscertifikat har den monetära basen ökat med drygt 240 procent i januari 2009 jämfört med motsvarande månad föregående år (se diagram 66).

### ■ ■ Kronan fortsatt lågt värderad

Volatiliteten på valutamarknaden har sedan början av september varit mycket stor. Generellt sett har stora valutor förstärkts medan mindre valutor försvagats. Den fördjupade finanskrisen och den globala konjunktur nedgången har lett till en flykt från mindre till större valutor som anses vara säkrare och mer likvida (se också fördjupningen "Den senaste tidens kronförsvagning" i denna rapport).

Den svenska kronan fortsätter att vara svag gentemot både dollarn och euron (se diagram 67). Kronan har försvagats under den finansiella krisen och var i början av 2009 ungefär 17 procent svagare jämfört med ett halvår tidigare. Det lägsta värdet uppmättes kring 14 januari, då TCW-index uppgick till över 147. Kronan har i genomsnitt försvagats cirka 2,5 procent (mätt med TCW-index) sedan i början av december (se diagram 22). De dagliga fluktuationerna har dock varit kraftiga. Prognosen för det första kvartalet 2009 är i genomsnitt 3 procent svagare jämfört med prognosen som gjordes i början av december.

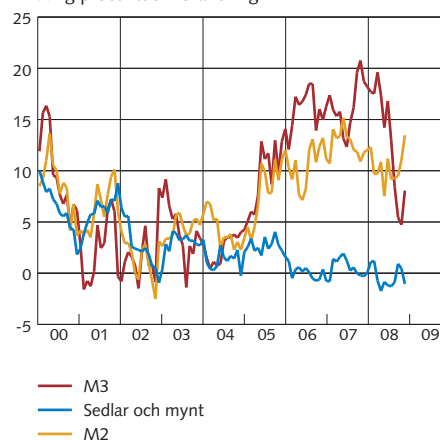
### ■ ■ Världshandeln faller

Det framgår nu allt tydligare att tillväxten i världshandeln har stannat av. Ett tecken på en kraftig inbromsning av världshandeln är att internationella priser på fartygsfrakter har fallit kraftigt under andra halvåret 2008 (se diagram 68). Även World trade monitor index, som tas fram av Bureau for Economic Policy Analysis i Nederländerna och mäter export- och importvolymen i världen, tyder på att världshandeln minskade i slutet av 2008. Enligt World trade monitor index föll handelsvolymen i november med 6 procent jämfört med oktober, vilket är det största fallet sedan indexet introducerades 1991 (se diagram 69). Nationell statistik över utrikeshandeln för november och december tillsammans med ledande indikatorer (exempelvis exportorderkomponenterna i inköpschefsindex som har fallit kraftigt) pekar också på en mycket kraftig inbromsning i världshandeln under slutet av 2008 (se diagram 70 och 71). Vid sidan av den svagare globala efterfrågan sägs svårigheter att få exportkrediter vara en faktor som bidragit till dämpade handelsflöden.

### ■ ■ Försämrad arbetsmarknad i USA

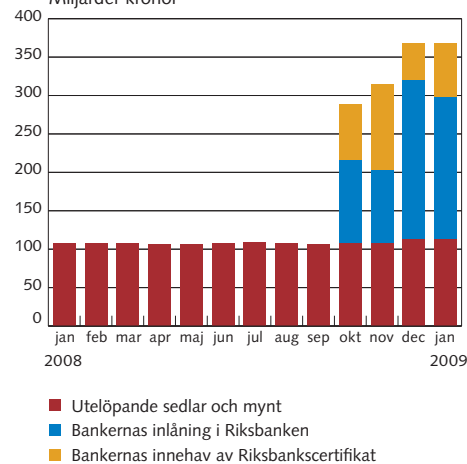
Den försämring som inleddes för ett år sedan på den amerikanska arbetsmarknaden har tilltagit de senaste månaderna. Sysselsättningen föll för tredje månaden i rad i januari enligt företagsenkäter ("Pay Rolls") med knappt 600 000 per månad, vilket är det största fallet sedan 1945 (se diagram 72). Arbetslösheten fortsätter att stiga trots att ett sjunkande arbetskraftsutbud dämpar uppgången. Arbetslösheten har stigit från 6,6 procent i oktober till 7,6 procent i januari 2009.

Diagram 65. Penningmängd  
Årlig procentuell förändring



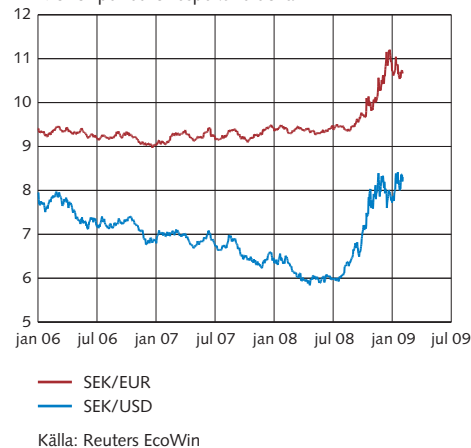
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 66. Monetär bas  
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken

Diagram 67. Växelkurser  
Kronor per euro respektive dollar



Källa: Reuters EcoWin



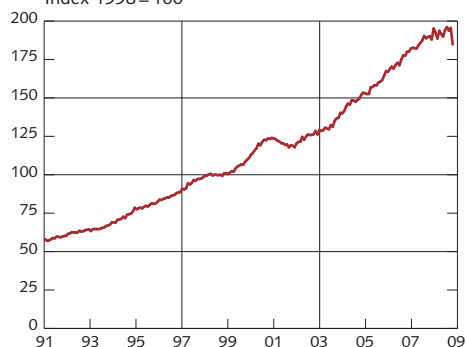
**Diagram 68. Transportkostnadsindikator (Baltic Dry Index)**  
Index, 1985 = 1000



Anm. Baltic Dry Index mäter priset för att förflytta råvaror till sjöss.

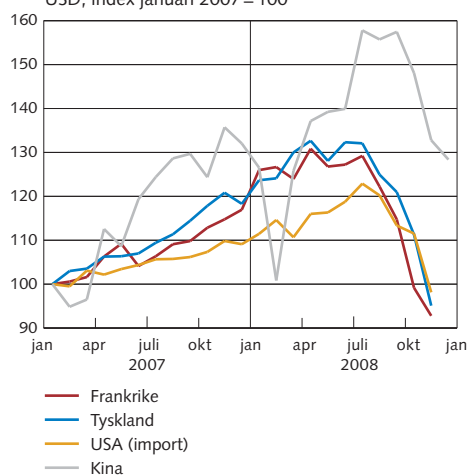
Källa: Reuters EcoWin

**Diagram 69. World trade index**  
Index 1998 = 100



Källa: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

**Diagram 70. Export (löpande priser)**  
USD, index januari 2007 = 100



Källor: Deutsche Bundesbank, Direction générale des douanes et droits indirects, National Bureau of Statistics of China och U.S. Department of Commerce.

BNP i USA föll enligt preliminär statistik det fjärde kvartalet med 3,8 procent i uppräknad årstakt (se diagram 13). Hushållens konsumtionsutgifter sjönk med 3,5 procent och investeringarna med 20 procent.

Den senaste tidens statistik tyder på en lägre ekonomisk aktivitet i USA än förväntat i den penningpolitiska uppföljningen i december. Olika mått på det så kallade konsumentförtroendet är också fortsatt mycket låga (se diagram 5). Även företagens förväntningar är fortsatt mycket dämpade. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin föll i december till den lägsta nivån sedan 1980. En viss återhämtning skedde dock i januari. Delindexet för orderingången låg på knappt 30. Gränsen för tillväxt är ett index på 50. För tjänstesektorn steg det totala indexet både i december och januari, men nivån var fortfarande låg i ett historiskt perspektiv.

Utvecklingen på den amerikanska bostadsmarknaden har försvagats ytterligare sedan den penningpolitiska uppföljningen i december. Bland annat föll bostadspriserna med 18 procent, enligt Case-Shiller Index, i november jämfört med samma månad året innan. Även bostadsbyggandet sjönk i både november och december. Bostadsbyggandet har sedan toppnoteringen i januari 2006 fallit med drygt 75 procent. Lager av osålda hus minskar visserligen snabbt, men tiden det tar att sälja bostäder ligger fortfarande mycket högt i ett historiskt perspektiv. Försäljningen av bostäder, både gamla och nya, föll i november. Däremot steg försäljningen av gamla bostäder i december, medan försäljningen av nya bostäder fortsatte att falla. Försäljningen av nya bostäder har sjunkit med drygt 75 procent sedan sommaren 2005.

Oljepriset fortsätter att falla och förväntningarna, enligt terminsprisinställningen, har reviderats ned sedan den penningpolitiska uppföljningen i december (se diagram 11). Även bensinpriset har fortsatt att sjunka. Sedan toppnoteringen i juli har bensinpriset i USA sjunkit med drygt 50 procent. Sjunkande energipriser har bidragit till att inflationen minskat och till att de reala disponibla inkomsterna ökat de senaste månaderna. Däremot har förra årets kraftiga börsnedgång tillsammans med fallande bostadspriser lett till att hushållens nettoförmögenhet har minskat. Eftersom arbetsmarknaden samtidigt försvagas talar detta för en dämpad konsumtion framöver.

I förhållande till den penningpolitiska uppföljningen i december är det främst försvagningen av arbetsmarknaden tillsammans med nedgången i omvärldsefterfrågan som varit större än väntat. Prognosen för BNP-tillväxten i USA det första kvartalet 2009 är mot denna bakgrund nedreviderad.

### ■ ■ Försvagad tillväxt i euroområdet

Liksom för USA pekar såväl nyinkommen konjunkturstatistik som konfidensindikatorer på en svagare utveckling i euroområdet jämfört med prognoserna i den penningpolitiska uppföljningen i december.

BNP i euroområdet föll under det tredje kvartalet, liksom det andra kvartalet, med 0,7 procent i uppräknad årstakt (se diagram 13). De komponenter som bidrog mest till nedgången var investeringarna och exporten. Samtidigt som hushållens konsumtion stagnerade föll investeringarna med 2,5 procent det tredje kvartalet. Exporten ökade med måttliga 1,5 procent medan importen steg med 6,8 procent i uppräknad årstakt.

Industriproduktionen och orderingen för november tyder på att tillväxten i euroområdet försvagades under det fjärde kvartalet 2008, även i relation till prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i december. Industriproduktionen i euroområdet föll kraftigt i november. Det var en bred nedgång både vad gäller branscher och länder. Bland annat har läget i bilindustrin försvagats markant, vilket medfört tillfälliga produktionsstopp i flera länder. Även orderingen inom industrin minskade ytterligare i november jämfört med oktober.

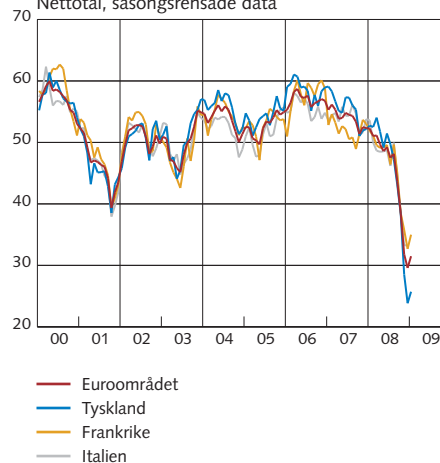
Detaljhandelns omsättning stabiliserades däremot något i november och december. Lägre bensinpriser, som ökat hushållens konsumtionsutrymme, har sannolikt spelat en viss roll för detta. Stigande arbetslöshet och oro inför framtiden kommer sannolikt att göra hushållen mer försiktiga framöver. Under det tredje kvartalet 2008 minskade sysselsättningen med 0,3 procent i uppräknad årstakt. Samtidigt har arbetslösheten fortsatt att stiga och enkätdata indikerar att denna utveckling fortsätter.

Indikatorer på förväntningar hos hushåll och företag är fortsatt mycket svaga. Detta tyder också på att konjunkturnedgången blir djupare än tidigare väntat. EU-kommissionens barometer för januari visar att förväntningarna inom industrin och tjänstesektorn sjönk till sina lägsta nivåer sedan undersökningen inleddes 1985. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin föll kraftigt under tredje kvartalet och är nu nere på 75 procent, vilket är den lägsta nivå som uppmätts (se diagram 73). Även inköpschefsindex i industrin sjönk till en historiskt låg nivå i december. Visserligen skedde en marginell återhämtning i januari, men från en mycket låg nivå (se diagram 74). En stor del av denna nedgång är kopplad till nedgången i den globala handeln. Detta avspeglas i att exportorderkomponenterna i inköpschefsindex fallit kraftigt (se diagram 71).

Den fördjupade konjunkturnedgången i kombination med de förvärrade problemen på de finansiella marknaderna har fått utlåningen till privat sektor att dämpas. Den årliga ökningstakten i utlåning sjönk till 7,1 procent i november, vilket är den lägsta siffran på 17 år. Det är framförallt bankutlåning till hushåll som dämpats kraftigt medan utlåningen till företag fortfarande uppvisar ökningstakter på över 10 procent (se diagram 75).

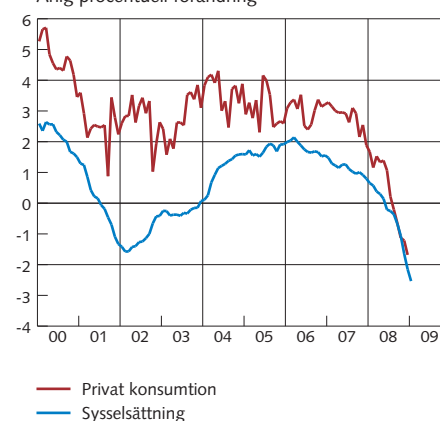
ECB:s januari-undersökning visar att bankerna fortsatte att strama åt lånevillkoren för företag och hushåll under fjärde kvartalet i fjol, främst till följd av sämre konjunkturutsikter. Andelen banker som rapporterar stramare villkor är på en oförändrat hög nivå för företagen medan andelen har ökat för hushållen jämfört med oktober-undersökningen. ECB:s bankenkät visar också att den nedgång i utlåning

**Diagram 71. Inköpschefsindex, exportordergång inom tillverkningsindustrin**  
Nettotal, säsongsrensade data



Källa: NTC Economics

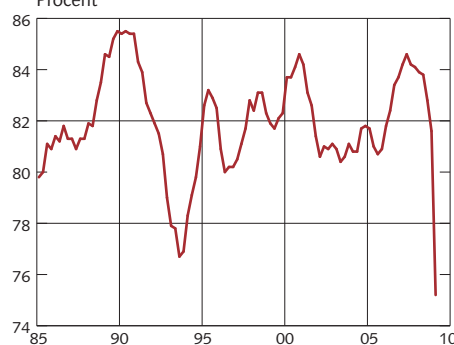
**Diagram 72. Sysselsättning och privat konsumtion i USA**  
Årlig procentuell förändring



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

Källor: Bureau of Labor Statistics och US Department of Commerce

**Diagram 73. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin i euroområdet**  
Procent



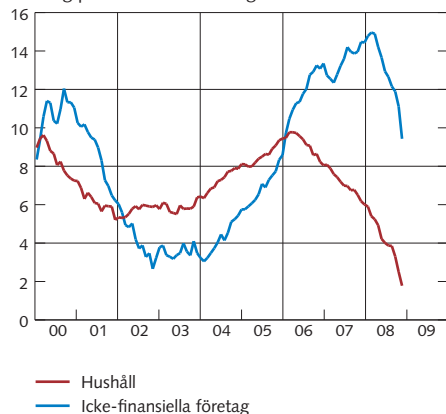
Källa: EU-kommissionen

**Diagram 74. Inköpschefsindex för industrin och tjänstesektorn i euroområdet**  
Nettotal



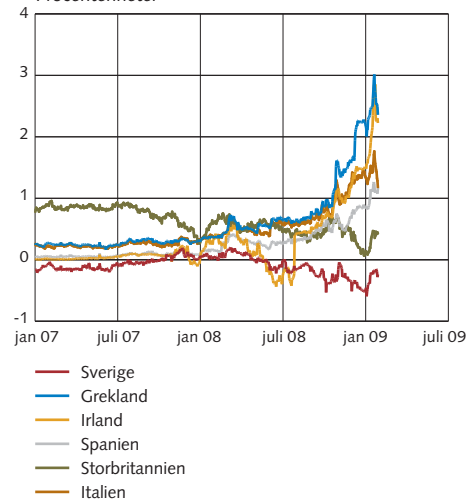
Källa: NTC Economics

**Diagram 75. Utlåning till företag och hushåll i euroområdet**  
Årlig procentuell förändring



Källa: ECB

**Diagram 76. Skillnad i olika länders stadsobligationsräntor mot Tyskland**  
Procentenheter



Anm: Stadsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.

