



Penningpolitisk rapport

Oktober 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.¹ Rapporten innehåller en beskrivning av de framtida inflations- och konjunkturutsikterna baserad på den räntebana som Riksbanken för närvarande anser ger en väl avvägd penningpolitik. Varje rapport består också av en beskrivning av den nya information som inkommit sedan föregående rapport samt en bedömning av hur Riksbanken ser på det ekonomiska nuläget.

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

Riksbanken ska minst två gånger per år lämna en skriftlig redogörelse om penningpolitiken till riksdagens finansutskott (se 6 kapitlet 4 § i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank). 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 21 oktober 2009. Rapporten finns tillgänglig på Riksbankens webbplats www.riksbank.se. Där går det att utan kostnad beställa en tryckt version av rapporten eller ladda ned den i pdf-format.

För att prenumerera på den penningpolitiska rapporten kontakta Riksbanken.

E-post: kontorsservicecenter@riksbank.se

Adress: Sveriges riksbank 103 37 Stockholm

Telefon: 08-787 00 00

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

¹ Se *Penningpolitiken i Sverige* på nästa sida för en genomgång av den penningpolitiska strategin och av vad som kan betraktas som en 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 STRATEGI²

- 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 direktionsledamöterna argumenterade och röstade.

PRESENTATION AV RÄNTEBESLUT

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

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

Innehåll

- Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning **5**
- KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna **7**
 - Huvudsakliga prognosrevideringar sedan uppföljningen i september **20**
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker **21**
 - Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen **22**
 - Alternativa scenarier för reporäntan **26**
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin **29**
- FÖRDJUPNINGAR
 - Utvärdering av olika penningpolitiska alternativ **47**
 - Okonventionella åtgärder och risk för inflation **49**
 - Utfasning av okonventionella åtgärder **52**
 - Bostadspriserna i Sverige **56**

- Appendix **61**
 - Tabeller **62**
 - Översikt över fördjupningar 2007-2009 **66**
 - Tidigare räntebeslut **67**
 - Ordlista **68**

■ Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning

Återhämtningen har inletts men kommer att ta tid. För att bidra till en stabil återhämtning och klara inflationsmålet på 2 procent har Riksbankens direktion beslutat att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procent. Även prognosen för reporäntan lämnas oförändrad och reporäntan väntas ligga kvar på denna låga nivå fram till hösten 2010.

■ ■ Återhämtningen tar tid

Läget på de finansiella marknaderna har fortsatt att förbättras samtidigt som företag och hushåll är mer optimistiska om framtiden. Återhämtningen har inletts och BNP-utvecklingen i världsekonomin ser ut att bli något starkare än väntat. Men grunden är bräcklig och utvecklingen framöver är fortfarande osäker. Sverige har drabbats hårt av den djupa nedgången i omvärlden och återhämtningen kommer att ta tid.

■ ■ Fortsatt låg reporänta

För att ekonomin ska utvecklas stabilt och för att klara inflationsmålet på 2 procent behöver reporäntan fortsätta att vara låg under en lång tid framöver. Riksbankens direktion har därför beslutat att låta räntan vara oförändrad på 0,25 procent och räntan väntas ligga kvar på denna låga nivå fram till hösten 2010. Prognosen för reporäntan är densamma som i september.

Även om läget på de finansiella marknaderna har förbättrats är det ännu inte normalt. Fortfarande behövs kompletterande åtgärder för att penningpolitiken ska få avsedd effekt. Därför har Riksbankens direktion beslutat att låna ut ytterligare 100 miljarder kronor till bankerna med fast ränta med 11 månaders löptid. Det bör bidra till fortsatt låga räntor på lån till företag och hushåll.

■ ■ Stabil underliggande inflation

Den låga räntan bidrar tillsammans med en ökad efterfrågan från omvärlden till att BNP-tillväxten i Sverige blir starkare framöver. Arbetsmarknaden släpar efter BNP-utvecklingen och först i början av 2011 ökar sysselsättningen igen. Därför väntas lönerna öka långsamt.

När konjunkturen återhämtar sig höjs reporäntan till mer normala nivåer för att få en balanserad ekonomisk utveckling och en inflation i linje med målet. Förändringarna i reporäntan påverkar bostadsräntorna som ingår i konsumentprisindex (KPI). Därför kommer det att bli stora kast i KPI framöver. Den underliggande inflationen mätt med KPIF (KPI med fast bostadsränta) ligger däremot stabil nära 2 procent under prognosperioden.

■ ■ Osäkerheten är stor

Osäkerheten om utvecklingen framöver är fortfarande stor. Det är möjligt att den internationella återhämtningen går fortare än vad som väntas i huvudscenariot till följd av det förbättrade läget på de finansiella marknaderna. Men det kan också tänkas att återhämtningen bromsas när de finanspolitiska stimulanspaketen runt om i världen så småningom fasas ut. Penningpolitiken beror därför som alltid på hur ny information om den ekonomiska utvecklingen utomlands och i Sverige påverkar de svenska inflations- och konjunkturutsikterna.

Efter en mycket snabb konjunkturedgång i världsekonomin finns det tecken på att återhämtningen har inletts. Förhållandena på de finansiella marknaderna har förbättrats och förtroendet bland företag och hushåll har återhämtat sig.

Även om tillväxten återhämtar sig andra halvåret väntas BNP i Sverige falla med mer än 4 procent under 2009 och det kommer att ta lång tid innan BNP är tillbaka på samma nivå som före krisen. Utvecklingen på arbetsmarknaden blir fortsatt svag och arbetslösheten väntas stiga till slutet av nästa år. Detta följer historiska mönster med en tidsförskjutning mellan produktion och sysselsättning. Det svaga arbetsmarknadsläget väntas hålla tillbaka löneökningarna i avtalsrörelsen 2010.

Reporäntan har sänkts kraftigt det senaste året, vilket har bidragit till att KPI-inflationen fallit snabbt via förändringar i hushållens bostads-

räntor. Från hösten 2010 väntas reporäntan stiga relativt snabbt, vilket på motsvarande sätt gör att KPI-inflationen blir över 4 procent i början av 2012. Den underliggande inflationen, mätt med KPIF, exkluderar reporäntans direkta effekter på bostadsräntor. Mätt på detta sätt beräknas inflationen vara nära målet på 2 procent under större delen av prognosperioden.

Bedömningen att reporäntan behöver vara låg under en relativt lång period kvarstår. Detta är nödvändigt för att säkerställa återhämtningen i Sveriges ekonomi. Även om konjunkturutsikterna har förbättrats så kommer resursutnyttjandet i Sverige att vara lägre än normalt under prognosperioden. Prognosen för reporäntan är densamma som i den penningpolitiska uppföljningen i september. Riksbanken har också beslutat att låna ut 100 miljarder kronor till bankerna med fast ränta. Det bidrar till fortsatt låga räntor till företag och hushåll.

Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall
Procent, kvartalsmedelvärden

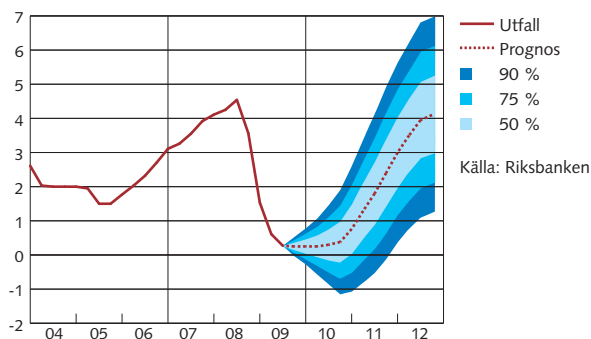


Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data

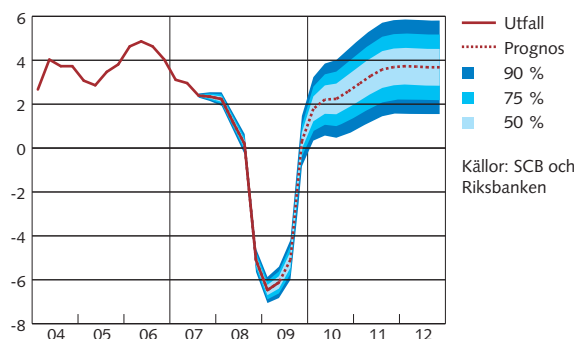


Diagram 1:3. KPI med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring

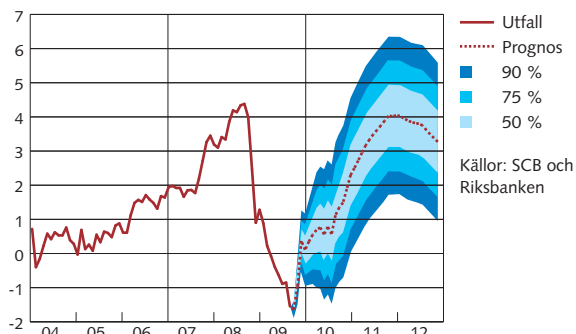
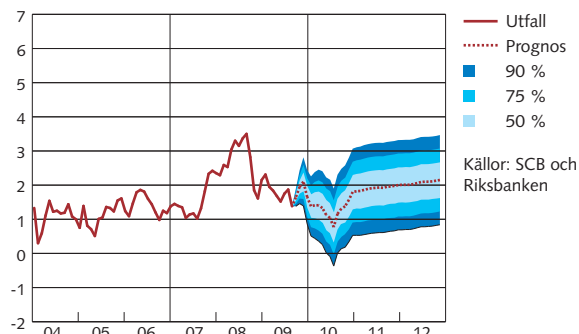
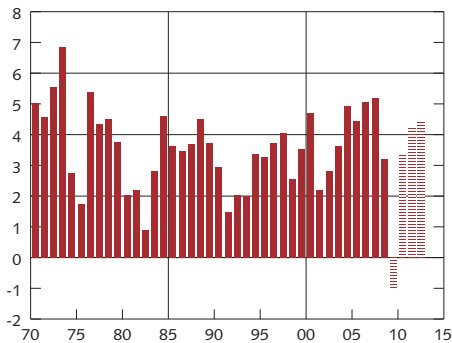


Diagram 1:4. KPIF med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



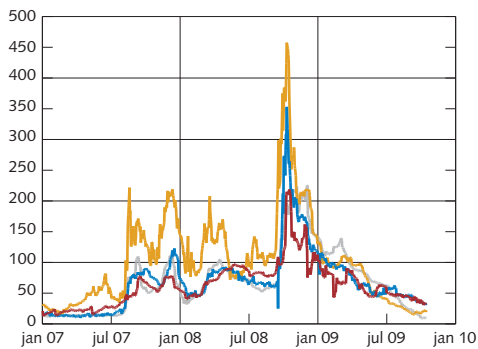
Anm. Osäkerhetsintervallen i diagrammen är baserade på historiska prognosfel, se fördjupningen "Beräkningsmetod för osäkerhetsintervall" i Penningpolitisk rapport 2007:1. Osäkerhetsintervallen för reporäntan är baserade på riskjusterade marknadsräntors förmåga att prognostisera den framtida reporäntan. Detta osäkerhetsintervall tar inte hänsyn till att det kan finnas en nedre gräns för reporäntan. Det råder osäkerhet även om utfallen för BNP eftersom nationalräkenskapsrapporterna revideras flera år efter första publicering. KPI-osäkerheten är uppdaterad med prognosfel för 2008. Dessutom har ett fel i beräkningarna åtgärdats. KPIF-osäkerheten baseras på Riksbankens prognosfel för KPIX 1999-2009, med justering för att KPIF och KPIX har varierat olika mycket.