Källa: Reuters EcoWin

till privat sektor som observerats i data avspeglar både utbudsförhållanden och lägre efterfrågan på lån. Enligt undersökningen väntas bankerna strama åt lånevillkoren i en något mindre utsträckning under första kvartalet i år.

Sammanfattningsvis tyder både utfall och indikatorer på att BNP-tillväxten kommer att vara negativ både det sista kvartalet 2008 och första kvartalet 2009. Prognosen är nedreviderad jämfört med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i december.

### ■ ■ Ökade skillnader mellan statsobligationsräntor i olika euroländer

Ett ytterligare tecken på fortsatt osäkerhet i euroområdet är de tilltagande skillnaderna mellan obligationsräntor för olika länders statspapper. Ränteskillnaden mellan till exempel tioåriga tyska och grekiska statsobligationer var relativt stabil fram till början av 2008 och var som mest drygt 0,3 procentenheter (se diagram 76). I början av februari 2009 var skillnaden drygt 2,50 procentenheter. Ränteskillnaden mellan tyska och spanska tioåriga statsobligationer har varit ännu mindre och oftast endast ett fåtal punkter. Sedan januari 2008 har dock den spansk-tyska skillnaden ökat till över en procentenhet. Att statsobligationsräntor i vissa länder inom euroområdet är högre än andra kan sannolikt huvudsakligen härledas till oro för ökade statliga budgetunderskott framöver.

Skillnaden mellan de svenska och tyska räntenivåerna har inte varit anmärkningsvärt stora under 2008. Sedan 2005 har räntan på svenska tioåriga statspapper varit i genomsnitt cirka 0,2 procentenheter lägre än den tyska. Att svenska och tyska räntenivåer skiljer sig åt beror bland annat på penningpolitiska förväntningar. Under hösten 2008 ökade skillnaden till som mest cirka 0,50 procentenheter men har efter årsskiftet krympt tillbaka till cirka 0,25 procentenheter.

### ■ ■ Låg tillväxt även i övriga Europa

I Storbritannien föll BNP med 6 procent i uppräknad årstakt det fjärde kvartalet 2008. Arbetsmarknaden försämrades ytterligare under december och arbetslösheten steg till 3,6 procent jämfört med 3,3 procent månaden innan. Antalet varsel är fortsatt stort, vilket tyder på att arbetsmarknadsläget fortsätter att försämrans. Industriproduktionen fortsatte att falla i november och kraftiga fall noterades även i inköpschefsindex för industrin och tjänstesektorn. I december skedde i och för sig en stabilisering av inköpschefsindexet men på en historiskt låg nivå. Antalet beviljade huslån var under december rekordlåg. Samtidigt fortsatte bostadspriserna att falla med mer än 2 procent jämfört med föregående månad. Under helåret 2008 föll bostadspriserna i Storbritannien med över 17 procent.

I Norge föll BNP med 2,8 procent i uppräknad årstakt under tredje kvartalet 2008. En stor del av nedgången kan förklaras av ett fall i utvinningen av råolja och naturgas. Fastlandsekonomin uppvisade däremot en svag uppgång. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin



var oförändrat i januari och ligger kvar på den lägsta nivå som uppmätts sedan undersökningarna startade. Arbetsmarknadsläget försämrades under hösten. Antalet sysselsatta har stagnerat och arbetslösheten har stigit även om den fortfarande ligger på en historiskt sett låg nivå.

I Danmark föll BNP med 1,6 procent i uppräknad årstakt under tredje kvartalet 2008. Antalet arbetslösa fortsatte stiga under december men ligger fortfarande historiskt sett på en mycket låg nivå. Indikatorerna över hushållens och företagens förväntningar försämrades ytterligare under december och ligger på historiskt låga nivåer.

Även Östeuropa har drabbats av nedgången i konjunkturen och tillväxten bromsade in kraftigt under tredje kvartalet 2008. Flera av länderna har påverkats negativt av försvagningen av fordonsindustrin. Industriproduktionen i exempelvis Polen och Tjeckien föll kraftigt under slutet av hösten. I Ryssland föll inköpschefsindex betydligt i december, vilket indikerar att fallet i industriproduktionen tilltagit under slutet av året. Ett antal länder har tvingats till förhandlingar om stödpaket från IMF för att finansiera sina utlandsbetalningar.

### ■ ■ Asien undgår inte heller konjunkturedgången

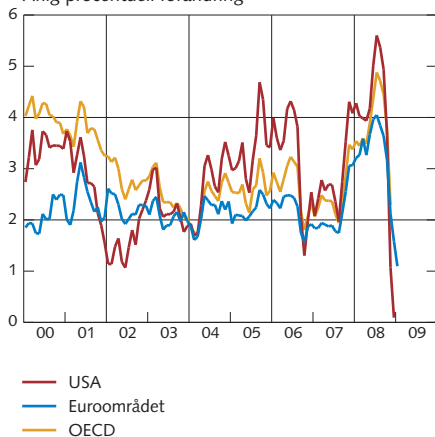
Utfall och indikatorer för sista kvartalet 2008 tyder alltså på att det ekonomiska läget i omvärlden förvärras alltmer och bilden ser nu ännu dystrare ut än i den penningpolitiska uppföljningen i december. Tecknen har blivit tydligare på att även många asiatiska tillväxtländer nu börjar drabbas påtagligt av den vikande konjunkturen i omvärlden. Den finansiella krisen har lett till minskade investeringar och minskad export till Europa och USA. Detta har nu börjat märkas i exportstatistiken från Asien. Kina rapporterade i november det första fallet i exporten på årsbasis på sju år och fallet fortsatte i december. Även i Japan har exporten sjunkit kraftigt. Bank of Japans reala exportindex minskade med drygt 24 procent i december jämfört med motsvarande månad föregående år.

Sydorea rapporterade för fjärde kvartalet 2008 den första negativa kvartalstillväxten i BNP på årsbasis sedan Asienkrisen i slutet på 1990-talet. Även Kinas BNP-tillväxt under fjärde kvartalet var relativt svag, ökningen var enbart 6,8 procent jämfört med fjärde kvartalet 2007. I Japan föll BNP med 1,8 procent i uppräknad årstakt under tredje kvartalet 2008. Den statistik som kommit in hittills, i form av utfall och indikatorer, tyder på en ännu svagare utveckling mot slutet av året. Bland annat föll industriproduktionen kraftigt i december jämfört med november och den japanska centralbankens konjunkturbarometer, Tankan, visade på snabbt fallande framtidsförväntningar hos den japanska industrin i januari.

### ■ ■ Inflationen i omvärlden har minskat snabbt

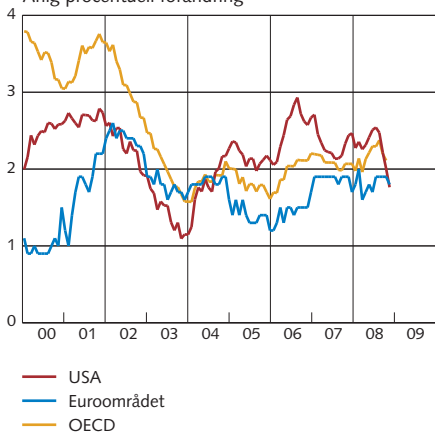
Inflationen har fallit i omvärlden, vilket främst förklaras av sjunkande energipriser. Exempelvis har oljepriset fallit från över 130 dollar per fat i genomsnitt under juli 2008 till cirka 44 dollar per fat i genomsnitt under januari.

**Diagram 77. Konsumentpriser**  
Årlig procentuell förändring



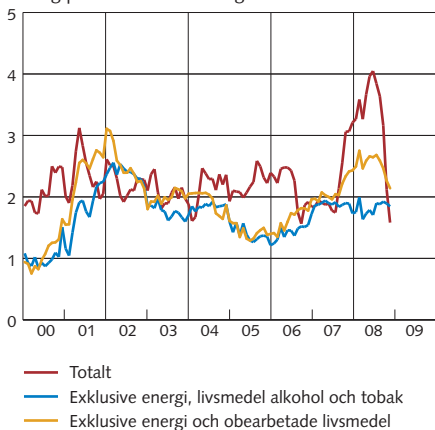
Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och OECD

**Diagram 78. KPI exklusive energi och livsmedel**  
Årlig procentuell förändring



Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och OECD

**Diagram 79. HIKP i euroområdet**  
Årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat

I USA föll den årliga KPI-inflationen från 1,1 procent i november till endast 0,1 procent i december. Kärninflationen mätt med KPI rensad från energi och livsmedel minskade däremot enbart med 0,2 procentenheter till 1,8 procent (se diagram 77 och 78). Även öknings-takten i den privata konsumtionsdeflatorn (rensad från energi och livsmedel) sjönk med 0,2 procentenheter till 1,7 procent i december.

I euroområdet föll HIKP-inflationen med 0,5 procentenheter till 1,6 procent i december, vilket är en betydligt snabbare inbromsning i inflationen än väntat i den penningpolitiska uppföljningen i december. Inflationen är nu på den lägsta nivån på över två år. Exklusive energi, livsmedel, alkohol och tobak minskade inflationen dock enbart med 0,1 procentenheter till 1,8 procent (se diagram 79). Enligt preliminära utfall för HIKP föll inflationen till 1,1 procent i januari.

Även i andra länder har inflationen avtagit. I Storbritannien föll inflationstakten i december med en procentenhet till 3,1 procent. I Norge sjönk inflationen till 2,1 procent i december jämfört med 3,2 procent i november. Däremot var den underliggande inflationen, mätt med KPI exklusive energi och indirekta skatter, i stort sett oförändrad. I Danmark föll inflationstakten i december tillbaka med 0,3 procentenheter till 2,4 procent. I Japan har inflationen fortsatt att falla och uppgick till 1,0 procent i november. Rensat för energi- och livsmedelspriser låg dock priserna stilla med en ökningstakt på 0 procent.

Sammantaget har inflationen fallit kraftigt i omvärlden (se diagram 77 och 78). Detta kan främst förklaras av fallande energipriser. Ökningen i konsumentprisindex rensat för energi är mer stabil.

### ■ ■ Flera kvartal med fallande BNP i Sverige

BNP i Sverige föll under både det andra och tredje kvartalet 2008. I likhet med i omvärlden har utfall och indikatorer för det fjärde kvartalet 2008 fortsatt att falla brant. Detta pekar på att tillväxten blir ännu svagare i slutet av 2008 och början av 2009 än tidigare beräknat.

Konjunkturinstitutets Barometerindikator som sammanfattar företagets och hushållens syn på svensk ekonomi visar att läget är "mycket svagare än normalt". Barometerindikatorn föll kraftigt under senare delen av 2008 och under varje månad det fjärde kvartalet nåddes nya bottenivåer för indikatorn (se diagram 80). Visserligen skedde en marginell återhämtning i januari, men från en mycket låg nivå. Konfidensindikatorerna i de flesta brancher inom näringslivet befinner sig på historiskt låga nivåer (se diagram 81). Även inköpschefsindex uppvisar en liknande bild. Sett över indexets 14-åriga historia har de senaste månadernas utfall varit på bottenivåer. Utrikeshandel och detaljhandeln till och med december, samt orderingen och industriproduktionen till och med november, tyder också på en mer negativ utveckling under det fjärde kvartalet, även jämfört med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i december.

Riksbankens företagsundersökning visar på en utbredd pessimism bland de intervjuade företagen (se fördjupningen "Riksbankens företagsintervjuer i december 2008 - januari 2009" i denna rapport). Flera företag uppger att man aldrig tidigare varit med om ett så utbrett "stopp" som det som inträffat under de sista månaderna 2008. Förutom att drabbas av en svagare efterfrågan anser också företagen att de drabbas av finansiella restriktioner. Tillgången på extern finansiering (bland annat banklån) uppges ha blivit sämre det senaste kvartalet.

BNP-prognosen för det fjärde kvartalet reviderades ned relativt kraftigt i den penningpolitiska uppföljningen i december. Indikatorerna har under slutet av 2008 blivit ännu svagare än väntat, vilket motiverar ytterligare en kraftig nedrevidering av tillväxten under det fjärde kvartalet (se diagram 18). Det är svårt att se tecken på någon snabb återhämtning, även om utvecklingen på de finansiella marknaderna förbättrats jämfört med den extrema situation som rådde under hösten. Prognosen för BNP-tillväxten det första kvartalet 2009 revideras därför också ned. Sammantaget väntas BNP ha fallit med ungefär 4 procent i uppräknad årstakt det fjärde kvartalet 2008 och falla med drygt 2 procent det första kvartalet 2009.

### ■ ■ Hushållens konsumtion faller

Hushållens konsumtion minskade med 0,2 procent tredje kvartalet 2008 jämfört med motsvarande period 2007 (se diagram 82). En anledning till den svaga utvecklingen var att inköp av fordon och drivmedel gav ett negativt bidrag till konsumtionsutvecklingen. Även konsumtionen av detaljhandelsvaror dämpades under tredje kvartalet.

Den konjunktur känsliga bilförsäljningen har fortsatt att falla under slutet av 2008 och inledningen av 2009. Utfallen för detaljhandels omsättning, till och med december, visar på en fortsatt dämpad utveckling av konsumtionen av detaljhandelsvaror. Sällanköpsvaruhandeln minskade i december jämfört med motsvarande period 2007 och uppvisade den svagaste utvecklingen på över 14 år.

Flera faktorer har bidragit till den svaga utvecklingen av konsumtionen. Bland annat har läget på arbetsmarknaden försämrats. Detta tillsammans med en allmän osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen leder till att hushållen sparar en allt större del av sina inkomster. Dessutom har hushållens förmögenhet minskat till följd av sjunkande börskurser samtidigt som bostadspriserna dämpats (se diagram 83).

Det framgår tydligt av Konjunkturinstitutets hushållsbarometer att hushållen är fortsatt pessimistiska både om den ekonomiska utvecklingen för Sverige som helhet och om den egna ekonomin (se diagram 84). Konfidensindikatorn (CCI) steg visserligen för tredje månaden i rad i januari men ligger fortfarande på en mycket låg nivå. Nedgången i bostadsräntorna har troligen bidragit till uppgången. I förhållande till bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i december har indikatorerna för hushållens konsumtion blivit något svagare än väntat.

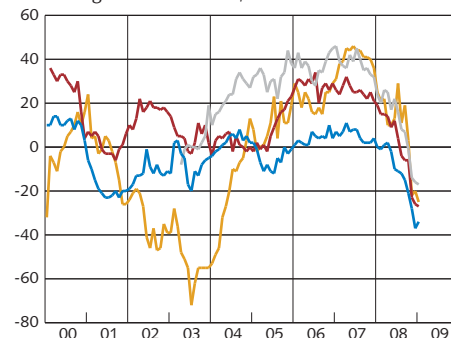
Diagram 80. Barometerindikator



— Barometerindikatorn  
 ..... Medelvärde (+/- en standardavvikelse)

Källa: Konjunkturinstitutet

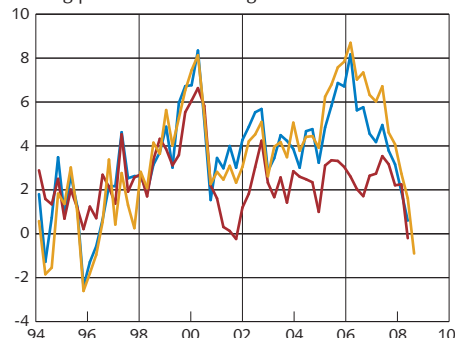
Diagram 81. Konfidensindikatorer för näringslivet  
 Säsongsrensade netttotal, månadsdata



— Detaljhandel  
 — Tillverkningsindustrin  
 — Byggindustrin  
 — Privata tjänstenäringsar

Källa: Konjunkturinstitutet

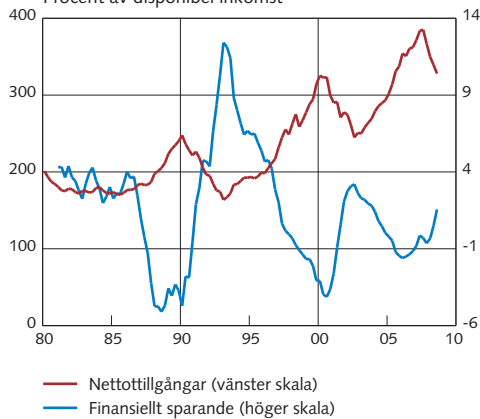
Diagram 82. Detaljhandelns omsättning och hushållens konsumtion  
 Årlig procentuell förändring



— Hushållens totala konsumtion  
 — Hushållens konsumtion av detaljhandelsvaror  
 — Detaljhandelns omsättning

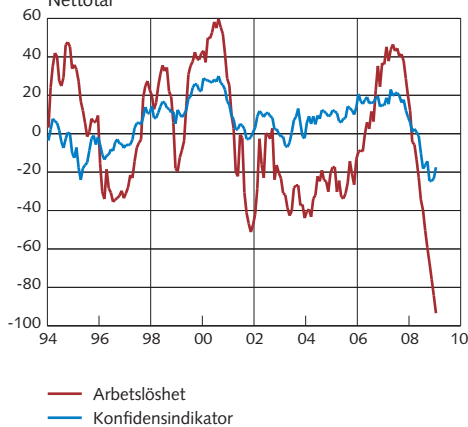
Anm. Ej kalenderkorrigerade värden.

Källa: SCB

**Diagram 83. Hushållens förmögenhet och sparande**  
Procent av disponibel inkomst

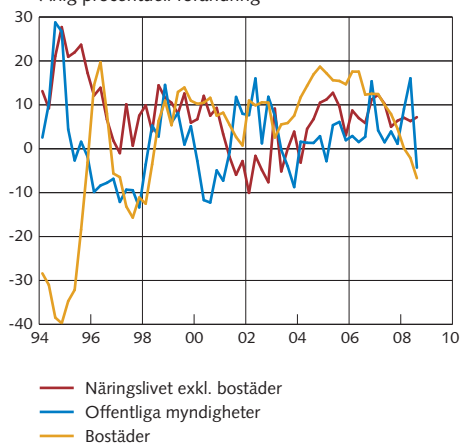
Anm. Finansiell förmögenhet utgörs av finansiella tillgångar, bostadsrätter och småhus - skulder. Finansiellt sparande beräknas exklusive tjänste- och premiepensioner.

Källa: SCB

**Diagram 84. Hushållens förväntningar om framtiden**  
Nettotal

Anm. Arbetslösheten definieras här som andelen hushåll som tror på fallande arbetslöshet minus andelen som tror på stigande arbetslöshet.

Källa: Konjunkturinstitutet

**Diagram 85. Fasta bruttoinvesteringar**  
Årlig procentuell förändring

Källa: SCB

Sammanlagt väntas svaga indikatorer, en allt trögare arbetsmarknad och minskade förmögenheter hos hushållen innebära att hushållens konsumtion fortsätter att falla den närmaste tiden.

### ■ ■ Den offentliga konsumtionen ökar

Den offentliga konsumtionen ökade med 1,2 procent under de tre första kvartalen 2008 jämfört med motsvarande period 2007. Under det tredje kvartalet 2008 ökade den offentliga konsumtionen kraftigt, vilket främst förklaras av tandvårdsreformen som medfört ökade offentliga utgifter. Prognosen för den offentliga konsumtionen är oförändrad 2009 jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i december.

### ■ ■ Fallande investeringar

Investeringsstillväxten (årlig förändring) i den svenska ekonomin har avtagit och investeringarna väntas minska både det sista kvartalet 2008 och det första kvartalet 2009. Hittills är det framförallt bostadsinvesteringarna som har minskat (se diagram 85). Mycket tyder på att utvecklingen de kommande kvartalen också kommer att bli svag. Visserligen möter nu låntagarna väsentligt lägre räntor än vad som var fallet under hösten (se diagram 61), men situationen är fortsatt pressad för många företag. Exempelvis byggindustrin rapporterar fallande efterfrågan på nyproducerade lägenheter. Det återinförda ROT-avdraget bedöms emellertid bidra till en något starkare utveckling av ombyggnationerna framöver.

Det svagare konjunkturläget väntas leda till en minskning i näringslivets investeringar, vilket är normalt då efterfrågan och produktionen viker. Kapacitetsutnyttjandet i industrin har fallit kraftigt under det andra halvåret 2008 (se diagram 86). Många företag uppger nu också att de har finansieringsproblem och därför tvingas skjuta upp sina investeringar. De offentliga investeringarna väntas däremot öka till följd av statliga satsningar på infrastruktur. Prognosen för totala investeringar har justerats ned både det fjärde kvartalet 2008 och det första kvartalet 2009.

### ■ ■ Fallande export och import

Månatlig statistik över utrikeshandel med varor till och med december tyder på en mycket kraftig inbromsning av både exporten och importen. Nedgången i varuexporten det fjärde kvartalet 2008 är den största som uppmätts ett enskilt kvartal sedan 1980 (se diagram 87). Den svaga internationella utvecklingen har gett ett snabbt genomslag på svensk export. Sveriges export består till en betydande del av produkter som har drabbats extra hårt i denna lågkonjunktur, exempelvis motorfordon.

Indikatorer för exportorderingsgången tyder också på brant fall överlag framöver (se diagram 88). Under hösten försvagades dock

kronan kraftigt (se diagram 22). Detta bidrar till att stärka svenska företags konkurrenskraft på exportmarknaderna och i viss mån dämpa nedgången i exporten. Sammantaget är prognoserna för export och import kraftigt nedjusterade det fjärde kvartalet 2008. Bedömningen för det första kvartalet 2009 innebär också en nedrevidering för såväl export som import jämfört med prognoserna i den penningpolitiska uppföljningen i december.

### ■ ■ De offentliga finanserna är starka men försvagas snabbt

Den offentliga sektorns finansiella sparande är fortfarande högt i ett historiskt perspektiv (se diagram 89). Månadsutfall för statsbudgeten till och med december tyder på stora överskott i det offentliga sparandet 2008. En försvagad arbetsmarknad och lägre reavinstskatter till följd av fallande börskurser samt lägre företagsvinster väntas dock dämpa inkomsterna snabbt framöver. Jämfört med bedömningen i december är prognosen för det offentliga finansiella sparandet 2008 något nedreviderad.

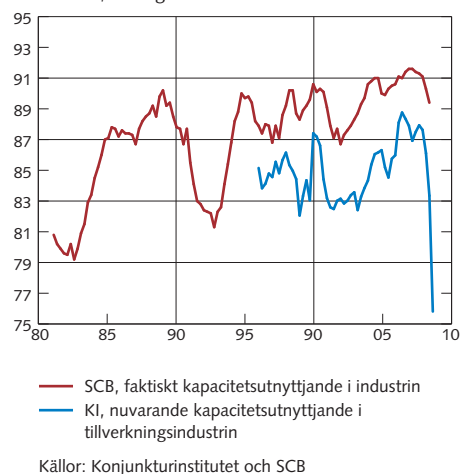
Sedan den penningpolitiska uppföljningen i december har regeringen presenterat ett antal finanspolitiska stimulansåtgärder. I en proposition från januari 2009 presenterades bland annat två stimulanspaket. Det ena handlar om att stärka förutsättningarna för svensk fordonsindustri men det bedöms inte påverka det finansiella sparandet mer än marginellt, eftersom det främst handlar om lånegarantier. Däremot omfattar det så kallade arbetsmarknadspaketet åtgärder som beräknas försämra det finansiella sparandet med cirka 8 miljarder kronor 2009. Riksbanken antog i den senaste penningpolitiska uppföljningen i december att regeringen skulle annonsera ytterligare 15 miljarder kronor till efterfrågestimulerande åtgärder 2009 utöver de som regeringen presenterade i budgetpropositionen för 2009. Den bedömningen kvarstår och nu har alltså drygt hälften av detta annonserats.

### ■ ■ Arbetsmarknadsläget försämras

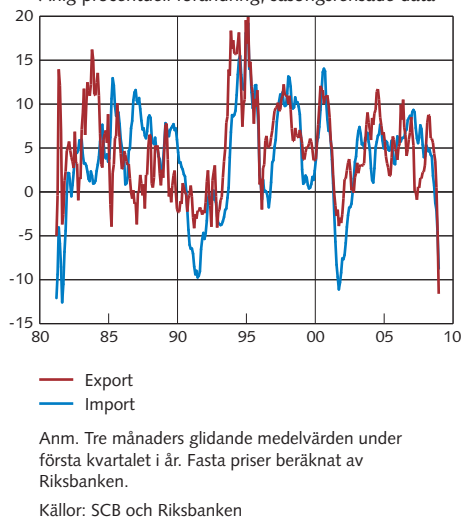
Under tredje kvartalet 2008 började sysselsättningen falla för första gången sedan 2004. Sysselsättningen föll ytterligare det fjärde kvartalet jämfört med kvartalet innan. Jämfört med motsvarande period året innan ökade antalet sysselsatta (15-74 år) enligt AKU med 5 300 personer, eller 0,1 procent. Samtidigt ökade antalet personer i arbetskraften med 39 200 personer, eller 0,8 procent, vilket innebär att antalet arbetslösa ökade med 33 900 personer (se diagram 25 och 27). I förhållande till bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i december har antalet sysselsatta utvecklats i linje med prognos medan antalet arbetslösa har blivit något högre.

Arbetsmarknadsindikatorer visar tydligt att arbetsmarknaden nu försvagas snabbt. Antalet personer som varslats om uppsägning har

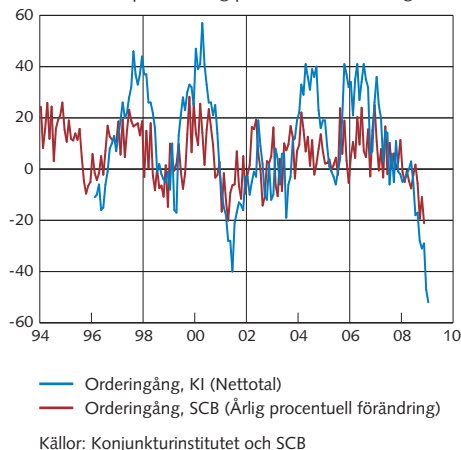
**Diagram 86. Industrins kapacitetsutnyttjande**  
Procent, säsongsrensade data



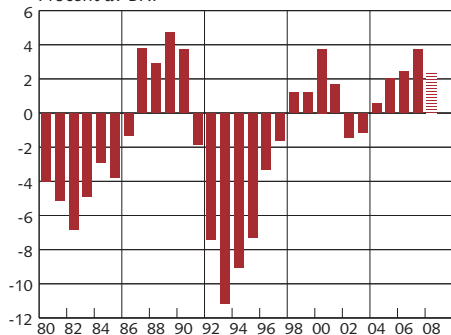
**Diagram 87. Utrikeshandel med varor i fasta priser**  
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data



**Diagram 88. Exportordergång**  
Nettotal respektive årlig procentuell förändring

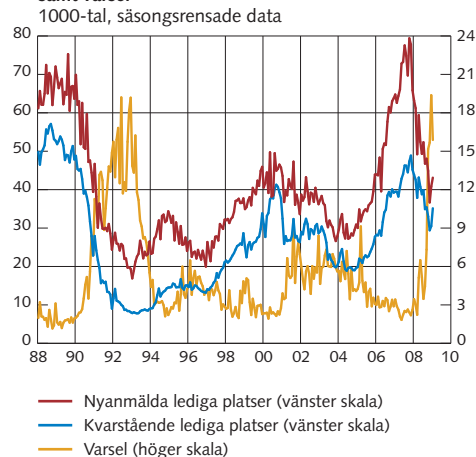




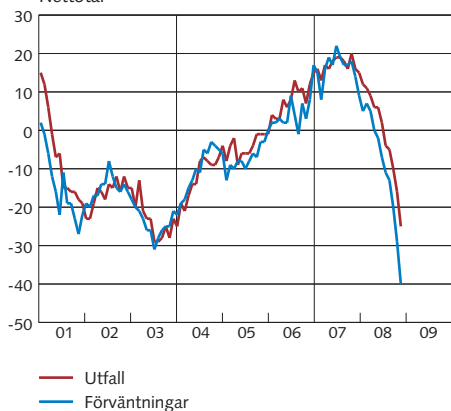
**Diagram 89. Offentligt finansiellt sparande**  
Procent av BNP

Anm. Streckad stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 90. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel**  
1000-tal, säsongrensade data

Källa: Arbetsförmedlingen

**Diagram 91. Anställda i näringslivet enligt Konjunkturbarometern**  
Nettotal

Källa: Konjunkturinstitutet

ökat snabbt de senaste månaderna (se diagram 90). Under december varslades nästan 18 000 personer om uppsägning, vilket innebär att sammantaget nästan 60 000 personer varslades det fjärde kvartalet 2008. Den svaga utvecklingen fortsatte i januari då drygt 17 000 personer varslades. Detta är de högsta siffrorna sedan slutet av 1992. Samtidigt fortsätter antalet nyanmälda lediga platser att minska.

Företagens planer för de närmaste månaderna tyder på fortsatta nedskärningar av personal (se diagram 91). SCB:s konjunkturstatistik över vakanser visar att rekryteringarna i näringslivet fortsatte avta under tredje kvartalet och andelen företag med brist på arbetskraft har minskat snabbt enligt Konjunkturbarometern (se diagram 92).

Sammantaget tyder utfall och arbetsmarknadsindikatorer på att försvagningen av arbetsmarknaden blir kraftigare än bedömningen som gjordes i den penningpolitiska uppföljningen. Prognoserna för arbetskraft och sysselsättning det första kvartalet 2009 är därför nedreviderade och arbetslösheten bedöms bli högre. Arbetslösheten förväntas stiga snabbt till 7,3 procent (säsongrensats), vilket är 0,5 procentenheter högre än prognosen som gjordes i december. Även prognosen för arbetade timmar har justerats ned både det sista kvartalet 2008 och det första kvartalet 2009.