Diagram 1:5. BNP i världen
Årlig procentuell förändring



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

Diagram 1:6. Skillnad mellan interbankräntor och statspappersräntor (TED-spread)
Räntepunkter

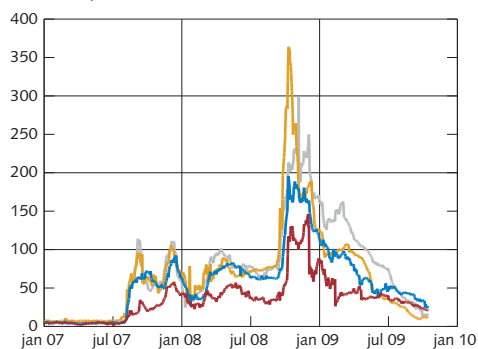


— Sverige
— Euroområdet
— USA
— Storbritannien

Anm. Differensen är beräknad som skillnaden mellan tremånaders interbankränta och tremånaders stats-skuldväxel.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram 1:7. Skillnad mellan interbankräntor och förväntade styrräntor (Basis-spread)
Räntepunkter



— Sverige
— Euroområdet
— USA
— Storbritannien

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

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

■ ■ Världsekonomin vänder uppåt

I slutet av 2008 drabbades större delen av världen av en ekonomisk kris som saknar motstycke sedan andra världskriget och det senaste året har präglats av denna kraftiga konjunkturförsämring. 2009 blir det första året sedan 1940-talet som BNP sjunker i världen (se diagram 1:5). Efter en mycket snabb konjunkturuppgång i världsekonomin finns dock tecken på att en återhämtning har tagit sin början.

I Sverige liksom i omvärlden märks det att förhållandena på de finansiella marknaderna håller på att normaliseras. Riskpremierna på räntemarknaden, i form av så kallade TED- och basisspreadar, har minskat sedan i våras (se diagram 1:6 och 1:7). Inte heller tycks företag och hushåll i Sverige drabbats av någon kreditåstramning utöver den som normalt sker i en konjunkturuppgång. Såväl Konjunkturinstitutets företagsbarometer som Riksbankens företagsundersökning visar att företagens möjligheter till finansiering har förbättrats den senaste tiden. Samtidigt har aktiepriserna stigit relativt kraftigt både i Sverige och internationellt (se diagram 1:8). Volatiliteten på aktiemarknaderna är för närvarande betydligt lägre än under inledningen av den finansiella krisen och är kring eller endast något över historiskt genomsnittliga nivåer (se diagram 1:9).

I samband med krisen försämrades inte bara de finansiella förhållandena utan även hushållens förtroende föll dramatiskt världen över. Parallellt med den pågående normaliseringen på de finansiella marknaderna har nu också konsumenternas förtroende återhämtat sig förhållandevis snabbt både i Sverige, euroområdet och USA (se diagram 1:10). Sammantaget tyder alltså mycket på att BNP i såväl omvärlden som i Sverige har passerat sin botten och kommer att stiga framöver.

BNP i världsekonomin väntas krympa i något mindre utsträckning under 2009 än vad som förväntades i huvudscenariot i den penningpolitiska uppföljningen i september 2009. Tillväxtprognosen för världens BNP under 2010 och 2011 har också reviderats upp till 3,3 respektive 4,2 procent (se tabell A5). Under 2012 väntas världsekonomin växa med 4,4 procent (se diagram 1:5). Detta innebär att tillväxten i världen 2010-2012 i så fall är nära ett historiskt genomsnitt sedan 1970.

Återhämtningen är tydligast i Asien där tillväxten vände uppåt snabbt det andra kvartalet. Tillväxten i Asien leds både av en stark efterfrågan i Kina som stimulerar exporten i området och av en förbättring av den inhemska efterfrågan i ett antal asiatiska länder. Även i USA och Europa har konjunkturutsikterna förbättrats.

I spåren av kraftigt fallande oljepriser och efterfrågebortfall är inflationen låg på många håll i världen (se diagram 3:16). I takt med att oljepriserna stiger och konjunkturen globalt återhämtar sig bedöms inflationen stiga, men den väntas alltjämt bli måttlig (se tabell A5).

■ ■ Fortfarande osäkerhet kring återhämtningen

Även om det finns allt tydligare tecken på att återhämtningen i världsekonomin har inletts kvarstår betydande osäkerhet om utvecklingen framöver. Konsumenternas förtroende och företagens egna bedömningar av framtidsutsikterna har stigit överlag. Det återstår dock att se om detta är inledningen på en kraftig och varaktig återhämtning. Många länder för en kraftigt expansiv finans- och penningpolitik och dessa stimulanser har påverkat världsekonomin positivt. Men de finanspolitiska stimulanspaketerna har också lett till stigande budgetunderskott i många länder, vilket kan leda till att åtstramningsbehovet blir större framöver än vad som antas i huvudscenariot. Detta skulle då riskera att bromsa upp konjunkturåterhämtningen. Den förbättring som skett på de finansiella marknaderna beror också till stor del på de kraftiga stimulanser som centralbankernas låga styrräntor och andra extraordinära åtgärder inneburit. Detta har frammanat viss oro och spekulation kring avvecklingen av dessa åtgärder, främst när det gäller USA och euroområdet. För Sveriges del är Riksbankens bedömning dock att avvecklingen kommer att vara relativt okomplicerad.³

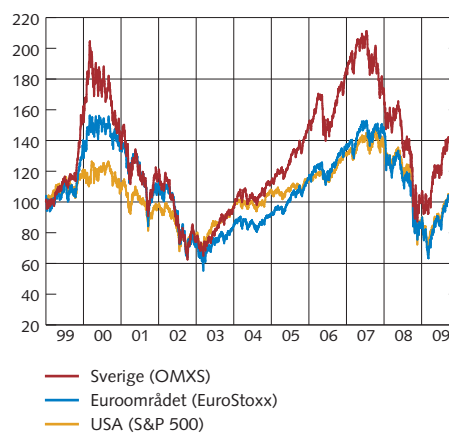
Samtidigt som det finns faktorer som talar för att återhämtningen kan gå långsammare är det inte heller osannolikt att den ekonomiska återhämtningen skulle kunna gå snabbare än i huvudscenariot. Om förtroendet stärks snabbare i världsekonomin eller effekterna av de penning- och finanspolitiska åtgärderna blir större än väntat skulle tillväxten bli högre i både omvärlden och Sverige. Osäkerheten kring prognoserna illustreras mer utförligt med hjälp av flera olika alternativscenarier i kapitel 2.

■ ■ Återhämtning i USA

Mycket tyder på att recessionen i USA som inleddes i december 2007 tog slut under det andra kvartalet 2009, då BNP i princip var oförändrad jämfört med kvartalet innan.⁴ Under de två föregående kvartalen föll BNP med 5-6 procent per kvartal i uppräknad årstakt. Bostadsmarknaden har stabiliserats och aktieindex har stigit ganska kraftigt i år. Detta har redan fått effekt på hushållens konsumtion, som har utvecklats bättre än väntat under det tredje kvartalet. Denna utveckling är emellertid också en effekt av en mycket expansiv ekonomisk politik som bland annat syftar till att understödja just konsumtion och särskilt köp av bilar och nya bostäder. Förtroendet bland hushållen har också förbättrats, vilket är en viktig förutsättning för att den amerikanska ekonomin skall fortsätta att återhämta sig (se diagram 1:10).

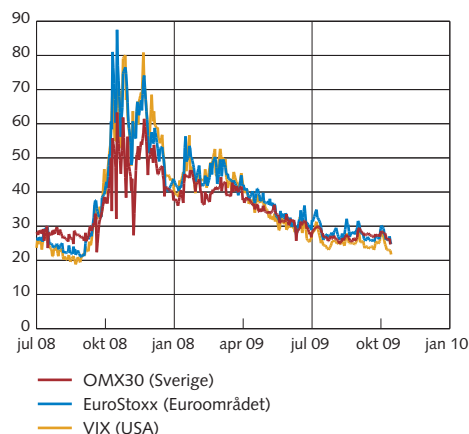
De första tendenserna till ökad konsumtion och minskat fall i investeringar innebär en utveckling där varulagren inte längre kan minska i samma takt som under de senaste kvartalen. Efter en ökning

Diagram 1:8. Börsutveckling
Index, 1999-01-04 = 100



Källa: Reuters EcoWin

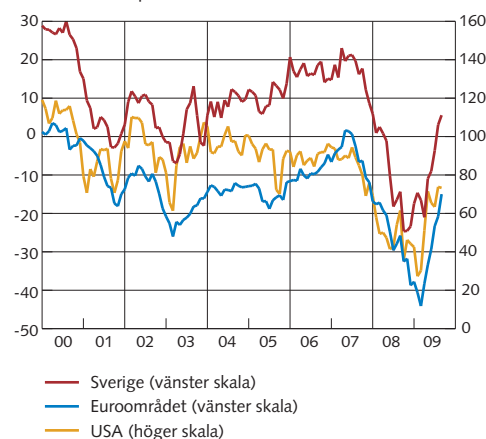
Diagram 1:9. Börsvolatilitet
Procent



Anm. Implicit volatilitet beräknad från indexoptionspriser.