### ■ ■ Två år av fallande arbetsproduktivitet

Arbetsproduktiviteten har fallit i den svenska ekonomin under sju kvartal i följd. Detta är en osedvanligt lång period av fallande produktivitet. År 2007 föll produktiviteten med 0,8 procent och 2008 bedöms den ha minskat med 0,7 procent (se diagram 29).

Produktiviteten har gått från att vara överraskande stark till att bli överraskande svag under de två senaste åren. Under åren 2002-2006, då produktivitetstillväxten var som högst, var ökningstakten i genomsnitt 3,4 procent per år. Det är normalt att tillväxten i arbetsproduktiviteten avtar i en konjunkturavmattning. Detta avspeglar att företagens arbetsstyrka och arbetade timmar anpassas senare än produktionen vid förändringar i konjunkturer. En nedgång i produktivitet från tidigare starka tillväxttal har därmed delvis varit väntad, givet normala konjunkturmönster. Men nedgången under de två senaste åren har varit överraskande stark och långvarig.

När konjunkturedgången fortsätter är det sannolikt att arbetsproduktiviteten återhämtar sig. På kort sikt tyder dock indikatorer för BNP och sysselsatta på att produktiviteten fortsätter att falla. Produktivetsprognosen för det sista kvartalet 2008 och det inledande kvartalet 2009 är nedreviderad jämfört med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i december.

### ■ ■ Resursutnyttjandet faller snabbt

För att bedöma resursutnyttjandet i ekonomin följs utvecklingen för ett stort antal indikatorer.

Sysselsättningsgraden minskade det tredje och fjärde kvartalet 2008, efter en lång period av stark sysselsättningstillväxt. Samtidigt

började arbetslösheten att stiga (se diagram 26 och 27). Indikatorer på arbetsmarknadsläget, såsom fallande antal lediga platser och snabbt stigande varsel om uppsägning, pekar tydligt på en fortsatt snabb försämring.

Andra indikatorer som mer speglar resursutnyttjandet inom företagen pekar också på att det har fallit snabbt och är betydligt lägre än normalt under första kvartalet 2009. Till exempel har andelen företag som rapporterar brist på arbetskraft minskat kraftigt och är i nuläget nära noll (se diagram 92). Störst är minskningen inom byggbranschen. Under fjärde kvartalet 2008 föll bristen på arbetskraft i hela näringslivet ytterligare och är nu lägre än genomsnittet sedan 1996 då mätningarna började.

Kapacitetsutnyttjandet inom industrin som toppade på en historiskt sett mycket hög nivå under 2007 har fallit brant under tredje och fjärde kvartalet 2008 (se diagram 86). Även andelen företag inom tjänstebranscherna som utnyttjar resurserna fullt ut har minskat (se diagram 93).

BNP:s avvikelse från trend har också sjunkit kraftigt och bedöms vara negativ sedan fjärde kvartalet 2008. Sysselsättnings- och arbetade timmars avvikelse från trend har också fallit snabbt, men är fortfarande positiva (se diagram 30).

Sammantaget ger samtliga indikatorer en samstämmig bild av att resursutnyttjandet faller mycket snabbt och fortsätter göra det framöver. Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet under det första kvartalet 2009 är lägre än normalt.

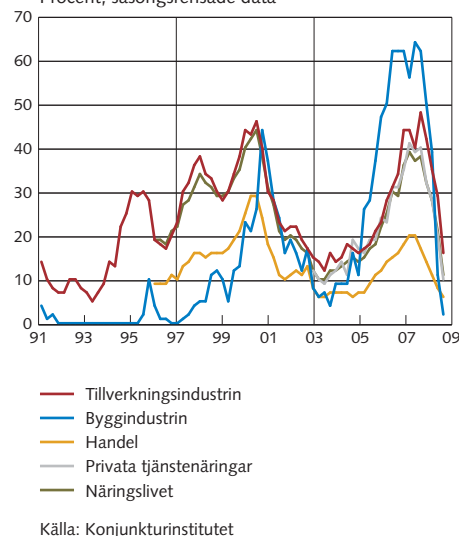
## ■ ■ Hög löneökningstakt 2008

De senaste årens stigande resursutnyttjande på arbetsmarknaden bidrog till en relativt hög löneökningstakt under 2008. Enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet steg lönerna i hela ekonomin med 3,3 procent 2007. Under de första 11 månaderna 2008 steg lönerna i hela ekonomin med preliminära 4,2 procent. Den preliminära löneökningstakten var högst i primärkommunerna, cirka 5,1 procent, och lägst i den finansiella sektorn, cirka 3,1 procent.

Den påtagligt minskade bristen på arbetskraft inom industrin och byggsektorn syns ännu inte i lönestatistiken. Lönerna ökade med cirka 4,5 procent i dessa sektorer under de första 11 månaderna 2008 (se diagram 94). Den offentliga sektorns löner har i genomsnitt ökat ungefär 0,5 procentenheter snabbare än näringslivets löner. Det saknas dessutom en del retroaktiva löneutbetalningar i statistiken.<sup>10</sup> I till exempel staten förväntas fortfarande retroaktiva löneutbetalningar för framförallt det sista kvartalet 2008.

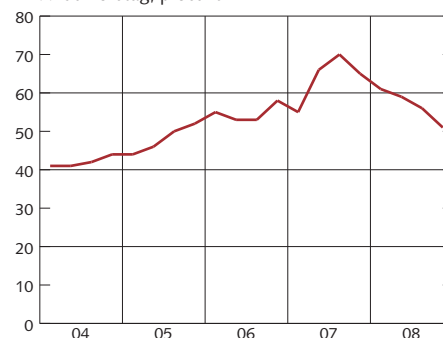
En orsak till den högre löneökningstakten under 2008 jämfört med åren innan är att de centralt avtalade löneökningarna blev högre än under tidigare år. Detta har sannolikt bidragit till att

Diagram 92. Andel företag med brist på arbetskraft  
Procent, säsongrensade data



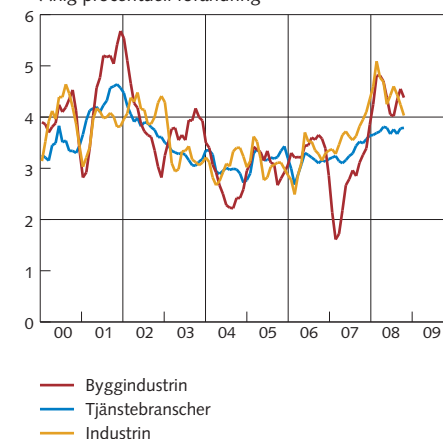
Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 93. Fullt utnyttjande av företagens resurser, privata tjänstenärings  
Andel företag, procent



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 94. Löner i näringslivet  
Årlig procentuell förändring



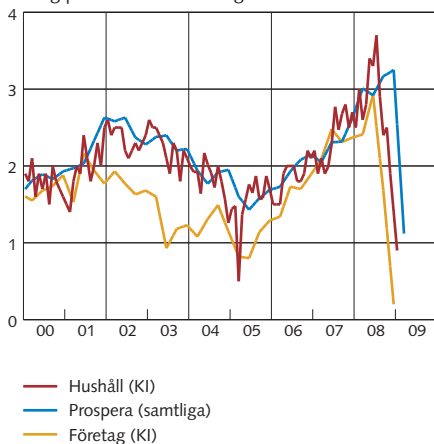
Anm. Tre månaders glidande medelvärde.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

<sup>10</sup> I konjunkturlönestatistiken förs retroaktiva löneutbetalningar löpande in under 12 månaders tid. Under perioden 2001-2007 utgjorde de retroaktiva utbetalningarna i genomsnitt cirka 0,6 procentenheter av det genomsnittliga definitiva löneutfallet på 3,5 procent.

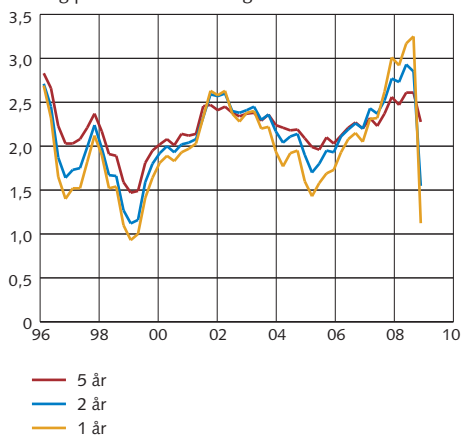


**Diagram 95. Inflationförväntningar på ett års sikt**  
Årlig procentuell förändring



Källor: Konjunkturinstitutet och Prospera Research AB

**Diagram 96. Inflationförväntningar på 1, 2 och 5 års sikt**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Samtliga aktörer

Källa: Prospera Research AB

löneökningarna utöver centrala avtal under de första 11 månaderna av 2008 varit låga i vissa sektorer, till exempel i handeln, hotell och restauranger, samt i den finansiella sektorn.

Sammantaget bedöms löneökningstakten ha varit 4,3 procent 2008, vilket är något högre än bedömningen som gjordes i den penningpolitiska uppföljningen i december. De förhållandevis höga centralt avtalade löneökningarna ger en långsammare anpassning neråt av lönerna i början av 2009 än vad som annars skulle kunna motiveras av det snabbt försämrade arbetsmarknadsläget.

### ■ ■ Enhetsarbetskostnaderna ökade starkt under 2008

Timlönerna i hela ekonomin enligt nationalräkenskaperna ökade med nästan 5 procent under de tre första kvartalen 2008.<sup>11</sup> Däremot ökade arbetskostnaderna per timme, som även inkluderar arbetsgivaravgifter, enbart med drygt 3,9 procent under motsvarande period. Detta beror på att arbetsgivaravgifterna minskade, vilket delvis förklaras av att ITP-premien i avtalsförsäkringarna för tjänstemän i näringslivet reducerades under 2008. Men även finanspolitiska åtgärder som sänkta arbetsgivar- och egenavgifter för 18-24-åringar samt slopade egenavgifter för vissa äldre bidrog till sänkningen av arbetsgivaravgifterna.

Den svaga utvecklingen av arbetsproduktiviteten har bidragit till en hög ökningstakt av enhetsarbetskostnaderna under 2007 och 2008. Enhetsarbetskostnaderna bedöms ha ökat med 4,7 procent under 2008. Detta är marginellt högre än den bedömning som gjordes i december, vilket främst beror på lägre produktivitet.

### ■ ■ Lägre inflationförväntningar

Hushållens inflationförväntningar på ett års sikt, såsom de mäts i Konjunkturinstitutets hushållsbarometer har fortsatt att falla. Förväntningarna uppgick till 0,9 procent i januari 2009. Detta är en nedgång från 1,4 procent i december och 1,9 procent i november 2008 (se diagram 95). Motsvarande siffra för företagen uppgick till 0,2 procent i januari 2009.

Enligt Prosperas undersökning sjönk inflationförväntningarna i januari jämfört med föregående mättillfälle i oktober. Inflationen väntas på ett års sikt uppgå till 1,1 procent. Det är en rejäl minskning jämfört med den tidigare undersökningen där förväntningarna på inflationen inom ett år låg på 3,2 procent. Enligt den senaste undersökningen förväntas inflationen om två och fem år ligga på 1,5 respektive 2,3 procent. I den förra enkäten väntades en inflation på 2,8 procent om två år och 2,6 procent om fem år (se diagram 96).

Den så kallade break even-inflationen, det vill säga skillnaden

<sup>11</sup> Det finns flera skäl till att löneökningstakten enligt nationalräkenskaperna skiljer sig från den enligt Medlingsinstitutets konjunkturlönestatistik. Ett skäl är att lönebegreppet är vidare i nationalräkenskaperna. Förutom lön för arbetad tid ingår till exempel också bonusar, avgångsvederlag, löneförmåner, sjuklön och ett estimat på svarta löner. Ett annat skäl är att i konjunkturlönestatistiken periodiseras retroaktiva löneutbetalningar till den tidpunkt då lönen tjänades in. I nationalräkenskaperna redovisas istället utbetalda lönesummor.

mellan räntor på nominella och reala obligationer med samma löptid, har fallit markant den senaste tiden. Break even-inflationen beräknad på 5-årsräntor i Sverige ligger för närvarande på strax över 0,5 procent. Break even-inflationen i USA beräknad på räntor med samma löptid har avtagit kraftigt sedan Federal Reserves stora räntesänkning. På grund av rådande kris på de finansiella marknaderna bör dock denna typ av mått tolkas med stor försiktighet.

### ■ ■ Inflationen faller kraftigt

Under 2008 steg KPI fram till och med september och toppade på 4,4 procent. Sedan den penningpolitiska uppföljningen har utfall för november och december publicerats. Ökningstakten i KPI har fallit kraftigt under de senaste månaderna. Den snabba nedgången förklaras till stor del av att bostadsräntorna och energipriserna fallit.

Den årliga ökningstakten i KPI uppgick i december till 0,9 procent, vilket var en nedgång från 2,5 procent i november. Utfallet i november var i linje med Riksbankens senaste prognos medan utfallet för december var 1 procentenhet lägre än förväntat (se diagram 34). Orsaken till prognosavvikelsen var främst ett oväntat stort negativt bidrag från räntekostnadskomponenten i KPI. Bostadsräntorna föll oväntat mycket i förhållande till reporäntan. Även bensinpriserna föll snabbare än väntat.

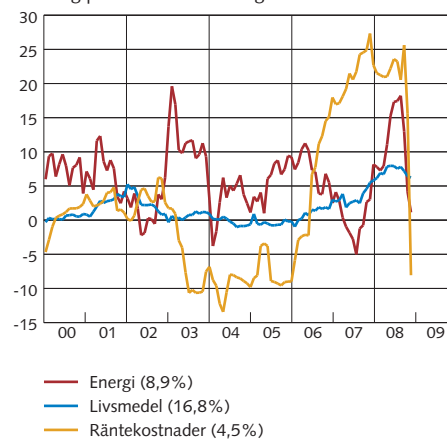
Den årliga ökningstakten i KPIF, där bostadsräntorna hålls konstanta, uppgick till 1,6 procent i december (se diagram 35). Även ökningstakten i KPIF har fallit under de senaste månaderna men inte lika kraftigt som ökningstakten i KPI eftersom de fallande bostadsräntorna inte har någon direkt effekt på KPIF.

Hushållens räntekostnader föll med cirka 8 procent i december 2008 jämfört med samma månad året innan (se diagram 97). I Riksbankens prognos från december förväntades skillnaden mellan nivån på den uppmätta boräntan i KPI och nivån på reporäntan gradvis falla till mer normala nivåer, jämfört med de nivåer som gällde under hösten. Riksbankens räntesänkning med 1,75 procentenheter i december har emellertid följts av snabbt fallande rörliga bostadsräntor. I många fall har bostadsräntorna till och med fallit mer än 1,75 procentenheter sedan i december. Skillnaden mellan nivån på den uppmätta boräntan i KPI och nivån på reporäntan har därmed minskat mer än förväntat under de senaste månaderna.

Energipriserna steg med i genomsnitt cirka 1,4 procent i december 2008 jämfört med motsvarande månad året tidigare. Priserna på oljeprodukter (drivmedel och villaolja) föll med cirka 12 procent medan elpriserna ökade med cirka 16 procent jämfört med december året innan.

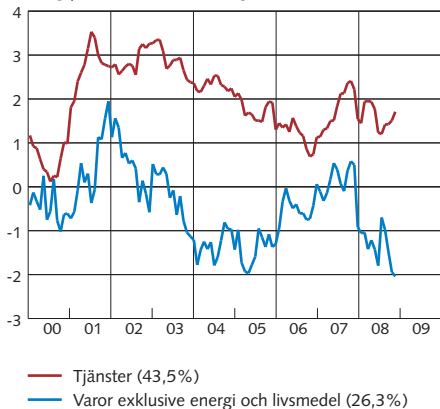
Oljepriserna har fallit kraftigt på världsmarknaden under det senaste året. Oljepriset uppgick till cirka 44 dollar per fat i genomsnitt

Diagram 97. Livsmedel, energi och räntekostnader i KPI  
Årlig procentuell förändring



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

**Diagram 98. Varu- och tjänstepriser i KPI**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges respektive komponents vikt i KPI.

Källa: SCB

under januari efter att ha toppat på över 140 dollar per fat i somras. Även terminspriserna på olja, som ligger till grund för prognosen, har fallit (se diagram 11). Jämfört med i december ligger terminspriserna på olja cirka 15 procent lägre under prognosperioden, uttryckt i dollar. Eftersom kronan har försvagats mot dollarn sedan i december är dock nedgången i kronor inte lika stor. Den årliga procentuella förändringen av priserna på drivmedel i KPI väntas falla snabbt under de närmsta månaderna när den nuvarande nivån på priserna jämförs med de höga nivåer som rådde under förra året.

Elpriserna har fallit på elbörsen Nordpool under det senaste året vilket dock ännu inte hunnit få fullt genomslag i konsumentledet där elpriserna fortfarande stiger, mätt i årlig procentuell förändring. Elpriserna väntas dock börja falla även i konsumentledet under de närmsta månaderna.

Priserna på övriga råvaror (metaller, livsmedel och övriga jordbruksråvaror) har fallit kraftigt sedan i somras även om viss uppgång har skett sedan i december (se diagram 12).

Priserna på övriga varor och tjänster i KPI fortsätter att öka långsamt (se diagram 98). Rensat för hushållens räntekostnader samt energi- och livsmedelspriserna ökade KPI med endast cirka 0,3 procent i december 2008, jämfört med samma månad 2007. Tjänstepriserna ökade med cirka 1,7 procent och övriga varupriser föll med cirka 2 procent jämfört med för ett år sedan.

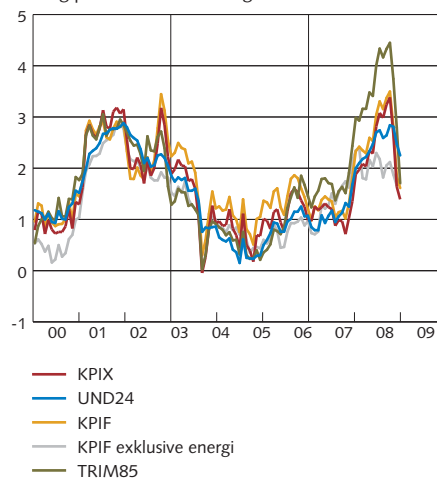
Jämfört med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen väntas den årliga ökningstakten i KPI nu bli betydligt lägre under de närmsta månaderna. KPI väntas öka med i genomsnitt 0,5 procent under första kvartalet 2009 vilket är en nedrevidering från 2,1 i föregående prognos. Den viktigaste förklaringen till detta är lägre bostadsräntor. Ökningstakten i KPIF, där bostadsräntorna hålls konstanta, väntas uppgå till i genomsnitt 2,0 procent under första kvartalet, vilket är en nedrevidering från 2,2 procent i föregående bedömning. Lägre energipriser bidrar till att ökningstakten i KPIF är nedreviderad på kort sikt. KPIF exklusive energi väntas uppgå till i genomsnitt 2,1 procent under första kvartalet, vilket är en nedrevidering med 0,2 procentenheter jämfört med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i december.

### ■ ■ Den trendmässiga uppgången i inflationen i Sverige har brutits

Inflationen har stigit trendmässigt i Sverige under de senaste åren vilket sammanfaller med att resursutnyttjandet och kostnadstrycket steg i Sverige såväl som i omvärlden. Utvecklingen har framförallt drivits av stigande råvaru- och energipriser. Under de senaste månaderna har denna trend brutits.

Riksbanken följer ett antal alternativa mått på inflation. Syftet med dessa mått är att försöka urskilja den gemensamma trendmässiga förändringen i den allmänna prisnivån. En vanlig metod är att rensa bort de varor och tjänster från KPI vars priser varierar kraftigt på grund av faktorer som oftast bedöms vara av tillfällig karaktär. Oljeprodukter, el och vissa livsmedel tillhör denna kategori. 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 99 visas några olika mått på den underliggande inflationen. Trenden i dessa har varit uppåtgående sedan mitten av 2005 fram till i slutet av 2008 då samtliga mått vände nedåt.

Diagram 99. Olika mått på underliggande inflation  
Årlig procentuell förändring



Anm. TRIM85 och UND 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

## ■ Penningpolitiska alternativ vid finansiell kris och oro för deflation

Det finns andra sätt för en centralbank att påverka ekonomin än med styrräntan. Centralbanken kan använda sig av verktyg som påverkar längre räntor, riskpremier och inflationsförväntningar. Om en centralbank hamnar i ett läge där den måste sätta styrräntan till noll finns det därför andra medel att ta till. I den akademiska litteraturen finns ett antal förslag på åtgärder som kan vidtas. En del har prövats i praktiken, bland annat i Japan och USA.

Riksbanken bedriver en flexibel inflationsmålspolitik som syftar till att stabilisera inflationen runt inflationsmålet men också till att stabilisera realekonomin. Reporäntan och de förväntningar om framtida reporäntor som Riksbankens intentioner (uttryckta bland annat i reporäntebanan) ger upphov till påverkar marknadsräntor som sedan påverkar aggregerad efterfrågan och inflation.

Under den finansiella krisen har de finansiella marknadernas funktionssätt försämrats vilket både har påverkat transmissionsmekanismen från reporäntan till inflation och realekonomi och medfört risker för den finansiella stabiliteten. För att förbättra de finansiella marknadernas funktionssätt har Riksbanken i likhet med många andra centralbanker vidtagit ett antal speciella åtgärder.<sup>12</sup>

Riksbanken har också, i likhet med många andra centralbanker världen över, sänkt styrräntan i en relativt snabb takt. Styrräntan är nu nära noll i flera länder. I USA sänktes styrräntan i december till ett intervall mellan 0-0,25 procent, i Schweiz ligger den på 0,5 procent och i Japan är den satt till 0,1 procent.

Det finns ett antal verktyg en centralbank kan använda sig av för att stimulera ekonomin i en situation där styrräntan ligger nära noll och inte kan sänkas så mycket mer eller när penningpolitikens transmissionsmekanism inte fungerar som vanligt.

### Vad är problemet när styrräntan är nära noll och vad kan man göra?

Efterfrågan i ekonomin påverkas av den reala räntan, det vill säga den nominella räntan minus förväntad inflation. När Riksbanken sänker reporäntan faller normalt också den reala reporäntan eftersom inflationsförväntningarna i normalfallet är trögörliga. I ett läge med mycket svag realekonomi och låg inflation kan det behövas en låg och kanske till och med negativ realränta för att stimulera realekonomin. Även om styrräntan sätts till noll kan realräntan bli för hög för att uppnå önskvärd stimulans av realekonomin. I en sådan situation står alltså penningpolitiken inför en bindande nollränterestriktion och andra verktyg behöver tillgripas.

Läget kan vara än mer problematiskt om den svaga realekonomin sammanfaller med en finansiell kris. Då kan nämligen spreaden, skillnaden mellan de marknadsräntor som hushåll och företag möter

<sup>12</sup> För en lista över Riksbankens åtgärder, se Riksbankens hemsida [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se), under rubriken Finansiell stabilitet\Finansiell oro – Vad gör Riksbanken?

och styrräntan, bli särskilt stor.<sup>13</sup> Detta följer av att marknadsräntan pressas upp av spreadar som består av diverse riskpremier. Marknadsräntorna förblir då positiva även om styrräntan är noll, och realräntan blir ännu högre i förhållande till vad som är önskvärt för att stimulera realekonomin.

Lite förenklat kan den reala marknadsräntan skrivas som:

$$\text{Real marknadsränta} = \text{Styrränta} + \text{spread} - \text{förväntad inflation} \quad (1)$$

Även om styrräntan sänkts till noll eller nära noll kan den reala marknadsräntan bli för hög. Positiva spreadar kan exempelvis bidra till att realräntan blir för hög. Realräntan kan också bli för hög om inflationsförväntningarna är för låga. Särskilt ogynnsamt är det om förväntningar om deflation, dvs. negativ inflation uppstår. De åtgärder som en centralbank kan använda sig av för att sänka realräntan när styrräntan redan är noll kan alltså i princip delas in i två kategorier: de som påverkar inflationsförväntningarna och de som påverkar spreadarna. De senare sammanfaller i hög grad med åtgärder som vidtas för att förbättra de finansiella marknadernas funktions sätt.

### Riksbankens penningpolitiska ramverk och inflationsförväntningarna

Centralbankens mål och kommunikation påverkar förväntningarna om inflation och räntor och spelar därför alltid en viktig roll. Ett trovärdigt och siffersatt inflationsmål bidrar till att inflationsförväntningarna inte blir för låga. Genom att publicera en väl underbyggd prognos för inflationen och styrräntan kan centralbanken påverka förväntningarna om inflation och framtida styrräntor. Därmed kan centralbanken också visa vilken real styrränta som leder till att inflationsmålet uppnås och realekonomin stabiliseras. Centralbankens prognoser utgör alltså centrala verktyg för att påverka inflationsförväntningarna. Centralbanker som – i likhet med Riksbanken – har ett väl etablerat siffersatt inflationsmål kan därför ha lättare att skapa trovärdighet för sin politik. Riksbanken står därför väl rustad med sin nuvarande utformning av penningpolitiken när det gäller möjligheterna att motverka alltför höga realräntor och för låg inflation.

### Andra sätt att påverka inflationsförväntningarna

I den akademiska litteraturen diskuteras alternativa sätt att påverka inflationsförväntningarna. Till exempel diskuteras möjligheten att införa ett prisnivåmål, det vill säga en målsatt bana för den framtida prisnivån. Om prisnivåmålet är trovärdigt kommer de långsiktiga inflationsförväntningarna att vara stabila även om låg inflation eller deflation förväntas på kort sikt. Ett prisnivåmål kan ses som ett genomsnittligt inflationsmål för en längre tidsperiod, till exempel några år.

<sup>13</sup> För mer information om spreadar och riskpremier, se fördjupningen "Den finansiella krisen och penningpolitikens effekter" i denna rapport.

Ett annat sätt att hålla uppe inflationsförväntningarna och som också diskuterats i litteraturen skulle kunna vara att hålla valutakursen fast på en låg nivå tills ett prisnivåmål eller inflationsmål uppfyllts och sedan låta den flyta igen.<sup>14</sup> Om flera länder samtidigt har en bindande nollränterestriktion kan de dock inte alla samtidigt hålla en låg valutakurs mot varandra. I en sådan situation behövs alltså en gemensam diskussion om ländernas penning- och valutapolitik.

### En centralbank kan påverka längre räntor och spreadar

En centralbank styr normalt de allra kortaste räntorna i ekonomin. Det finns dock många olika räntor och en centralbank har i princip möjlighet att påverka alla dessa. Det kan man göra genom att köpa eller sälja statspapper eller andra värdepapper med längre löptid. I en situation där styrräntan är satt till noll kan centralbanken därför vid behov påverka längre räntor i nedåtgående riktning. Man kan också försöka påverka förväntningarna på den framtida styrräntan och därmed även längre nominella räntor. Detta kan till exempel göras genom att centralbanken i sin kommunikation deklarerar att den har för avsikt att hålla den korta räntan låg under en relativt lång period.

I tider av finansiell kris kan det vara stor skillnad mellan den styrränta som sätts av centralbanken och de räntor som individer och företag möter på grund av att riskpremierna (eller spreadarna) ökar. Eftersom det är marknadsräntorna som företag och hushåll möter som spelar roll för investeringar och konsumtion har alla åtgärder som genomförs för att få ner spreadarna eller räntorna på specifika marknader också en stimulerande effekt på den aggregerade efterfrågan. De kan därför ses som komplement till den traditionella penningpolitiken, även när de främst genomförs i syfte att värna om den finansiella stabiliteten. Centralbanken kan agera direkt på olika marknader som inte fungerar genom att exempelvis erbjuda lån mot säkerheter och genom köp av olika typer av värdepapper. Man kan även bredda antalet motparter som får låna direkt av centralbanken.

Sådana åtgärder kan även vara aktuella när styrräntan inte är noll. Sedan i höstas har ett antal centralbanker och även Riksbanken genomfört en rad åtgärder för att underlätta kreditförsörjningen och den allmänna situationen på de finansiella marknaderna. Riksbanken har exempelvis ökat sin utlåning till bankerna mot säkerheter i bland annat bostadsobligationer och vidgat den typ av säkerheter som bankerna kan lämna (till bland annat företagscertifikat). Ett annat exempel är den amerikanska centralbanken, Federal Reserve. I syfte att minska bolåneräntorna har Fed till exempel inrättat ett program för att köpa värdepapper med bostadslån som säkerhet från de statliga bolåneinstituten.

<sup>14</sup> Detta är en del i ett förslag som kallas "The Foolproof Way" och har presenterats bland annat i L.E.O. Svensson, (2003), "Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others." *Journal of Economic Perspectives* 17.



Ett annat program, som är ett samarbete med det amerikanska finansdepartementet, innebär att Federal Reserve kommer att låna ut med tillgångar som billån, studielån och lån garanterade av "the Small Business Administration" som säkerhet. Fed har även utökat löptiden på lån och antalet institutioner som får låna direkt av centralbanken samt agerat direkt på till exempel marknaden för företagscertifikat.

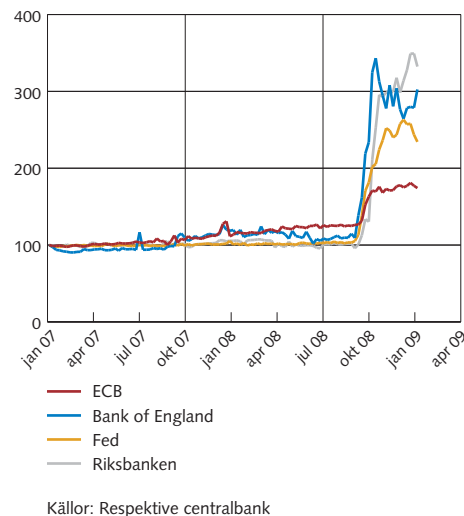
### Åtgärderna påverkar centralbankernas balansräkningar

När centralbanken lånar ut pengar till bankerna eller köper olika typer av finansiella tillgångar ökar bankernas tillgång till betalningsmedel (likviditet). Då ökar även den monetära basen, det vill säga summan av mängden utestående sedlar och mynt samt bankernas inlåning (reserver) i centralbanken. Detta kan bidra till att tillgången på krediter ökar i ekonomin. Att den monetära basen ökar är normalt en följd effekt av sådana åtgärder som beskrivits ovan. Men det kan också vara en uttalad strategi då styrräntan är noll. Det var exempelvis något som prövades i Japan i början av 2000-talet. Där präglades den ekonomiska utvecklingen under 1990-talets senare del bland annat av relativt svag tillväxt, inflation nära noll eller till och med deflation och problem inom den finansiella sektorn. 1999 sänkte den japanska centralbanken styrräntan till noll. År 2001 inledde centralbanken ett program där man genom att öka den monetära basen försökte stimulera ekonomin. Åtgärderna pågick fram till 2006 och bidrog till att den japanska centralbankens balansräkning ökade kraftigt.