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

Diagram 1:10. Konsumentförtroende i Sverige,
euroområdet och USA
Nettotal respektive index, 1985 = 100

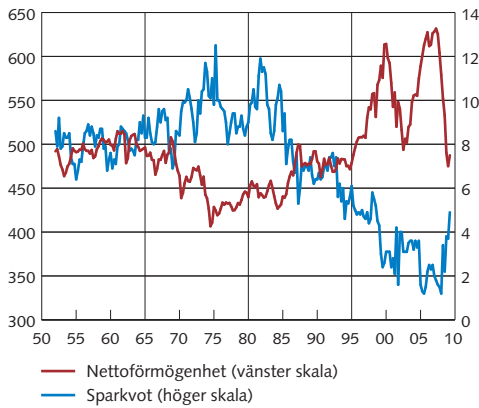


Källor: The Conference Board, EU-kommissionen och Konjunkturinstitutet

³ Se fördjupningen "Utfasning av okonventionella åtgärder" i denna rapport.

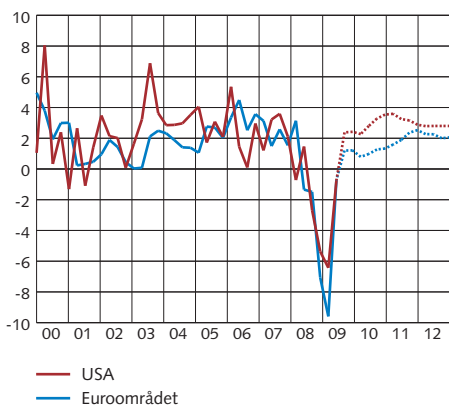
⁴ Den officiella datering som National Bureau of Economic Research (NBER) i USA har gjort visar att recessionen inleddes i december 2007.

Diagram 1:11. Hushållens nettoförmögenhet och sparkvot i USA
Procent av disponibel inkomst



Källor: Federal Reserve och Department of Commerce

Diagram 1:12. 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

av lagerstocken under inledningen av konjunkturedgången tenderar lagerinvesteringarnas bidrag till BNP-tillväxten att vara negativa. Men i takt med att fallet i slutlig efterfrågan dämpas måste takten i företagens lagerneddragningar börja minska. När detta sker ger lagerinvesteringarna betydande positiva bidrag till BNP-tillväxten, något som väntas ske under det andra halvåret 2009.

Arbetsmarknaden väntas inte börja återhämta sig förrän under 2010. En sådan fördröjning jämfört med återhämtningen i BNP ligger i linje med erfarenheter från tidigare finanskriser liksom de senaste recessionerna i USA.

En begränsning beträffande hållbarheten i återhämtningen av USA:s ekonomi är att hushållens sparande var på en historiskt sett mycket låg nivå innan krisen bröt ut. Det finns flera tänkbara anledningar till att sparkvoten sjönk under en längre period. En möjlig förklaring är att hushållens konsumtion bestäms av den förväntade framtida totala inkomsten, inte bara av nuvarande disponibel inkomst. I takt med förbättrad produktivitet utveckling och stabilare ekonomisk utveckling reviderades möjligen denna förväntade inkomst upp kontinuerligt under 1980- och 1990-talen och resulterade i såväl stigande tillgångspriser som minskad sparkvot. Det finns ett starkt negativt samband mellan hushållens sparande och nettoförmögenhet (se diagram 1:11). Under 1990- och 2000-talets kraftiga uppgång i tillgångspriserna sjönk sparkvoten till strax över 1 procent. Efter det stora fall i nettoförmögenheten som krisen har medfört har den börjat stiga igen. Därtill kommer att en historiskt hög skuldsättningsgrad gör att många hushåll som normalt skulle vilja konsumera på kredit nu istället tvingas att begränsa sin konsumtion. I år har dock aktiepriserna stigit igen och en fortsatt ökning av tillgångspriserna kommer enligt historiska samband att medföra en återhållande effekt på sparandet och förutsättningar för en återhämtning av konsumtionstillväxten.

Bedömningen är att ett fortsatt stöd från en expansiv ekonomisk politik och en kommande vändning också på arbetsmarknaden kommer att ge en BNP-tillväxt i USA som närmar sig det normala under 2011 och 2012. Sammantaget innebär bedömningen att BNP i USA sjunker med 2,6 procent i år för att sedan öka med 2,4 procent 2010. Åren därefter beräknas tillväxten bli cirka 3 procent per år.

Konsumentpriserna i USA var 1,3 procent lägre i september än vid motsvarande tid förra året och inflationen förväntas bli fortsatt låg under prognosperioden. Stigande oljepriser och ett något förbättrat konjunkturläge väntas bidra till att inflationen stiger till cirka 2 procent i genomsnitt per år 2010 till 2012.

■ ■ Begynnande återhämtning i euroområdet

I likhet med USA var BNP i euroområdet i det närmaste oförändrad under det andra kvartalet i år (se diagram 1:12). Euroländerna bedöms åter få stigande BNP från det tredje kvartalet i år.

Exporten har utvecklats bättre än väntat och bedöms ge starkare draghjälp till tillväxten under andra halvan av 2009 än i september-

prognosen. Även bidraget till efterfrågetillväxten från företagens lagerförändring väntas bli något starkare. För helåret 2009 beräknas fallet i BNP nu bli 4 procent, vilket är något mindre än vad som bedömdes i september. Fortsatt expansiv finans- och penningpolitik bidrar till att stimulera produktionen under 2010. Återhämtningen bedöms dock fortfarande gå långsamt och under 2010 förväntas en svag tillväxt på 1 procent. Först under 2011 närmar sig tillväxten en mer normal nivå (se tabell A5). Tillväxten blir under prognosperioden lägre i euroområdet än i USA. Detta är förenligt med historiska mönster som visar att återhämtningar efter konjunkturnedgångar går snabbare i USA och att den trendmässiga tillväxten där är högre. Dessutom verkar banksystemets problem mer hämmande på återhämtningen i euroområdet där företagen är mer beroende av bankerna för sin finansiering.

Trots att tillväxten nu förbättras kommer arbetsmarknaden i euroområdet att försämrats ytterligare eftersom det kraftiga fallet i BNP ännu inte fått fullt genomslag på sysselsättningen. Den fortsatt svaga arbetsmarknaden håller nere konsumtionen. Många hushåll är dessutom högt skuldsatta och kan behöva öka sitt sparande för att återställa sina balansräkningar. Sparkvoten är dock betydligt högre i euroområdet än i USA, vilket minskar riskerna för en kraftig korrigeringsuppåt av sparandet framöver. Konsumtionen utvecklas trots allt svagt under resten av 2009 och 2010. Tillväxten i euroområdet återhämtar sig endast gradvis och beräknas bli 1 respektive 1,7 procent under 2010 och 2011. Först 2012 når den över 2 procent (se tabell A5).

Inflationen i euroområdet bedöms bottna under det tredje kvartalet för att därefter vända upp igen och nå positiva tal under det fjärde kvartalet. Det låga resursutnyttjandet håller tillbaka inflationstakten. Det är främst de avklingande effekterna från sjunkande energi- och oljepriser som påverkar inflationen uppåt framöver. Prognosen för HIKP-inflationen är 0,4 procent 2009 och 1,2 procent 2010. Inflationen fortsätter därefter att stiga till cirka 2 procent i slutet av prognosperioden (se tabell A5).

■ ■ Blandad utveckling för Norden och Storbritannien

Även i Storbritannien och Norge finns tecken på en återhämtning. De finansiella förhållandena har förbättrats och optimismen hos såväl hushåll som företag har ökat. Detta tillsammans med de ekonomiska stimulansåtgärderna bedöms bidra till en gradvis stigande tillväxt de kommande åren. I Norge och Storbritannien bedöms även en återhämtning på bostadsmarknaden bidra till stigande tillväxt. Huspriserna i dessa länder har stigit sedan i början av året. I Storbritannien bedöms även det svaga pundet leda till ökad tillväxt genom att stimulera exporten. I Danmark har dock utfallen för BNP varit överraskande svaga till och med andra kvartalet i år. Tillväxten bedöms ändå stiga gradvis de kommande åren i takt med att omvärldens tillväxt stiger.

Diagram 1:13. Konkurrensvägd växelkurs, TCW Index, 1992-11-18 = 100

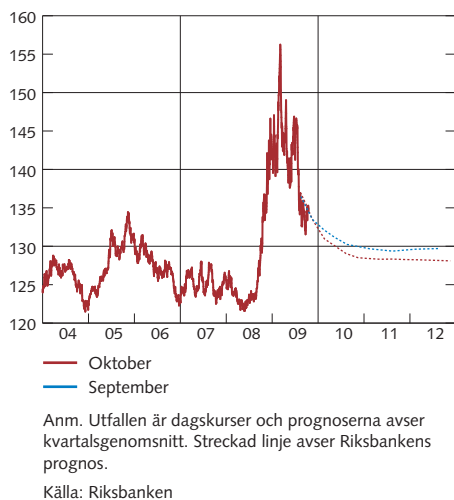


Diagram 1:14. Jämförelse av återhämtning i Sverige, euroområdet och USA
BNP-nivå, index 2007 kvartal 4 = 100

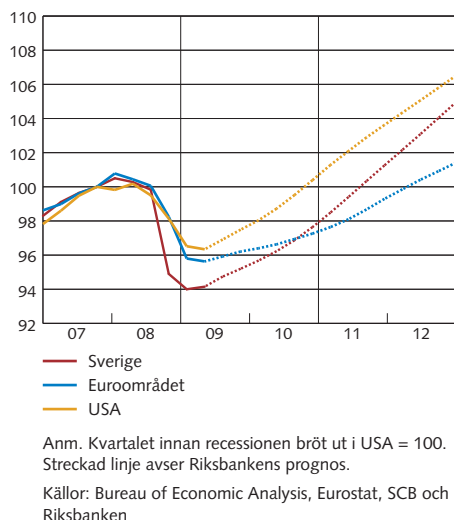
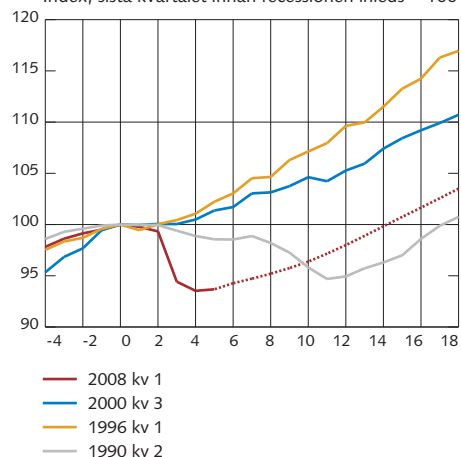


Diagram 1:15. Jämförelse av återhämtning vid olika recessioner, BNP Sverige
Index, sista kvartalet innan recessionen inleds = 100



■ ■ Återhämtningen starkast i Asien

I den återhämtning som nu påbörjats har tillväxtländerna i Asien, och då framförallt Kina och Indien, legat före USA och euroområdet. Tillväxten i regionen väntas hålla i sig under andra halvan av året. Kinas export väntas öka något framöver då efterfrågan i andra regioner stiger. Den väntas dock ligga kvar på en lägre nivå än före krisen under en relativt lång tid framöver.

Japan, som exporterar mycket till övriga Asien, har påverkats av den starka utvecklingen i Asien och BNP ökade under det andra kvartalet i år med 2,3 procent i uppräknad årstakt efter en period med stora fall i BNP. Industriproduktionen uppvisar ett liknande mönster. Förbättrade exportutsikter och den expansiva ekonomiska politiken talar för att återhämtningen i japansk ekonomi kommer att fortsätta. Tillväxten beräknas bli kring 2 procent 2011 och 2012, vilket är över den genomsnittliga tillväxten sedan början av 1990-talet. Den inhemska efterfrågan är dock fortfarande svag och inflationen blir fortsatt låg.

■ ■ Fortsatt förstärkning av kronan

Under den finansiella krisens inledning försvagades den svenska kronan (mätt med den handelsvägda kronkursen TCW-index) kraftigt. Under sommaren har kronan dock stärkts markant, delvis som ett resultat av den pågående normaliseringen på de finansiella marknaderna. Förstärkningen sedan den penningpolitiska rapporten i juli är drygt 5 procent. Riksbanken har tidigare bedömt att kronan ska stärkas i takt med att den finansiella krisen klingar av och kronans utveckling sedan den penningpolitiska uppföljningen i september har varit i linje med prognosen.

Kronan bedöms fortsätta att förstärkas ytterligare något de närmaste åren (se diagram 1:13). Fundamentala faktorer beträffande Sveriges ekonomi talar för detta. BNP-tillväxten i Sverige blir högre relativt omvärlden och överskotten i bytesbalansen förblir stora.⁵

■ ■ Lång tid innan BNP-fallet i Sverige återhämtas

BNP föll snabbare i Sverige än i många andra länder i inledningen av krisen eftersom Sverige är en liten öppen ekonomi som har stor handel med omvärlden (se diagram 1:14). Även om tillväxten återhämtar sig andra halvåret väntas BNP i Sverige falla med mer än 4 procent under 2009. Diagram 1:15 visar att fallet i BNP den här gången varit betydligt snabbare än under tidigare konjunkturdowngångar. Trots att BNP-tillväxten nu väntas bli positiv framöver kommer det att ta lång tid innan ekonomin är tillbaka på samma nivå som före krisen.

Nästa år väntas BNP-tillväxten bli drygt 2 procent. Flera faktorer bidrar till den mer positiva utvecklingen. Efterfrågan från omvärlden

⁵ Se även B. Lagerwall och M. Nessén, "Kronans långsiktiga utveckling", Ekonomisk kommentar nr 6, 2009, Sveriges riksbank.

återhämtar sig efter det tvära fallet föregående år, vilket bidrar till att Sveriges export åter ökar. Sverige har också i jämförelse med många andra länder relativt goda förutsättningar för en starkare inhemsk efterfrågan då hushållens sparande i utgångsläget är högt och den offentliga sektorns finanser är jämförelsevis goda. Det senare innebär att behovet av finanspolitisk åtstramning längre fram är mindre i Sverige än i många andra länder.

I takt med att återhämtningen i omvärlden fortsätter väntas den svenska tillväxten stärkas ytterligare under 2011 och 2012 (se diagram 1:16). Trots att BNP-tillväxten 2011 väntas bli över 3 procent är det först mot slutet av året som BNP-nivån nått upp till samma nivå som innan krisen bröt ut (se diagram 1:14). BNP-tillväxten 2012 väntas bli fortsatt hög, i linje med efterfrågan från omvärlden. Då finns det åter en mer solid efterfrågan på svenska exportprodukter, vilket också bidrar till att kapacitetsutnyttjandet stiger och näringslivets investeringar i Sverige tar fart (se tabell A6).

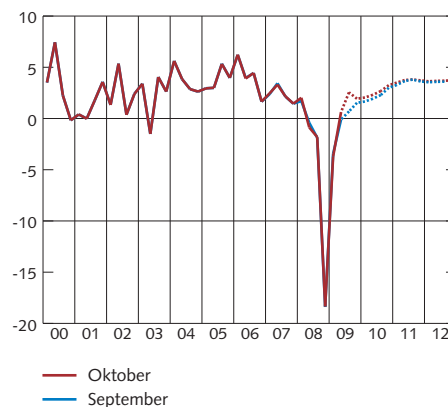
■ ■ Högt sparande idag gynnar konsumtionstillväxten framöver

Hushållens konsumtion har stigit på senare tid men är fortfarande cirka 2 procent lägre än för ett år sedan. Hushållens disponibla inkomster har ökat under de senaste åren men hushållen har sparat en allt större andel av sina inkomster. Att hushållen ökar sitt sparande är naturligt när det råder osäkerhet om framtiden och när de förväntar sig en svagare arbetsmarknad. I Sverige är sparandet bland hushållen mycket högt för närvarande (se diagram 1:17). Till skillnad från det låga hushållssparandet i exempelvis USA utgör det svenska hushållssparandet alltså ingen begränsning för konsumtionstillväxten framöver. En ytterligare faktor som talar för högre konsumtionstillväxt i Sverige jämfört med exempelvis USA och Storbritannien är att korrigeringen nedåt av huspriserna inte har varit lika kraftig i Sverige. Huspriserna har dessutom stigit den senaste tiden.⁶

Hushållens konsumtion stimuleras av de låga räntorna under prognosperioden och väntas öka med drygt 2 procent per år 2010 till 2012. Historiskt finns det också ett samband mellan konsumentförtroendet och sparkvoten. Det kraftigt sjunkande konsumentförtroendet i samband med finanskrisen sammanföll med en uppgång i sparkvoten (se diagram 1:18). De senaste månaderna har förtroendet hos hushållen snabbt återvänt till nivån före krisen. Detta ökar förutsättningarna för ett minskat sparande framöver. Allteftersom konjunkturen gradvis förbättras och osäkerheten om framtiden minskar väntas hushållen minska sitt sparande och öka sin konsumtion (se diagram 1:17).

Diagram 1:16. BNP

Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data

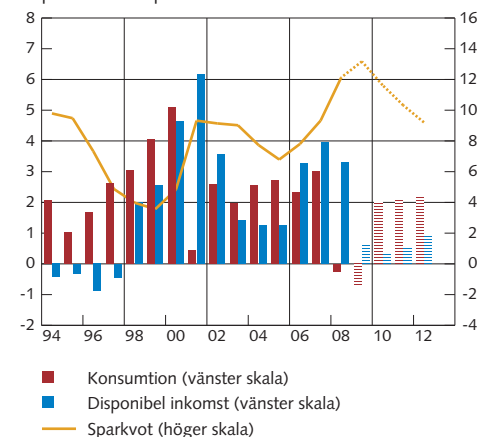


Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:17. Hushållens konsumtion, disponibla inkomst och sparkvot

Årlig procentuell förändring, fasta priser respektive procent av disponibel inkomst

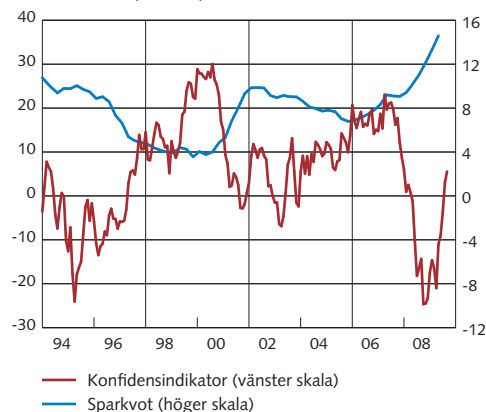


Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:18. Konfidensindikator och sparkvot hos hushållen

Nettotal respektive procent

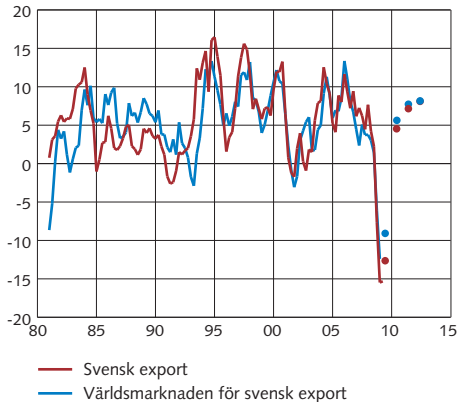


Anm. Fyra kvartals glidande medelvärde för sparkvot.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

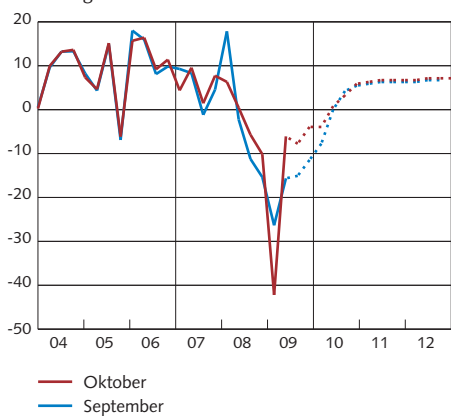
⁶ Se även fördjupningen "Bostadspriserna i Sverige" i denna rapport.

Diagram 1:19. Svensk export och världsmarknaden för svensk export
Årlig procentuell förändring



Anm. Punkter avser Riksbankens prognos för helår.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:20. Fasta bruttoinvesteringar
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

■ ■ Svensk export hårt drabbad av krisen

Efterfrågan på svenska exportprodukter, som till stora delar består av insats- och investeringsvaror, har fallit kraftigt i samband med den globala recessionen. Svensk export väntas falla med nästan 13 procent under 2009. Indikatorer pekar dock på att efterfrågan i omvärlden håller på att återhämta sig. Orderingången för svensk export stiger och indikerar att exporten ökar igen i slutet av innevarande år (se diagram 3:27). Framförallt är det orderingången för insats- och investeringsvaruindustrin som utvecklats starkt. Under 2010 väntas exporten öka med 4,6 procent men uppgången hålls tillbaka något på grund av en starkare växelkurs. Under 2011 och 2012 väntas exporten utvecklas i linje med världsmarknadstillväxten (se diagram 1:19).