En ökning av den monetära basen kan vara ett sätt att åstadkomma det som diskuterats i den akademiska litteraturen (prisivåmål och svag valutakurs). Men trots att den monetära basen ökade mycket i Japan är det svårt att bedöma om programmet verkligen fick någon större stimulerande effekt på den japanska ekonomin. För att en ökning i den monetära basen ska få någon effekt på inflationsförväntningarna bör den uppfattas som permanent, men den expansion som genomfördes av Bank of Japan uppfattades av allt att döma som tillfällig, vilket den också var. Den monetära basen minskades senare kraftigt innan styrräntan höjdes över noll.

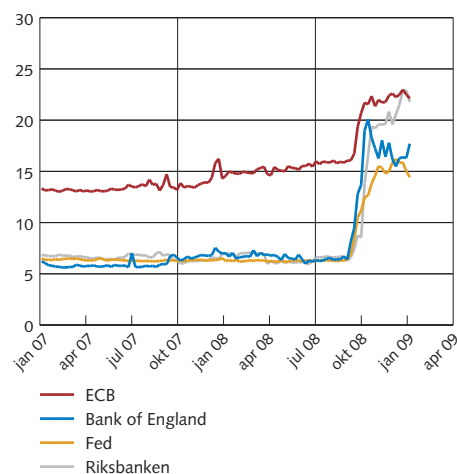
Även Federal Reserves åtgärder i den aktuella krisen har bidragit till en betydande ökning av omslutningen på dess balansräkning. Syftet har emellertid inte varit att uppnå något kvantitativt mål för bankernas reserver utan att förbättra kreditförsörjningen.<sup>15</sup> Detsamma gäller för ECB, Bank of England och Riksbanken, vars balansräkningar också ökat i omfattning (se diagram R1 och R2). De exakta skälen för detta, och åtgärdernas utformning, varierar dock mellan länderna och beror bland annat på tillståndet i bankerna och den finansiella strukturen i respektive land. Samtidigt visar centralbankernas åtgärder, och dess effekter, att det finns andra sätt att påverka marknadsräntor, inflation och realekonomi än förändringar i styrräntan.

Diagram R1. Centralbankers balansomslutning  
Index, januari 2007 = 100



Källor: Respektive centralbank

Diagram R2. Centralbankers balansomslutning  
Procent av BNP



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics, SCB samt respektive centralbank.

<sup>15</sup> Bank of Japans åtgärder har i litteraturen betecknats med "quantitative easing". Federal Reserve beskriver istället sina åtgärder som "credit easing". Se "The crisis and the policy response", tal av B. Bernanke, the Stamp Lecture, London School of Economics, Jan 13, 2009, [www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm).

## ■ Den finansiella krisen och penningpolitikens effekter

**Den tidvis ökade skillnaden mellan Riksbankens reporänta och bankernas utlåningsräntor betyder inte att penningpolitikens effekter nödvändigtvis har minskat. Riksbankens räntesänkning i december följdes av kraftigt fallande marknadsräntor. Någon kraftig kreditåtstramning kan ännu inte ses i statistiken. Olika enkäter ger dock en bild av att det blivit både dyrare och svårare att få lån.**

Penningpolitiken påverkar inflationen och den ekonomiska aktiviteten, såsom produktion och sysselsättning, via de finansiella marknaderna. Eftersom den finansiella krisen har påverkat de finansiella marknadernas funktionssätt finns det anledning att fråga sig hur krisen har påverkat penningpolitikens verkningsgrad.

Den finansiella krisen och försvagningen av konjunkturen har lett till fallande tillgångspriser och stora svårigheter för finansiella företag världen över. Samtidigt som deras tillgångar har sjunkit i värde har möjligheterna att finansiera verksamheten försvårats. Investerare har sökt sig till tillgångar med låg risk, framförallt statspapper. Den extra avkastning i form av olika riskpremier som krävts för att investera i mer riskfyllda tillgångar har stigit. Det beror på att investerarna krävt kompensation både för risken att den som tagit ett lån eller ställt ut ett värdepapper inte ska kunna betala tillbaka (kreditrisk) och för risken att tillgången inte ska kunna säljas vid behov (likviditetsrisk).

### **Ökade spreadar behöver inte betyda att penningpolitiken är mindre effektiv**

Ett vanligt mått på den finansiella krisens effekter på de finansiella marknadernas funktionssätt är den så kallade basis-spreaden, skillnaden mellan räntan på ett lån mellan banker (interbankräntan) för en viss period och den förväntade styrräntan under motsvarande period. I diagram 57 visas basis-spreaden för lån med tre månaders löptid i USA och Sverige. Efter att ha varit 5 räntepunkter i genomsnitt i Sverige mellan 2003 och 2006, steg spreaden till närmare 50 räntepunkter under slutet av 2007 och ökade ytterligare under 2008 till som mest knappt 150 räntepunkter. I USA har uppgången i basis-spreaden varit ännu starkare. Fram till 2007 låg basis-spreaden i USA på ungefär samma nivå som den svenska. Därefter mer än tiofaldigades den. Under 2008 steg den till som mest 360 räntepunkter. En förklaring till att interbankräntorna började stiga var ett gradvist försämrat förtroende på marknaden som blev synligt i augusti 2007. I september 2008 steg interbankräntorna ytterligare i samband med den akuta förtroendekris som uppstod efter Lehman Brothers kollaps. Riskpremien blev då mycket högre än vad som hade varit fallet under många år.

Den finansiella krisen har höjt bankernas och andra kreditinstituts finansieringskostnader, vilket lett till höjda lånekostnader för företag och hushåll. Till saken hör dock att låneräntorna, framförallt till hushållen, i ett historiskt perspektiv var ovanligt låga i förhållande till de riskfria räntorna under åren före den finansiella krisen. Det finns flera

tänkbara orsaker till detta, till exempel större grad av konkurrens mellan bankerna, minskade kreditförluster i spåren av den starka ekonomiska utvecklingen, globalt sett ett högt sparande och en ovanligt låg prissättning av risk. Till någon del handlar uppgången i låneräntorna under den finansiella krisen antagligen om en anpassning till nivåer som kommer att vara normala även när krisen väl är över.

Att skillnaden ökat mellan Riksbankens reporänta å ena sidan och bankernas finansieringskostnader och utlåningsräntor å den andra betyder inte nödvändigtvis att penningpolitikens effekter minskat. När reporäntan sänktes i två omgångar i oktober gav visserligen detta ett mer begränsat utslag i marknadsräntorna (se tabell R1). Men detta var i en situation med extremt stor osäkerhet och höga och stigande riskpremier på de finansiella marknaderna. Efter Riksbankens räntesänkning med 1,75 procentenheter i december har interbankräntor och korta bolåneräntor fallit med cirka 2,50 procentenheter. Det beror på att riskpremierna på finansmarknaden kommit ned. En sänkning av reporäntan innebär en sänkning av det "golv" på vilket riskpremier läggs. Om riskpremierna stiger, som de gjorde i oktober, motverkar det genomslaget av reporäntesänkningar. Förändringen i marknadsräntorna blir mindre än de annars hade varit. När riskpremien kommer ned, som i december, blev nedgången i marknadsräntorna större än förändringen i reporäntan.

**Tabell R1. Penningpolitikens genomslag**  
Procentenheter

	12 sep	PPR 08:3 (29 okt)	PPU 08:3 (10 dec)	2 jan	21 jan
Reporäntan	4,75	3,75 (-1,00)	2,00 (-1,75)	2,00 (0,00)	2,00 (0,00)
Interbankränta, 3 mån	5,33	4,75 (-0,58)	2,67 (-2,08)	2,39 (-0,28)	2,13 (-0,26)
Boränta (listad), 3 mån	5,95	5,83 (-0,12)	3,72 (-2,11)	3,48 (-0,24)	3,30 (-0,18)
Företagsräntor, 3 mån		ca 5,87	ca 4,97 (ca -0,90)	ca 3,38 (ca -0,59)	

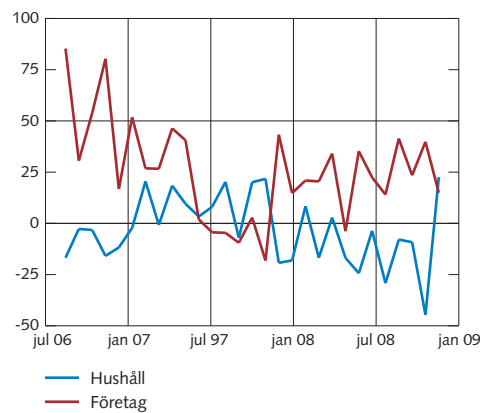
Anm. Notering inom parentes avser förändring sedan närmast föregående datum i tabellen. Företagsräntor från finansmarknadsstatistiken. Sista utfall är december, statistiken presenteras med en dryg månads fördröjning.

Källor: Reuters EcoWin, SCB och Riksbanken

### Enkäter ger en bild av att det blivit dyrare och svårare att få lån

Om man vill bilda sig en uppfattning av hur den finansiella krisen påverkat tillgången på krediter går det inte att titta enbart på utvecklingen av marknadsräntorna. Olika enkäter tyder på att det inte bara blivit dyrare utan även svårare att få lån (se tabell R2). Bankerna kan exempelvis ha strävat efter att minska volymen på sin utlåning i förhållande till sitt eget kapital i syfte att bli mindre störningskänsliga och sänka sina finansieringskostnader. Bankerna själva har också fått större svårigheter att finansiera sin verksamhet, speciellt mer långfristigt, än vad som avspeglas i marknadsräntorna.

**Diagram R3. Nyutlåning till hushåll och företag**  
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Tabell R2. Enkätresultat: ALMI, KI, Riksbanken

	Svårare att få lån?	Dyrare att få lån?	Utökad säkerhet som krav för att få lån
ALMI Låneindikator, långivare (december jmf med oktober 2008)	ja		
Konjunkturinstitutet Konjunkturbarometer, låntagare (december jmf med november 2008)	ja	ja	ja
Riksbanken Företagsundersökning, låntagare (december/januari jämfört med oktober 2008)	ja	ja	Framgår ej

Källor: ALMI, Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Än så länge går det inte att se någon kraftig kreditåtstramning i den officiella statistiken över bankernas utlåning. Nyutlåningen till hushåll minskade visserligen fram till och med november, men ökade i december (se diagram 64). Nyutlåningstakten till företag avtog från november till december, men volymmässigt är utlåningen till företag fortsatt mycket hög (se diagram 64). Dessa siffror kan dock ge en överdrivet ljus bild av kreditförsörjningen. För det första redovisas i nyutlåningen även siffror för omförhandlade lån. För det andra finns det en eftersläpning så till vida att det tar tid innan beviljade (eller avslagna) krediter ger utslag i statistiken. Den kreditåtstramning som avspeglas i enkäterna kan alltså senare komma att synas tydligare än hittills i utlåningssiffrorna. För det tredje är det inte bara svenska banker som ger finansiering till hushållen och företagen. I synnerhet stora företag har också möjlighet att få lån genom att emittera egna värdepapper på marknaden eller genom att låna av en utländsk bank. Den fortsatt höga nyutlåningstakten från svenska banker till företagen kan alltså spegla både att företagen minskat sina lån hos utländska banker och att de inte kunnat emittera egna värdepapper i samma utsträckning som tidigare.

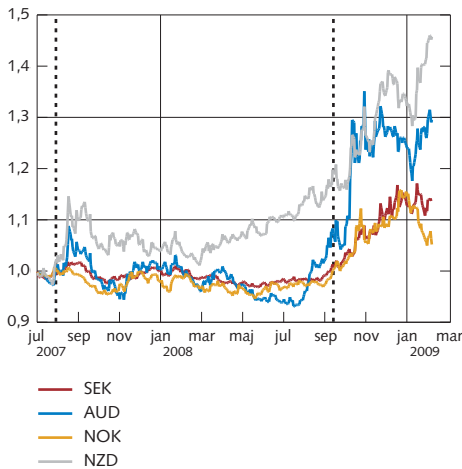
Samtidigt sker det normalt en dämpning av kreditvolymerna när konjunkturen försvagas eftersom även efterfrågan på lån minskar. Kreditexpansionen under 1980-talet följdes av en kraftig dämpning under krisen i början av 1990-talet (se diagram 64) och det är rimligt att förvänta sig en viss dämpning även efter den senaste kreditexpansionen. Penningpolitiken bedrivs dock för att minska risken att en kreditåtstramning fördjupar lågkonjunkturen ytterligare.

Reporäntan är den ränta Riksbanken tar på en-veckorslån till bankerna, mot säkerhet. Under normala förhållanden finns det ett stabilt förhållande mellan reporäntans nivå och nivån på de rörliga räntor som företagen och hushållen möter, liksom mellan räntenivån och tillgången på krediter. Den finansiella krisen har ändrat dessa förhållanden, vilket måste beaktas i penningpolitiken. Även om en viss förändring av reporäntan fortfarande skulle ge samma effekt på marknadsräntorna som under mer normala förhållanden, ligger de rörliga räntenivåerna ovanligt mycket högre än reporäntan till följd av storleken på olika riskpremier. Dessutom kan bankerna ha skäl att vilja dämpa sin nyutlåning även när Riksbanken sänker reporäntan. För att påverka kreditförsörjningen och därmed inflation, produktion och sysselsättning behöver Riksbanken därför komplettera förändringar i reporäntan med andra åtgärder. Det kan exempelvis handla om att vidga den krets av institut Riksbanken lånar till, acceptera en vidare klass av säkerheter eller ge lån på längre löptider än normalt.<sup>16</sup> Åtgärderna förbättrar både stabiliteten på de finansiella marknaderna och ökar möjligheterna att nå målen för penningpolitiken. Även om de inte sänker de direkta kostnaderna för att låna, bidrar de till att öka tillgängligheten på krediter. Så länge den finansiella krisen, lågkonjunkturen och det låga inflationstrycket fortsätter, kommer Riksbanken att vidta olika åtgärder som komplement till förändringar av reporäntan (se även fördjupningen "Penningpolitiska alternativ vid finansiell kris och oro för deflation").

<sup>16</sup> För en beskrivning av sådana åtgärder som Riksbanken vidtagit sedan den senaste penningpolitiska rapporten 2008 se Riksbankens hemsida [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se), under rubriken Finansiell stabilitet/Finansiell oro – Vad gör Riksbanken?

## Den senaste tidens kronförsvagning

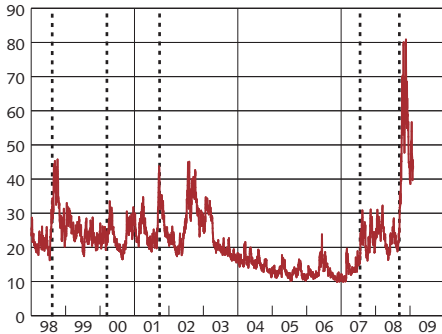
Diagram R4. Handelsviktade växelkurser Index, 2007-07-01 = 1



Anm. Ett värde större (mindre) än 1 indikerar en försvagning (förstärkning) av växelkursen. De vertikala strecken markerar när den finansiella oron inleddes respektive övergick till en finansiell kris (26 juli 2007 och 15 september 2008).