Även importen har fallit kraftigt men väntas öka vid slutet av 2009. Detta till följd av ökad inhemsk efterfrågan och export samtidigt som företagen drar ned på takten i lageravvecklingen. Importen återhämtar sig något långsammare än exporten under 2010 eftersom investeringarna fortsätter att falla.

Enligt betalningsbalansstatistiken minskade överskottet i bytesbalansen 2008, främst till följd av att avkastningen på investeringar utomlands reducerades kraftigt. De närmaste åren bedöms överskottet i bytesbalansen åter öka då återhämtningen kommer tidigare för exporten än för den samlade inhemska efterfrågan, vilket innebär att nettoexporten ökar.

■ ■ Fortsatt investeringsfall

Också näringslivets investeringar har påverkats kraftigt av den fallande efterfrågan på svenska exportvaror. Investeringsplaner har stoppats eller fördröjts. Under 2009 väntas de totala investeringarna falla med mer än 15 procent. Även 2010 väntas de totala investeringarna falla, men i betydligt långsammare takt. Främst är det näringslivets investeringar som fortsätter att dras ned. Efter det stora efterfrågebortfall som har inträffat under krisen finns mycket ledig kapacitet inom framförallt tillverkningsindustrin. Detta innebär att även om produktionen börjat växa igen så dröjer det innan behovet av ökade investeringar återvänder. Fallet i bostadsinvesteringar har pågått en tid och en återhämtning väntas komma 2010. Både det historiskt låga ränteläget och ett stort behov av nya bostäder talar för att investeringarna i bostäder återhämtar sig tidigare än näringslivets investeringar. År 2011 väntas de totala investeringarna åter öka när kapacitetsutnyttjandet i näringslivet har stigit så mycket att nyinvesteringar behövs (se diagram 1:20).

■ ■ Finanspolitiken normal i rådande konjunkturläge

Riksbankens finanspolitiska prognoser baseras på vad som kan betraktas som en normal historisk utveckling av finanspolitiken över en konjunkturcykel.⁷ Det finansiella sparandet i den offentliga sektorn har

⁷ Se fördjupningen "Finanspolitik: antaganden och prognoser" i Penningpolitisk rapport 2008:3.

länge varit positivt men under 2009 och 2010 försvagas det kraftigt (se tabell A4). Orsaken är främst att en svag konjunktur minskar de offentliga inkomsterna samtidigt som utgifterna stiger då arbetslösheten ökar. Det offentliga finansiella sparandet sjunker till -2,5 procent av BNP 2010.

I takt med konjunkturåterhämtningen under 2011 och 2012 förstärks det finansiella sparandet igen, bland annat genom ökande skatteintäkter och minskande utgifter för arbetslöshet. Riksbankens bedömning är att regeringen kommer att annonsera mindre utgiftsökningar 2011 än 2010, vilket är normalt givet konjunkturläget. Målet för de offentliga finanserna är att de ska visa överskott om 1 procent av BNP under en konjunkturcykel. Riksbankens bedömning är att detta mål kommer att nås på sikt.

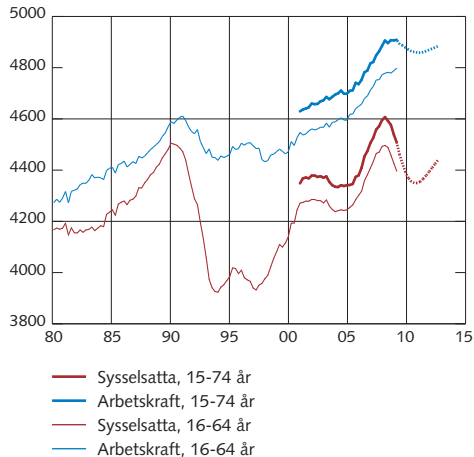
Den offentliga konsumtionen påverkas av hur befolkningen förändras, eftersom konsumtionen till stor del består av att tillhandahålla grundläggande service till medborgarna. När antalet unga och gamla ökar så ökar exempelvis behovet av barnomsorg och äldreomsorg. Detta leder normalt till stigande offentlig konsumtion. Den ekonomiska situationen i många kommuner och landsting är ansträngd. De stimulanser som väntas komma kommuner och landsting tillgodo minskar risken för personalneddragningar under prognosperioden. Detta innebär att den offentliga konsumtionen bedöms öka i linje med vad som är motiverat av förändringen i strukturen på befolkningen.

■ ■ Fortsatt försämrat arbetsmarknadsläge

Arbetsmarknaden har försämrats snabbt det senaste året. Arbetslösheten har stigit med cirka 2,5 procentenheter och både sysselsättning och arbetade timmar har minskat kraftigt, särskilt inom industrin. Även om det tycks ha skett en stabilisering av vissa arbetsmarknadsindikatorer är de fortfarande på sådana nivåer att de pekar på fortsatt fallande sysselsättning. Antalet lediga jobb har halverats det senaste året och Konjunkturbarometern visar att företagen trots sysselsättningsminskningar planerar att fortsätta dra ner på personal. Antalet varsel om uppsägning har visserligen minskat de senaste månaderna men ligger fortfarande på höga nivåer. Kraftiga minskningar i efterfrågan och produktionen har lett till ett ökat tryck på rationaliseringar i företagen och antalet arbetade timmar väntas falla till slutet av 2010.

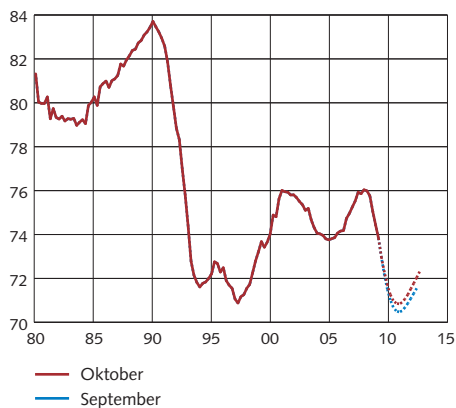
Sjukfrånvaron och övrig frånvaro bedöms falla under prognosperioden, vilket drar upp den genomsnittliga arbetstiden. Samtidigt dämpas medelarbetstiden av den svaga efterfrågan på arbetskraft och överenskommelser om arbetstidsförkortningar som parterna på arbetsmarknaden slutit. Sammantaget innebär detta att medelarbetstiden per sysselsatt minskar i år. De kommande åren återhämtar sig medelarbetstiden, vilket innebär att sysselsättningen först faller snab-

Diagram 1:21. Arbetskraft och sysselsatta
Tusentals personer, säsongrensade data



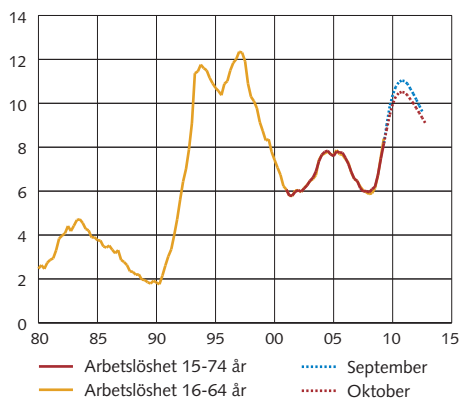
Anm. Data före 1993 är länkade av Riksbanken.
Streckad linje avser Riksbankens prognos, 15-74 år.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:22. Sysselsättningsgrad
Sysselsättning i procent av befolkningen, 16-64 år, säsongrensade data



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

Diagram 1:23. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



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

bare och därefter växer långsammare än timmarna. Antal sysselsatta bedöms minska med nästan 180 000 personer mellan 2008 och 2012. Det är den kraftigaste nedgången i sysselsättningen sedan 1990-talskrisen även om sysselsättningsfallet denna gång väntas bli mer begränsat (se diagram 1:21).

Enligt SCB:s befolkningsprognos väntas den arbetsföra befolkningen växa i långsammare takt de kommande åren (se tabell A7) och dess bidrag till arbetskraften blir därmed allt mindre.⁸ Eftersom andelen yngre och äldre dessutom ökar, innebär sammansättningen av den arbetsföra befolkningen att en större andel kommer att befinna sig utanför arbetskraften, till exempel i studier eller pension. Det svaga arbetsmarknadsläget med låg efterfrågan på arbetskraft innebär också att färre personer söker sig in på arbetsmarknaden. Ett antal ekonomisk-politiska åtgärder motverkar denna konjunkturellt betingade negativa effekt. Ändrade regler gör till exempel att många kommer att lämna sjukförsäkringssystemet under 2010 och 2011. En del av dessa väntas söka sig in på arbetsmarknaden. Den sammanfattade bedömningen är att arbetskraften minskar fram till mitten av 2011 för att därefter växa igen. Detta innebär att arbetskraftsdeltagandet kommer att vara historiskt lågt under prognosperioden och att sysselsättningsgraden kommer att bottna på en lägre nivå än den som rådde efter 1990-talskrisen (se diagram 1:22).

Arbetslösheten väntas fortsätta stiga för att nå sin topp på cirka 10,5 procent i slutet av 2010, vilket innebär att cirka 510 000 personer då är arbetslösa. Uppgången i arbetslösheten från botten till toppen blir därmed den kraftigaste sedan 1990-talskrisen (se diagram 1:23). I början av 2011 ökar sysselsättningen igen och arbetslösheten sjunker tillbaka. Denna återhämtning följer historiska samband där sysselsättningen släpar efter i förhållande till BNP. Trots återhämtningen kommer cirka 160 000 fler personer att vara arbetslösa i slutet av 2012 jämfört med slutet av 2007.

■ Återhämtningen i produktiviteten har påbörjats

Det är vanligt att ökningstakten i arbetsproduktiviteten avtar när BNP-tillväxten mattas och stiger när den återhämtar sig, eftersom det tar längre tid att anpassa personalstyrkan än produktionen. Återhämtningen i produktiviteten har påbörjats i och med att produktionen nu börjat växa medan timmarna fortfarande faller (se diagram 1:24). Företagens anpassning av antalet sysselsatta och antalet arbetade timmar väntas fortsätta under 2010. I många företag är kapacitetsutnyttjandet lågt och produktionskapaciteten för stor. När efterfrågan nu börjat stiga igen kan produktionen därför öka snabbt utan att arbetade timmar stiger i samma omfattning. I prognosen ökar produktiviteten med 2,8 procent 2011 och 2,3 procent 2012 (se tabell A8).

⁸ För detaljer kring SCB:s befolkningsprognos se "Sveriges framtida befolkning 2009-2060", Demografiska rapporter 2009:1.

Resursutnyttjandet är lågt

I utformningen av penningpolitiken beaktas inte bara inflationen utan också resursutnyttjandet. Riksbanken använder flera olika indikatorer och statistiska metoder för att bedöma hur resursutnyttjandet kommer att utvecklas under de närmaste åren. Utvecklingen på arbetsmarknaden där arbetslösheten stiger snabbt och sysselsättningsgraden faller visar att resursutnyttjandet blir allt lägre.

Det kraftiga fallet i produktionen som har skett bedöms delvis få varaktiga effekter som minskar den långsiktiga produktionsnivån. Även effekten på arbetsmarknaden antas bli långvarig. När arbetsmarknaden försämras så mycket påverkas utbudet av arbetskraft negativt under en längre tid och antalet långtidsarbetslösa stiger. Liksom efter 1990-talskrisen förväntas delar av den arbetsföra befolkningen mer permanent hamna utanför arbetsmarknaden.

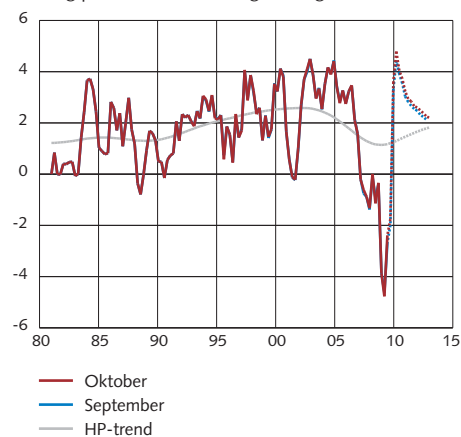
Sammanfattningsvis har Riksbanken antagit att de långsiktiga nivåerna för produktion och sysselsättning har påverkats negativt av den finansiella krisen och av lågkonjunkturen. Fallet i resursutnyttjandet blir därför inte lika stort som nedgången i produktionen annars skulle tyda på. Diagram 1:25 visar uppskattningar av hur BNP, sysselsättning och arbetade timmar utvecklas i förhållande till sina långsiktiga trender. Enligt prognosen kommer resursutnyttjandet mätt med produktionsgapet bottsna på ungefär samma låga nivå i denna kris som under 1990-talskrisen. Jämfört med 1990-talet har dock produktiviteten nu fallit kraftigt, vilket lett till att fallet i BNP blivit större än fallet i timmar och sysselsättning. Den sammantagna bilden av resursutnyttjandet är att det under 2010 är mycket lägre än normalt för att därefter stiga.

Arbetsmarknadsläget ger låga löneökningar de kommande åren

Under 2010 ska kollektiva löneavtal som omfattar ungefär 75 procent av löntagarna på den svenska arbetsmarknaden omförhandlas. Dessa förhandlingar kommer att ske i ett läge då arbetsmarknaden är mycket svag med fallande sysselsättning och stigande arbetslöshet. Därutöver har produktiviteten i den svenska ekonomin fallit under en längre tidsperiod och företagens vinster är nedpressade. Dessa faktorer talar för låga löneökningar framöver. Dessutom har förväntningarna om framtida löneökningar den senaste tiden legat kring 2 procent enligt Konjunkturbarometern och Prosperas enkät.

Lönerna förväntas mot denna bakgrund öka med drygt 2 procent under 2010, vilket till och med är lägre än under 90-talskrisen (se diagram 1:26). Löneökningstakten ökar därefter men blir kvar på en relativt låg nivå under den resterande delen av prognosperioden (se tabell A8). De låga löneökningarna tillsammans med den höga produktivitetstillväxten medför att arbetskostnaden per producerad enhet faller under 2010 och 2011 för att sedan öka något under 2012 (se diagram 1:27).

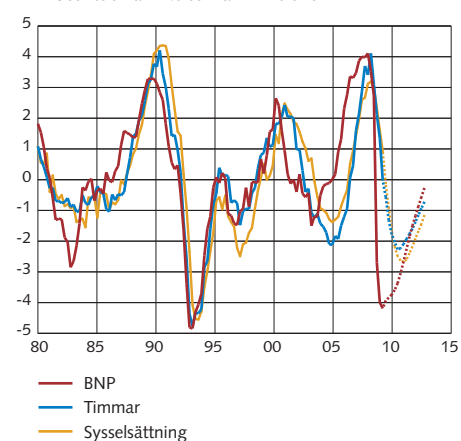
Diagram 1:24. Faktisk och trendmässig arbetsproduktivitets i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

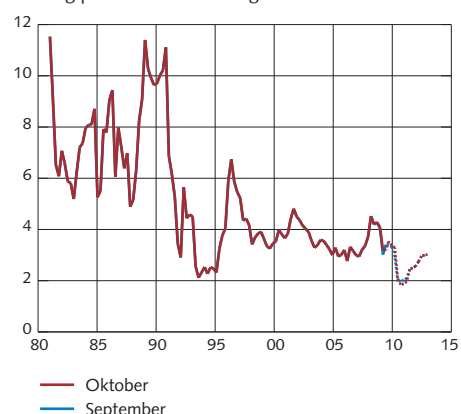
Diagram 1:25. Skattade gap
Procentuell avvikelser från HP-trend



Anm. Dessa gap ska inte nödvändigtvis tolkas som Riksbankens samlade bedömning av resursutnyttjandet. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

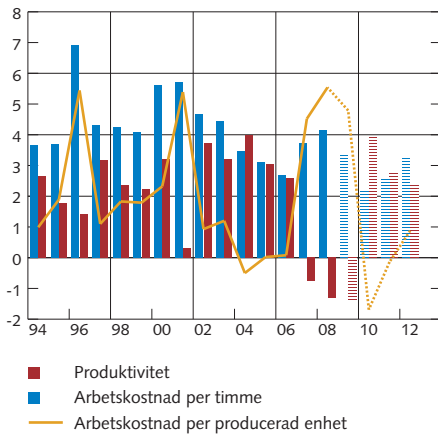
Diagram 1:26. Nominella löner
Årlig procentuell förändring



Anm. Avser löner enligt konjunkturlönestatistik från 1993 och enligt strukturlönestatistik före 1993. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

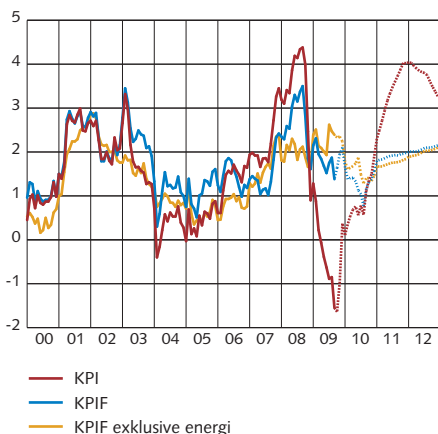
Diagram 1:27. Arbetskostnader per producerad enhet i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

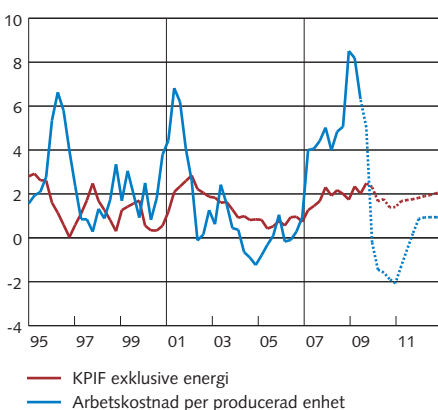
Diagram 1:28. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:29. KPIF exklusive energi och arbetskostnad per producerad enhet
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

■ ■ Inflationen stiger framöver

Inflationen har fallit snabbt de senaste månaderna. Den årliga ökningstakten i KPI beräknas falla från en topp i september 2008 på 4,4 procent till en botten i oktober 2009 på -1,6 procent. Således kommer ökningstakten i KPI att under ett år ha fallit med 6 procentenheter. Främst beror den fallande ökningstakten i KPI under 2009 på att bostadsräntorna och energipriserna faller snabbt. Exklusive bostadsräntor och energi förväntas däremot inflationen ligga relativt stabilt nära 2 procent (se diagram 1:28).

Arbetskostnaderna per producerad enhet har ökat snabbt under de senaste åren men faller under 2010 och 2011. På lång sikt finns en samvariation mellan arbetskostnaderna per producerad enhet och den underliggande inflationen mätt med KPIF exklusive energi (se diagram 1:29). Dock varierar arbetskostnaderna per producerad enhet betydligt mer än KPIF exklusive energi. Vare sig de kraftiga ökningstakterna i arbetskostnaderna per producerad enhet sedan 2007 eller kronförsvagningen under 2008 har lett till några kraftiga prisökningar. Troligen har det exceptionella konjunkturläget minskat utrymmet för företagen att höja sina priser. Företagens vinstandelar har därför fallit. Därmed är det rimligt att inflationen hålls uppe framöver trots fallande kostnadstryck. Företagen förutsätts höja priserna för att återställa vinstandelen.

Under 2010 börjar KPI-inflationen stiga snabbt och uppgår till strax under 4 procent mot slutet av prognosperioden. Detta beror främst på att bostadsräntorna slutar falla för att sedan börja stiga i takt med att Riksbanken höjer reporäntan. Dessutom stiger energipriserna under slutet av prognosperioden. Oljepriset väntas stiga från cirka 68 dollar per fat i genomsnitt under september till 81 dollar per fat i slutet av 2012. Detta är i linje med terminsprissättningen på oljemarknaden (se diagram 1:30). Även elpriserna väntas stiga under perioden i linje med terminsprissättningen på elmarknaden.

Ökningstakten i KPIF och KPIF exklusive energi stiger under slutet av prognosperioden i takt med att konjunkturen stärks och resursutnyttjandet blir mindre negativt. I slutet av prognosperioden väntas inflationen mätt med KPIF och KPIF exklusive energi att vara nära 2 procent. Bostadsräntorna kommer således att bidra med en skillnad på cirka 2 procentenheter mellan KPI- och KPIF-inflationen i slutet av prognosperioden.

HIKP förväntas stiga med i genomsnitt 1,8 procent under 2009 (se diagram 1:31). HIKP är det harmoniserade konsumentprisindex som används i euroområdet. HIKP påverkas liksom KPIF inte av förändrade bostadsräntor. Det finns dock metodologiska skillnader mellan KPIF och HIKP, vilka medför att HIKP-inflationen på lång sikt kan väntas överstiga KPIF-inflationen. HIKP-inflationen har de senaste månaderna varit högre i Sverige än i euroområdet, vilket troligen beror på att kronan har försvagats mot euron och att arbetskostnaderna per producerad enhet stigit snabbare i Sverige än i euroområdet

under de senaste åren. Mot slutet av prognosperioden förväntas HIKP-inflationen i såväl Sverige som euroområdet vara nära 2 procent.