Källa: Reuters EcoWin

Diagram R5. Implicit volatilitet i amerikanska aktier, VIX (volatility index) Procent



Anm. De vertikala strecken markerar början på tidigare finansiella kriser samt två episoder av den nuvarande finansiella krisen, dvs. när oron bröt ut respektive gick över till en akut kris.

Källa: Reuters EcoWin

Sedan den finansiella krisen fördjupades i september 2008 har den svenska kronan försvagats kraftigt. Tidigare erfarenheter visar att små valutor tenderar att försvagas i tider av finansiell oro men att denna försvagning ofta är av tillfällig karaktär. Jämförelser med andra finansiella kriser som inträffat under de senaste tio åren visar att effekterna på växelkurserna har varit kraftigare under denna kris. Hur stort genomslaget blir på inflationen i Sverige beror till stor del på om kronförsvagningen uppfattas som tillfällig eller varaktig. Erfarenheten visar på ett relativt svagt samband på kort sikt mellan inflation och växelkursförändringar i länder med väl förankrade inflationsförväntningar. Genomslaget på inflationen från permanenta växelkursförändringar bedöms dock vara fullständigt på lång sikt.

Den finansiella krisen och de drastiskt försämrade globala konjunktutsikterna som följt i dess spår har under de senaste månaderna gett upphov till stora rörelser på den internationella valutamarknaden. Kronan har under de senaste månaderna upplevt den kraftigaste försvagningen sedan den rörliga växelkursen infördes i november 1992. Gentemot en korg (TCW) där våra viktigaste handelspartners valutor ingår hade kronan i nominella termer i början av februari tappat cirka 15 procent i värde sedan i början av september förra året. Den största försvagningen har inträffat mot yenen med cirka 55 procent och mot den amerikanska dollarn med cirka 28 procent. Mot euron hade kronan försvagats med ungefär 13 procent mellan början av september förra året och början av februari i år.

Växelkursens utveckling på längre sikt brukar ofta förklaras av fundamentala faktorer såsom skillnader i produktivitet eller BNP-tillväxt, nettoställningen mot utlandet och utvecklingen i bytesbalansen. Det grundläggande antagandet är att likartade produkter på lång sikt kommer att kosta ungefär lika mycket i länder med likartade ekonomiska förutsättningar. Växelkursen påverkas även av hur penningpolitiken bedrivs i olika länder, som i sin tur beror på skillnader i konjunktur- och inflationsutsikter. På kort sikt kan växelkursen drivas av andra faktorer och avvika från vad som bedöms vara en långsiktigt motiverad utveckling. När det gäller den senaste tidens kronförsvagning är det svårt att förklara denna utifrån förändringar i fundamentala faktorer. De statistiska modeller med makrovariabler som Riksbanken använder för att prognostisera växelkursen uppvisar inte alls samma försvagning av kronan under slutet av 2008 jämfört med den som faktiskt skett.

Under perioder med finansiell oro brukar stora valutor normalt upplevas som mer likvida och säkra av investerare, vilket har gjort att efterfrågan på dessa har ökat. Det har fått den svenska kronan, liksom andra mindre valutor, att försvagas.



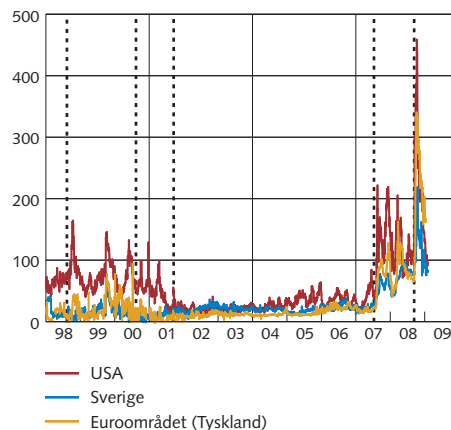
De valutor som är intressanta att studera som jämförelse är bland annat den nya zeeländska och australiska dollarn samt den norska kronan. Dessa länder har i likhet med den svenska ekonomin en stor utrikeshandel och tillämpar ett inflationsmål. När den finansiella oron först bröt ut i juli 2007 gav det upphov till en kortvarig försvagning av kronan och de andra tre valutorna (se diagram R4). Men det var först i samband att oron övergick till en akut finansiell kris i mitten av september 2008 som växelkurserna försvagades påtagligt.

I denna fördjupningsruta jämförs den nuvarande krisen med Rysland/LTCM-krisen 1998, IT-kraschen 2000 och terrorattackerna den 11 september 2001.<sup>17</sup> Även om orsakerna till samtliga kriser har varit olika, har de utlösande faktorerna aldrig varit direkt relaterade till valutamarknaderna. Gemensamt för alla dessa perioder är avtagande riskapitet uttryckt i ökad volatilitet och högre spreadar i förhållande till statspapper (se diagram R5-R7) och flykt till kvalitet. Utvecklingen på de finansiella marknaderna efter den 15 september 2008, i synnerhet i USA, har hittills varit mycket kraftigare jämfört med andra finansiella kriser som inträffat under de senaste tio åren. Beträffande finansiella krisers effekter på valutamarknaderna visar tidigare erfarenheter att små, öppna ekonomiers valutor tenderar att försvagas under dessa perioder. Hur stor växelkursförsvagningen blir tycks bland annat vara relaterat till hur länge krisen varar. Hur länge försvagningen håller i sig skiljer sig åt mellan de olika valutorna. I diagram R8 framgår att de undersökta valutorna började återhämta sig fyra månader efter Rysland/LTCM krisen 1998. Efter 11 september 2001 skedde återhämtningen snabbare, medan IT-krisen 2000 däremot följdes av en mer utdragen växelkursförsvagning.

Av diagram R8 framgår också att den genomsnittliga växelkursförsvagningen under den nuvarande finansiella krisen, det vill säga sedan september 2008, är mycket kraftigare jämfört med de andra kriserna. Om kronan följer samma mönster som efter dessa kriser skulle ändå en återhämtning kunna inledas i början av 2009. Mot detta talar det faktum att krisen inleddes redan i juli 2007. I den meningen påminner det nuvarande förloppet mer om det under IT-krisen 2000 som också pågick under en längre period. Det skulle i så fall tala för att återhämtningen inleds först under andra halvåret 2009.

En viktig fråga är vilket genomslag försvagningen av kronan kan väntas få på inflationen i Sverige. Empiriska studier visar på ett förhållandevis svagt samband på kort sikt mellan inflation och växelkursförsvagningar i länder med väl förankrade inflationsförväntningar. Genom en trovärdig penningpolitik där centralbanken reagerar på inflationsimpulser från importpriserna kommer företagen att vara mindre benägna att föra kostnadsökningar vidare till senare led.<sup>18</sup>

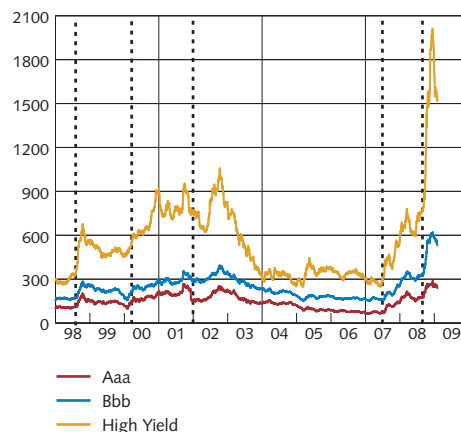
**Diagram R6. Ted-spreadar i USA, euroområdet och Sverige**  
Räntepunkter



Anm. Ted-spreaden definieras som skillnaden mellan tremånaders interbankränta och motsvarande statsskuldsväxelränta. De vertikala strecken markerar början på tidigare finansiella kriser samt två episoder av den nuvarande finansiella krisen, dvs. när oron bröt ut respektive gick över till en akut kris.

Källor: Bloomberg och Reuters EcoWin

**Diagram R7. Spreaden mellan företagsobligationer i USA och motsvarande amerikanska statsräntor**  
Räntepunkter



Anm. De vertikala strecken markerar början på tidigare finansiella kriser samt två episoder av den nuvarande finansiella krisen, dvs. när oron bröt ut respektive gick över till en akut kris.

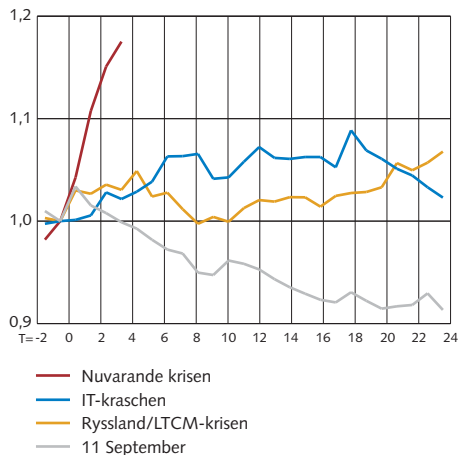
Källa: Reuters EcoWin

<sup>17</sup> Startdatum för de tidigare finansiella kriserna anges som följande: 17 augusti 1998 för Rysland/LTCM krisen, 13 mars 2000 för IT-kraschen, och 11 september 2001 för terrorattackerna 11 september. Startdatum för de två olika episoderna av den nuvarande finansiella krisen är 26 juli 2007 och 15 september 2008, det vill säga när den bröt ut första gången och när den gick över till en akut kris.

<sup>18</sup> Se till exempel Taylor, J., "Low inflation Pass-through and Pricing Power of Firms", *European Economic Review*, vol. 44, 7, 2000, s. 1389-1408; Gagnon, J.E. och J. Ihrig, (2004), "Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through", *International Journal of Finance and Economics*, vol. 9, s. 315-38; Burstein, A., M., Eichenbaum och S., Rebelo, (2007), "Modelling Exchange Rate Passthrough after Large Devaluations", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, s. 346-68.



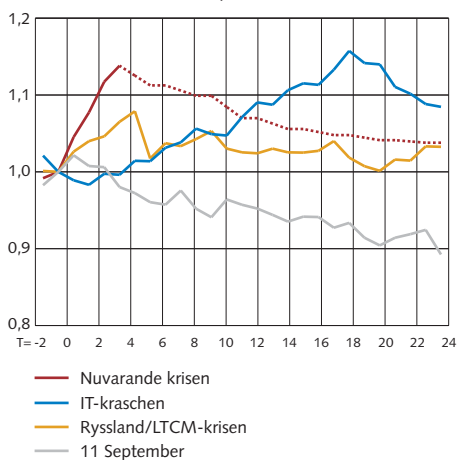
**Diagram R8. Övägt genomsnitt av utvecklingen i AUD, NZD, NOK och SEK under olika kriser**  
Månadsdata, t=0 då krisen bröt ut, index=1 vid t-1 vid respektive kris



Anm. Index baserat på handelsviktade växelkurser för respektive valuta.

Källa: Reuters EcoWin

**Diagram R9. Utvecklingen i TCW under olika kriser samt prognos från PPR 2009:1**  
Månadsdata, t=0 då krisen bröt ut, index=1 vid t-1 vid respektive kris



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Reuters EcoWin

Priserna i konsumentledet kan också vara trögrörliga av andra skäl. En tänkbar orsak till att genomslaget kan vara litet på kort sikt är att företag kan använda sig av valutasäkringar. Istället anpassar de sina vinstmarginaler i avvaktan på att växelkursen ska återgå till en, enligt deras uppfattning, mer normal värdering. Exempelvis försvagades den svenska kronan under 2000 och 2001 utan att det fick något större genomslag på importpriserna i konsumentledet.<sup>19</sup> Det måttliga genomslaget antas ofta avspegla en önskan från utländska exportföretag att stabilisera priserna till inhemska köpare, så kallad priceto-market, i syfte att inte förlora marknadsandelar till inhemska producenter.<sup>20</sup> Men en utländsk exportör har på lång sikt ingen anledning att ta ut ett lägre pris i Sverige (för att begränsa kronförsvagningens effekter för svenska konsumenter) än vad de kan få i andra länder. På lång sikt talar därför mycket för att genomslaget från permanenta förändringar i växelkursen på priserna är fullständigt.

Kronan har försvagats under den finansiella krisen och utvecklats svagare än vad Riksbanken tidigare bedömt. Jämfört med prognosen som gjordes i början av september ifjol har kronan i genomsnitt varit cirka 11 procent svagare sedan dess. Jämfört med Riksbankens senaste prognos från början av december 2008 var kronan fram till i början av februari i genomsnitt 4 procent svagare än förväntat. Sedan årsskiftet har kronan försvagats med cirka 1 procent. I huvudscenariot antas att kronan fortsätter att vara svag på kort sikt (se diagram R9). I takt med att läget på de finansiella marknaderna stabiliseras väntas kronutvecklingen avspegla långsiktiga ekonomiska fundamenta. I slutet av prognosperioden antas kronan vara cirka 10 procent starkare i förhållande till kronkursen i början av februari i år. Den tillfälliga kronförsvagningen bedöms höja inflationen främst under 2009, men denna effekt motverkas delvis av lägre kostnadstryck och resursutnyttjande under prognosperioden.

Det historiska genomsnittliga genomslaget på inflationen av växelkursen är resultatet av en mängd olika störningar i ekonomin. Det ger ingen vägledning om hur stort genomslaget är efter specifika störningar. För att ge svar på denna typ av frågor måste en strukturell makromodell användas. I den penningpolitiska rapporten i oktober 2008 redogjordes för ett alternativscenario där Riksbankens allmänna jämviktsmodell för svensk ekonomi (Ramses) använts för att simulera vilka effekter på svensk ekonomi en mer varaktig försvagning av kronan skulle få.

19 Adolfsen, M. och U. Söderström, (2003), "Hur påverkas ekonomin av inflationsmålet?", Penning- och valutapolitik, nr 1.

20 Krugman, P., "Pricing to Market when the Exchange Rate changes", i Arndt, S., W., & Richardson, J., D., Real-financial Linkages among Open Economies, MIT-press, 1987.

I scenariot antogs försvagningen inte vara motiverad av fundamentala faktorer utan resultatet av en riskpremiechock, det vill säga en förändring i kravet på den överavkastning som investerare kräver för att hålla svenska kronor.

I alternativscenariot i oktoberrapporten antogs ett förlopp med en kraftigare kronförsvagning på kort sikt och att kronan är cirka 4 procent svagare på tre års sikt jämfört med huvudscenariot. Den svagare kronan gör att importen blir dyrare i kronor samtidigt som svenska varor och tjänster blir billigare för utländska köpare. Detta stimulerar exporten vilket i sin tur förstärker BNP-tillväxten. Kronförsvagningen fungerar som en stötdämpare i ekonomin, exportstimulansen kan dock antas vara mindre i ett läge när efterfrågan faller globalt. KPI-inflationen kommer därmed att öka i Ramses dels till följd av högre importpriser, dels till följd av ett ökat resursutnyttjande. I genomsnitt blir KPI-inflationen 0,4 procentenheter högre än i huvudscenariot under prognosperioden. För att motverka det ökade inflationstrycket behöver penningpolitiken vara stramare och reporäntan blir i genomsnitt 0,2 procentenheter högre under de kommande två åren än i huvudscenariot.

Avslutningsvis kan konstateras att genomslaget på inflationen från den senaste tidens försvagning av kronan till stor del beror på om det uppfattas av företagen som en tillfällig eller en mer varaktig försvagning. I det nuvarande huvudscenariot antas att kronan stärks igen när den mest akuta fasen av den finansiella krisen är över. Det finns dock en betydande osäkerhet kopplat till när förhållandena på de finansiella marknaderna stabiliseras.