■ ■ Inflationförväntningarna väl förankrade

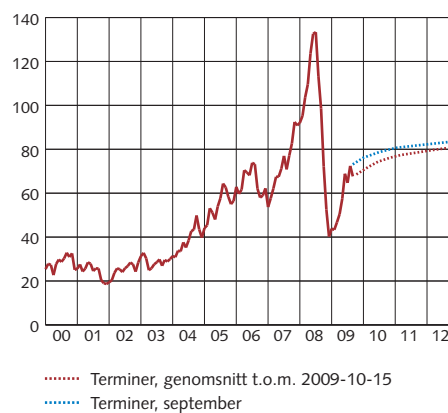
För att penningpolitiken ska få önskad effekt i rådande konjunkturläge är det önskvärt att allmänhetens inflationsförväntningar inte sjunker för mycket så att den reala räntan som hushåll och företag möter blir för hög. Efter att ha fallit under ett års tid steg inflationsförväntningarna på ett och två års sikt något enligt Prosperas oktoberundersökning (se diagram 3:36). På ett års sikt är de nu 0,8 procent och på två års sikt 1,6 procent. Inflationförväntningarna på 5 års sikt är 2,2 procent och ligger alltså i linje med inflationsmålet. Det senaste decenniet har de legat som mest 0,5 procentenheter från 2 procent. Detta tyder på att inflationsförväntningarna är väl förankrade. Det finns därför inte några tecken på att den senaste tidens mycket låga inflation har sänkt de långsiktiga inflationsförväntningarna påtagligt.

■ ■ Låg reporänta under lång tid

Tecknen på att konjunkturen har vänt uppåt har blivit tydligare. Läget på de finansiella marknaderna går mot en normalisering och risken för en fortsatt svag utveckling i omvärlden har minskat. Konjunkturutsikterna är därmed något mer gynnsamma än i september. Trots detta så kommer resursutnyttjandet i Sverige att vara lägre än normalt under prognosperioden. I utformningen av penningpolitiken beaktas inte bara inflationen utan också resursutnyttjandet.⁹ Bedömningen att reporäntan behöver vara låg under en relativt lång period kvarstår. Detta är nödvändigt för att säkerställa återhämtningen i Sveriges ekonomi. Prognoserna i denna rapport baseras på att reporäntan hålls oförändrad på 0,25 procent till hösten 2010 (se diagram 1:32). Därefter höjs den relativt snabbt till omkring 4 procent i slutet av 2012. Detta förväntas medföra att inflationen hålls nära målet. Resursutnyttjandet kommer däremot att vara lägre än normalt under hela prognosperioden, trots en mycket expansiv penningpolitik. Den reala reporäntan kommer att vara negativ under en tvåårsperiod från början av 2009 (se diagram 1:33). Detta är mycket ovanligt i ett historiskt perspektiv.¹⁰

Mellan september 2008 och juli 2009 har reporäntan sänkts med hela 4,5 procentenheter. Från hösten 2010 till hösten 2012 förväntas den stiga med cirka 3,75 procentenheter (se diagram 1:32). Dessa kraftiga förändringar i reporäntan bidrar till stora kast i KPI-inflationen via förändringar i hushållens bostadsräntor (se diagram 1:28). En bättre bild av den så kallade underliggande inflationen ges av KPIF-inflationen där bostadsräntorna konstanthålls. KPIF-inflationen utvecklas relativt stabilt och är i linje med inflationsmålet under större

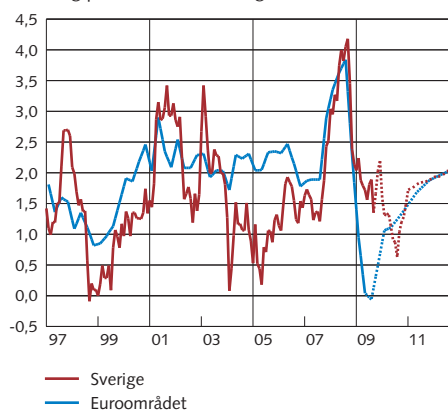
Diagram 1:30. Oljepris, Brentolja
USD per fat



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

Källor: Intercontinental Exchange och Riksbanken

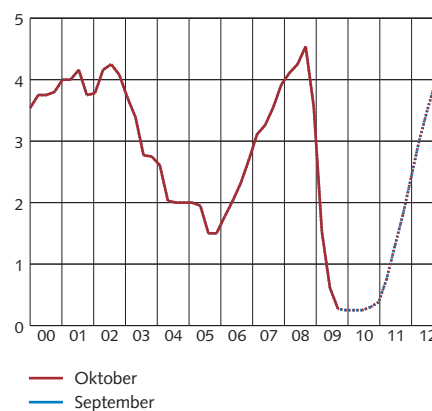
Diagram 1:31. HIKP i Sverige och euroområdet
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Eurostat, SCB och Riksbanken

Diagram 1:32. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



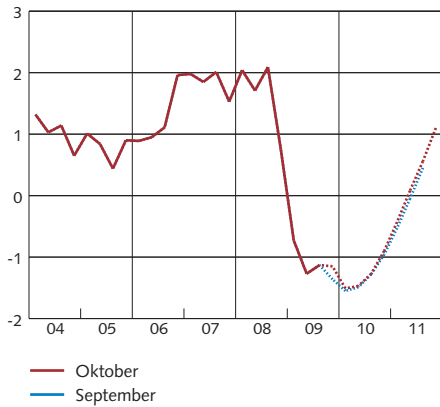
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

⁹ Se fördjupningen "Utvärdering av penningpolitiska alternativ" i denna rapport.

¹⁰ Se B. Lagerwall "Realräntan i Sverige", Ekonomisk kommentar nr 5 2008, Sveriges riksbank.

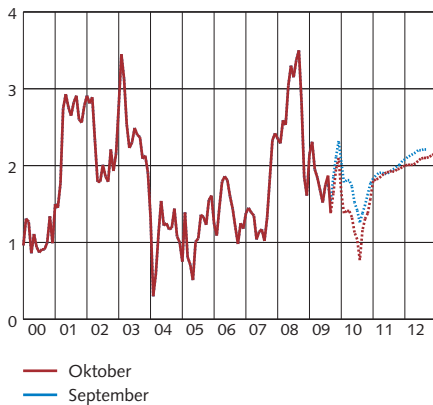
Diagram 1:33. Real reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



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

Källa: Riksbanken

Diagram 1:34. KPIF
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

delen av prognosperioden. På längre sikt sammanfaller ökningstakten för KPIF och KPI då reporäntan stabiliseras på en mer normal nivå.

Jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i september är BNP-tillväxten uppreviderad, vilket delvis motverkas av att inflationen bedöms bli något lägre. Under normala omständigheter skulle detta tala för en högre reporäntebana. Men det mycket låga resursutnyttjandet och det bräckliga läget på de finansiella marknaderna motiverar en lägre reporänta. Sammantaget är det därför lämpligt att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procent. Även prognosen för reporäntan är oförändrad i förhållande till den penningpolitiska uppföljningen i september.

I samband med räntebeslutet har Riksbanken också beslutat att låna ut ytterligare 100 miljarder till bankerna med fast ränta med 11 månaders löptid. Att bankerna på detta sätt erbjuds lån med så pass lång löptid till låg och förutbestämd ränta bör bidra till fortsatt låga räntor på lån till företag och hushåll. Åtgärden sker i syfte att öka möjligheterna att penningpolitiken får avsedd effekt.

Huvudsakliga prognosrevideringar sedan uppföljningen i september

- Prognosen för BNP-tillväxten i omvärlden har reviderats upp jämfört med i september. Revideringarna motiveras dels av en förändrad syn på lagercykeln och dels av förbättrade indikatorer för tillväxten (se tabell A5).
- Prognosen för BNP-tillväxten i Sverige är uppreviderad både 2009 och 2010 och i mindre utsträckning även 2011 (se tabell A6). Upprevideringen motiveras av starkare utfall, något starkare omvärld och starkare indikatorer.
- Prognosen för sysselsättningen är uppreviderad något som en följd av den högre BNP-tillväxten. Arbetslösheten förväntas bli något lägre (se tabell A7).
- Kronan förväntas vara oförändrad det fjärde kvartalet i år jämfört med prognosen i september. Därefter stärks kronan något mer än i septemberprognosen (se tabell A4).
- Prognoserna för energipriserna är lägre än i september, beroende på lägre terminspriser.
- Inflationen väntas bli något lägre (se diagram 1:34), främst till följd av lägre energipriser och något högre produktivitetstillväxt.

■ KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker

En ljusning i konjunkturen har börjat skönjas; BNP i Sverige slutade falla under det andra kvartalet 2009 och de finansiella marknaderna går mot en normalisering. Men det är fortfarande osäkert hur lång tid återhämtningen kommer att ta. Det är exempelvis tänkbart att den positiva utvecklingen på kreditmarknaderna bidrar till en snabbare konjunkturuppgång i både Sverige och omvärlden, vilket skulle kunna leda till att Riksbanken höjer reporäntan tidigare än

i huvudscenariot. Samtidigt kommer de expansiva finanspolitiska åtgärderna som lagts fram i många länder att fasa ut under 2011 och 2012, och efterfrågan kan därför komma att mattas under den senare delen av prognosperioden. Resursutnyttjandet i svensk ekonomi är dessutom fortsatt mycket lågt och det är fullt möjligt att inflationstrycket blir lägre än väntat. Reporäntan skulle i så fall börja höjas senare än vad som föreslagits i huvudscenariot.

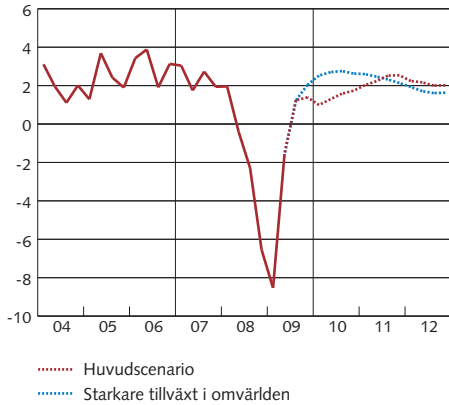
Situationen på de finansiella marknaderna går mot en normalisering, men ovissheten kring hur recessionen i de baltiska länderna och Östeuropa kommer att påverka de svenska bankernas kreditförluster är fortfarande stor. Risker finns att fler bankkunder drabbas av lågkonjunkturen och de statsfinansiella åtstramningspaket som tvingats fram i de baltiska länderna, och att de därigenom får svårt att betala sina lån. De kreditförluster som i så fall drabbar bankerna kan bli större än vad som beräknats i till exempel huvudscenariot i Finansiell stabilitetsrapport 2009:1, även om konjunkturläget sedan dess har förbättrats.