## ■ Riksbankens företagsintervjuer i december 2008–januari 2009

Företagen i Riksbankens intervjuundersökning vittnar om att konjunkturen försvagades ytterligare under hösten vilket bland annat yttrat sig i en hastigt minskad orderingång och en försämrad tillgång till krediter. Vartannat företag i undersökningen uppger att tillgången till extern finansiering, bland annat banklån, har blivit sämre det senaste kvartalet. Företagens framtidstro är i allmänhet pessimistisk. Två av tre företag räknar med ett ännu sämre konjunkturläge om ett halvår.

Riksbankens intervjuer med företag i svenskt näringsliv ägde huvudsakligen rum under december 2008. Ungefär en femtedel av sammanlagt 60 intervjuer genomfördes i början av januari. En utförlig redovisning av resultaten av intervjuerna publicerades den 2 februari på Riksbankens hemsida, [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se), under rubriken Press & Publicerat\Rapporter.

Mer än vartannat företag som Riksbanken har talat med uppger att konjunkturläget för närvarande är dåligt och två företag av tre att läget väntas vara ännu sämre om ett halvår. Störst är försämringen bland industriföretagen. Det finns endast enstaka industriföretag i undersökningen som anser att läget är bra. Även inom byggindustri och handel anses konjunkturläget vara dåligt. Bland företag inom privata tjänster dominerar svaret dåligt men inte lika tydligt som i de andra sektorerna.

I Riksbankens samtal med företagen uppger många att försämringen av konjunkturen har varit både bred och exceptionellt snabb. Den svagare efterfrågan har också medfört att företagen under hösten radikalt har lagt om planerna för sina investeringar. Inom till exempel industrin uppger en stor majoritet av företagen att investeringarna kommer att minska det närmaste halvåret. Även en ökad fokus på företagets likviditetssituation i spåren av dyrare upplåningsmöjligheter och sämre kredittillförsel uppges ha påverkat företagets investeringsvilja.

Nästan hälften av de intervjuade företagen svarar att tillgången till extern finansiering (bland annat banklån och emissioner av företagsobligationer) har blivit sämre under hösten. Möjligheterna till finansiering har blivit både dyrare och svårare under hösten. Många av företagen Riksbanken har talat med uppger att det också är besvärligt att finansiering i många fall inte kan ordnas eller garanteras på längre löptider.

Företagen lyfter fram att flera viktiga kostnader har fallit tillbaka den senaste tiden. Det gäller bland annat olika råvaror som tidigare ökade kraftigt i pris; till exempel olika metaller, olja och livsmedel. På en fråga om lönekostnadernas utveckling konstaterar flertalet att löneökningarna väntas följa de avtalsenliga ökningarna medan däremot löneglidningen väntas bli lägre i år jämfört med förra året. Sammantaget tyder företagets planer på att priserna kommer att höjas i mindre utsträckning framöver jämfört med resultaten i den föregående undersökningen.

# ■ Appendix

- Tabeller
- Översikt över fördjupningar 2006–2008
- Tidigare räntebeslut
- Ordlista

## Tabeller

Bedömningen i föregående penningpolitiska uppföljning (december 2008) anges inom parentes.

**Tabell A1. Inflation, årsgenomsnitt**  
Årlig procentuell förändring

	2008	2009	2010	2011
KPI	3,4 (3,5)	-0,5 (1,2)	1,6 (1,5)	3,2 (2,1)
KPIF	2,7 (2,7)	1,6 (1,7)	1,6 (1,4)	1,8 (1,7)
KPIF exkl. energi	2,0 (2,0)	2,2 (2,1)	1,8 (1,6)	1,7 (1,4)
KPIX	2,5 (2,5)	1,3 (1,3)	1,2 (1,1)	1,5 (1,4)

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 bostadsränta.  
Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A2. Inflation, tolv månaderstal**  
Årlig procentuell förändring

	mar-08	mar-09	mar-10	mar-11	mar-12
KPI	3,4	-0,1 (1,8)	1,4 (1,4)	2,9 (2,0)	3,3
KPIF	2,6	1,9 (2,0)	1,7 (1,4)	1,8 (1,7)	1,9
KPIF exkl. energi	2,2	2,0 (2,1)	1,9 (1,7)	1,7 (1,6)	1,9
KPIX	2,3	1,6 (1,6)	1,3 (1,1)	1,5 (1,4)	1,6

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 bostadsränta.  
Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A3. Finansiella prognoser i sammanfattning**  
Procent om inget annat anges

	2008	2009	2010	2011
Reporänta	4,1 (4,1)	1,0 (2,0)	0,9 (2,3)	2,2 (2,9)
10-årsränta	3,9 (3,9)	2,9 (3,3)	3,6 (3,7)	4,1 (4,1)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18=100	127,2 (127,2)	140,0 (134,3)	134,5 (128,8)	131,9 (126,9)
Offentligt finansiellt sparande*	2,3 (2,7)	-1,7 (-0,2)	-2,6 (-0,8)	-1,3 (-0,1)

\*Procent av BNP  
Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A4. Internationella förutsättningar**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

<b>BNP</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
USA	1,3 (1,3)	-2,0 (-0,7)	1,0 (1,9)	3,2 (3,6)
Japan	0,0 (0,6)	-2,3 (-0,1)	0,2 (0,7)	1,6 (1,6)
Euroområdet	0,8 (1,0)	-2,0 (-0,8)	0,4 (1,1)	1,7 (2,1)
OECD	1,1 (1,3)	-1,9 (-0,3)	0,9 (1,6)	2,5 (2,9)
TCW-vägt	0,9 (1,2)	-1,8 (-0,6)	0,6 (1,3)	2,0 (2,3)
Världen	3,4 (3,5)	0,4 (1,9)	2,6 (3,2)	3,9 (4,1)
<b>KPI</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
USA	3,8 (4,1)	-0,5 (0,8)	1,8 (2,2)	2,2 (2,2)
Japan	1,4 (1,6)	0,0 (0,6)	0,5 (0,8)	1,0 (1,0)
Euroområdet (HIKP)	3,3 (3,4)	0,8 (1,5)	1,4 (1,8)	1,8 (2,1)
OECD	3,6 (3,7)	0,8 (1,6)	1,7 (2,1)	2,0 (2,2)
TCW-vägt	3,2 (3,3)	0,8 (1,4)	1,5 (1,8)	1,8 (2,0)
	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Råoljepris, USD/fat Brent	97 (98)	50 (60)	59 (71)	63 (77)
Svensk exportmarknadstillväxt	1,7 (1,8)	-3,0 (-0,3)	1,6 (3,2)	5,4 (6,3)

Anm. 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>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Hushållens konsumtion	0,8 (0,8)	-0,6 (-0,7)	1,9 (2,2)	2,5 (2,6)
Offentlig konsumtion	0,9 (0,9)	0,7 (0,7)	0,8 (1,3)	0,8 (1,0)
Fasta bruttoinvesteringar	3,9 (4,1)	-5,4 (-3,5)	-1,2 (1,8)	4,2 (3,7)
Lagerinvesteringar, bidr. *	-0,2 (-0,4)	0,2 (-0,3)	-0,2 (0,0)	0,1 (0,1)
Export	2,0 (3,2)	-6,0 (-0,7)	3,2 (3,1)	6,4 (6,0)
Import	3,3 (4,1)	-5,6 (-2,3)	1,4 (2,6)	5,3 (5,4)
BNP	0,7 (0,9)	-1,6 (-0,5)	1,7 (2,2)	3,2 (3,0)
BNP, kalenderkorrigerad	0,4 (0,6)	-1,4 (-0,4)	1,4 (1,9)	3,2 (3,0)

\* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A6. Produktion och sysselsättning**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Folkmängd 16-64 år	0,8 (0,8)	0,5 (0,4)	0,2 (0,2)	0,0 (0,0)
BNP, kalenderkorrigerad	0,4 (0,6)	-1,4 (-0,4)	1,4 (1,9)	3,2 (3,0)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,2 (1,2)	-2,1 (-1,6)	-1,5 (-1,0)	0,4 (0,7)
Sysselsatta (EU-definition)	1,2 (1,2)	-2,0 (-1,3)	-1,6 (-1,3)	0,0 (0,2)
Arbetskraft (EU-definition)	1,3 (1,2)	-0,1 (-0,1)	-0,5 (-0,2)	0,0 (0,0)
Arbetslöshet 15-74 år (EU-definition)*	6,2 (6,2)	8,0 (7,4)	9,1 (8,4)	9,0 (8,2)
Arbetsmarknadspolitiska program*	1,5 (1,5)	2,2 (1,9)	2,4 (1,9)	2,0 (1,9)

\* Procent av arbetskraften

Källor: Arbetsförmedlingen, SCB och Riksbanken

**Tabell A7. Löner och enhetsarbetskostnader i hela ekonomin**

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerad data

	2008	2009	2010	2011
Timlön, KL	4,3 (4,2)	3,5 (3,6)	2,9 (3,2)	3,1 (3,4)
Timlön, NR	4,9 (4,8)	3,6 (3,8)	3,0 (3,5)	3,4 (3,7)
Arbetsgivaravgifter *	-1,0 (-1,0)	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)
Arbetskostnad per timme, NR	3,9 (3,8)	3,5 (3,7)	3,1 (3,6)	3,4 (3,8)
Produktivitet	-0,8 (-0,7)	0,6 (1,3)	2,9 (2,9)	2,7 (2,4)
Enhetsarbetskostnad	4,7 (4,5)	2,8 (2,4)	0,1 (0,6)	0,7 (1,4)

\* 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. Alternativscenario med högre reporänta, årsgenomsnitt**

Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2008	2009	2010	2011
BNP, kalenderkorrigerad	0,4 (0,4)	-1,9 (-1,4)	0,4 (1,4)	2,8 (3,2)
KPI	3,4 (3,4)	-0,8 (-0,5)	0,0 (1,6)	0,8 (3,2)
Reporänta, procent	4,1 (4,1)	2,0 (1,0)	2,3 (0,9)	2,9 (2,2)
Real reporänta, procent	2,0 (2,0)	2,0 (-0,7)	1,7 (-1,9)	
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	127,2 (127,2)	137,7 (140,0)	127,4 (134,5)	122,4 (131,9)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A9. Alternativscenario med svagare tillväxt, årsgenomsnitt**

Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2008	2009	2010	2011
BNP, kalenderkorrigerad	0,4 (0,4)	-2,4 (-1,4)	0,0 (1,4)	3,0 (3,2)
KPI	3,4 (3,4)	-1,1 (-0,5)	-0,5 (1,6)	1,7 (3,2)
Reporänta, procent	4,1 (4,1)	0,5 (1,0)	0,0 (0,9)	0,5 (2,2)
Real reporänta, procent	2,0 (2,0)	0,4 (-0,7)	-1,7 (-1,9)	
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	127,2 (127,2)	139,9 (140,0)	130,1 (134,5)	125,3 (131,9)
TCW-vägd ränta, procent	3,8 (3,8)	0,7 (1,2)	0,1 (1,8)	1,1 (3,0)
TCW-vägd inflation	3,2 (3,2)	0,5 (0,8)	1,1 (1,5)	1,4 (1,8)
TCW-vägd BNP	0,9 (0,9)	-2,2 (-1,8)	-1,2 (0,6)	1,2 (2,0)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken



**Tabell A10. Alternativscenario med starkare tillväxt, årsgenomsnitt**

Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2008	2009	2010	2011
BNP, kalenderkorrigerad	0,4 (0,4)	-1,2 (-1,4)	2,2 (1,4)	3,8 (3,2)
KPI	3,4 (3,4)	-0,2 (-0,5)	3,0 (1,6)	5,0 (3,2)
Reporänta, procent	4,1 (4,1)	1,2 (1,0)	1,9 (0,9)	3,6 (2,2)
Real reporänta, procent	2,0 (2,0)	-1,4 (-0,7)	-2,5 (-1,9)	
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	127,2 (127,2)	140,9 (140,0)	138,5 (134,5)	138,0 (131,9)
TCW-vägd ränta, procent	3,8 (3,8)	1,5 (1,2)	3,2 (1,8)	5,2 (3,0)
TCW-vägd inflation	3,2 (3,2)	0,8 (0,8)	1,9 (1,5)	2,4 (1,8)
TCW-vägd BNP	0,9 (0,9)	-1,0 (-1,8)	1,8 (0,6)	2,4 (2,0)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A11. Alternativscenario med högre kostnadstryck, årsgenomsnitt**

Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2008	2009	2010	2011
BNP, kalenderkorrigerad	0,4 (0,4)	-0,6 (-1,4)	1,7 (1,4)	1,9 (3,2)
KPI	3,4 (3,4)	0,7 (-0,5)	3,0 (1,6)	2,8 (3,2)
Reporänta, procent	4,1 (4,1)	1,8 (1,0)	2,3 (0,9)	3,0 (2,2)
Real reporänta, procent	2,0 (2,0)	-0,7 (-0,7)	-0,2 (-1,9)	
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	127,2 (127,2)	142,8 (140,0)	138,0 (134,5)	135,3 (131,9)
Produktivitet	-0,8 (-0,8)	0,6 (0,6)	1,5 (2,9)	1,8 (2,7)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,2 (1,2)	-1,2 (-2,1)	0,3 (-1,5)	0,2 (0,4)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken

## Översikt över fördjupningar 2006-2008<sup>21</sup>

### 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
- 2008:2 Ökningstakten i KPIX understiger KPI under lång tid
- 2008:2 Hur används mått på underliggande inflation i den penningpolitiska analysen?
- 2008:2 Realräntans utveckling
- 2008:2 Riksbankens företagsundersökning: konjunkturen dämpas och kostnaderna stiger
- 2008:3 Den finansiella krisens utveckling under september och oktober
- 2008:3 Finanspolitik: antaganden och prognoser
- 2008:3 Riksbankens företagsundersökning: snabb avmattning och utbredd pessimism

<sup>21</sup> En förteckning över fördjupningsrutur från och med 1993 och framåt finns på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

Tidigare räntebeslut<sup>22</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
2 juli	4,50	+0,25	2008:2
3 september	4,75	+0,25	Penningpolitisk uppföljning
8 oktober	4,25	-0,50	ingen rapport
22 oktober	3,75	-0,50	2008:3
3 december	2,00	-1,75	Penningpolitisk uppföljning

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

## Ordlista

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

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

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

**Basis-spread:** Anger skillnaden mellan tre månaders interbankränta och förväntad styrränta.

**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 i offentlig sektor:** Den offentliga sektorns inkomster minus utgifter.

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

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

**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.

**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.

**Investmentbank:** En bank som emitterar och säljer finansiella tillgångar. De ger även finansiell rådgivning till sina kunder samt handlar för egen räkning.

**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 bostadsränta, 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

**Kreditspread:** Avser skillnaden mellan olika typer av räntor för värdepapper med samma löptid men olika kreditrisk.

**Köpeskillingskoefficient:** En fastighets köpeskilling dividerat med dess taxeringsvärde.

**Löpande priser:** 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.

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

**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:** Den extra avkastning investerare kräver för att kompensera för risk.

**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.

**Styrränta:** De räntor som en centralbank sätter i penningpolitiskt syfte. I Sverige är det reporäntan, samt in- och utlåningsräntan. Reporäntan är den viktigaste räntan.

**Sub-prime-lån:** Bostadslån till hushåll med låga eller icke verifierade inkomster.

**Säsongrensning:** 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.

**TED-spread** (Ursprungligen treasury/euro-dollar-spread): Anger skillnaden mellan interbankräntan på en viss löptid och motsvarande ränta på en statsskuldväxel.

**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.

**Valutaswap:** En överenskommelse om att köpa en valuta till dagens kurs för att sedan sälja tillbaka samma valuta vid ett bestämt tillfälle i framtiden till en given kurs.





Sveriges riksbank  
103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

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