De finansiella marknaderna är dessutom fortfarande känsliga för enskilda störningar och det finns en risk att det finansiella förtroendet återigen skulle kunna försämrats. En sådan utbredd och rubbad tillit skulle kunna innebära att konjunkturuppgången i både Sverige och omvärlden blir mindre kraftfull. En annan osäkerhet, som också kan påverka snabbheten i återhämtningen, gäller effekterna av en korrigering av de globala obalanser som länge har rått i världens bytesbalansrelationer. För att det stora underskottet i USA:s bytesbalans ska minska måste exporten öka i USA och minska i länder med stora bytesbalansöverskott såsom Kina, Japan och Sverige. På kort sikt kan den minskade efterfrågan i USA och andra underskottsländer ha negativa konsekvenser för svensk export, men det är svårt att bedöma hur stora effekterna blir (se även fördjupningen "Globala obalanser, sparande och efterfrågan i krisens spår" i Penningpolitisk rapport, juli 2009).

Detta kapitel presenterar några alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen som skiljer sig från huvudscenariot. Syftet är att närmare belysa den osäkerhet som råder om den framtida utvecklingen och de risker som för tillfället bedöms vara särskilt viktiga. Det finns naturligtvis en mängd andra tänkbara alternativa utvecklingsvägar. De speglas i de osäkerhetsintervall runt prognosen som illustreras i diagram 1:1-1:4 i kapitel 1.

I det första alternativscenariot antas att tillväxten och efterfrågan i omvärlden blir starkare än vad som antagits i huvudscenariot på grund av att finansmarknaderna normaliserats och förtroendet återkommit. I alternativscenariot höjs reporäntan i något snabbare takt.

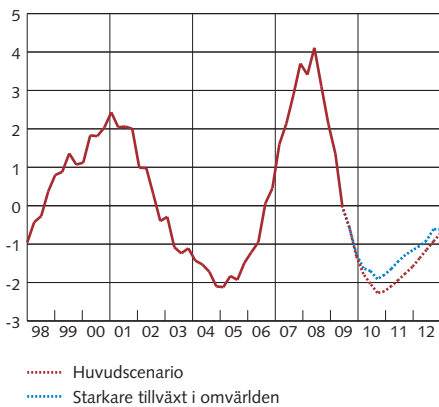
Diagram 2:1. BNP i omvärlden
TCW-vägd, kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2:2. Arbetsmarknadsgap (arbetade timmar)
Procentuell avvikelser från HP-trend



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

I det andra alternativscenariot antas att produktiviteten i svensk ekonomi blir högre än vad som förväntas i huvudscenariot. En effektivare produktion leder till lägre kostnader och därigenom lägre inflation. Gott om tillgänglig arbetskraft och en utnyttjad maskinpark skulle också kunna bidra till en sådan utveckling. I scenariot höjs reporäntan något senare jämfört med i huvudscenariot.

Därefter presenteras vad som skulle hända med svensk ekonomi om Riksbanken förde en mer åtstramande respektive mer expansiv penningpolitik. Först antas att reporäntan höjs snabbare än vad som föreslagits i huvudscenariot och ungefärligen följer marknadens förväntningar om den framtida räntebanan (såsom de uttrycks via implicita terminräntor). Slutligen antas att reporäntan sänks till noll i slutet av 2009, och hålls på denna nivå i ungefär ett år innan räntan återgår till samma nivå som i huvudscenariot.

Sammantaget finns alltså en rad omständigheter som kan ge en annorlunda framtida ekonomisk utveckling och därigenom motivera en annan utformning av penningpolitiken än den som förväntas i huvudscenariot.

Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen

■ ■ Starkare tillväxt och efterfrågan i omvärlden

Det råder stor osäkerhet om hur de penning- och finanspolitiska paket som lagts fram världen över kommer att påverka den ekonomiska utvecklingen de närmaste åren. Den internationella återhämtningen kan mycket väl gå snabbare än vad som antagits i huvudscenariot, till exempel på grund av den förbättrade situationen på de finansiella marknaderna. På samma sätt som fallet i BNP underskattades när det finansiella förtroendet kollapsade i konjunkturnedgången är det möjligt att också uppgången underskattas när tilliten mellan banker och investerare nu snabbt återvänder. Att prognostisera sådana effekter är naturligtvis mycket svårt.

I detta alternativscenariot antas omvärldens tillväxt vara högre än i huvudscenariot under 2010 och 2011 och nå upp till över 2 procents årlig tillväxt redan under det första halvåret 2010 (se diagram 2:1 och tabell A9). Den expansiva finanspolitiken kan väntas hålla efterfrågan uppe under framför allt 2010, men i takt med att åtgärdspaketet fasas ut och de offentliga budgeterna i omvärlden balanseras, kan återhämtningen komma att mattas av. Under 2012 antas därför omvärldens tillväxt vara något lägre än i huvudscenariot.

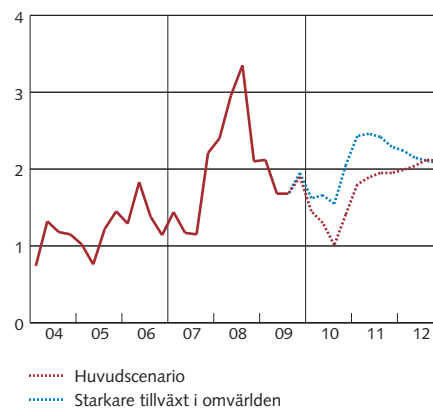
Scenariots högre tillväxt modelleras som en bättre ekonomisk utveckling i omvärlden både på efterfråge- och utbudssidan, men eftersom en stor del av den högre tillväxten i omvärlden antas vara driven av en större efterfrågan kommer detta att leda till ett högre inflationstryck i omvärlden. KPI-inflationen i omvärlden når därför upp till över 2 procent redan 2011 (se tabell A9). Den högre inflationen motverkas dock av högre omvärldsräntor jämfört med huvudscenariot. Nominalräntan i omvärlden höjs något snabbare i alternativscenariot (se tabell A9).

Den starkare tillväxten i omvärlden gör att efterfrågan på svenska varor ökar och tillväxttakten i exporten blir högre än i huvudscenariot. Detta leder till ökad produktion och ett förbättrat läge på arbetsmarknaden, med mer slutna produktions- och arbetsmarknadsgap jämfört med huvudscenariot (se diagram 2:2). Efterfrågeökningen ger också svenska producenter möjlighet att höja priset på sina varor och inflationen ökar därför i snabbare takt än i huvudscenariot. KPIF-inflationen når upp till nära 2,5 procent i slutet av 2011 innan efterfrågan i omvärlden mattas av och inflationen faller tillbaka till ungefär 2 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 2:3).

Det ökade inflationstrycket motiverar att reporäntan höjs under våren 2010 och i något snabbare takt jämfört med huvudscenariot. I slutet av prognosperioden ligger reporäntan ungefär 1 procentenhet högre än i huvudscenariot (se diagram 2:4). Det bör dock noteras att detta alternativscenariot utgår från att läget på de finansiella marknaderna har normaliserats så att penningpolitiken också har ett normalt genomslag. I annat fall skulle det fortfarande kunna vara motiverat att reporäntan hålls låg under lång tid.

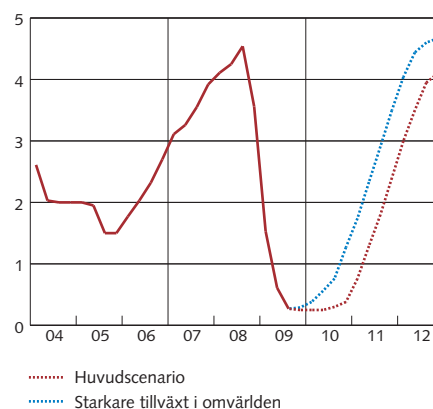
Penningpolitiken antas från slutet av 2010 vara mer åtstramande än i huvudscenariot varför realräntan är något högre i detta alternativscenariot. Den svenska reporäntan höjs dock inte i samma takt som räntan i omvärlden, vilket försvagar den nominella växelkursen något jämfört med i huvudscenariot. Den högre inflationen i omvärlden och den försvagade växelkursen leder också till att den importerade inflationen stiger något snabbare än i huvudscenariot, vilket i sin tur bidrar till det högre inflationstrycket. BNP-tillväxten i Sverige hålls uppe av den ökade exporten, trots att tillväxttakten i konsumtion och investeringar faller tillbaka något på grund av den högre reporäntnivån jämfört med huvudscenariot. Tillväxttakten i BNP, mätt som årlig procentuell förändring, är som mest 0,4 procentenheter högre i alternativscenariot (se diagram 2:5) medan tillväxttakten i exporten samtidigt förväntas vara drygt 1,5 procentenheter högre.

Diagram 2:3. KPIF
Årlig procentuell förändring



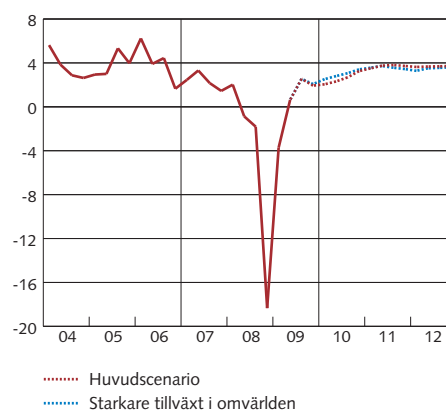
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:4. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källa: Riksbanken

Diagram 2:5. BNP
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

Diagram 2:6. BNP
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data

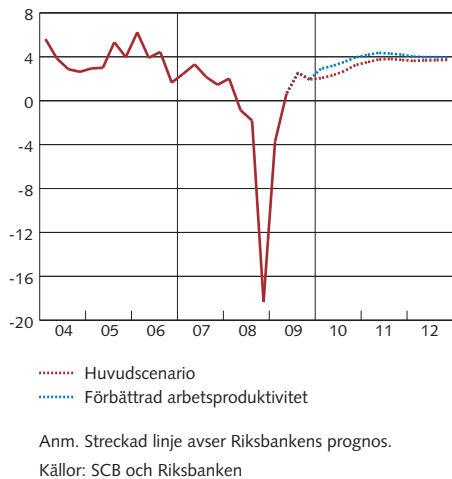
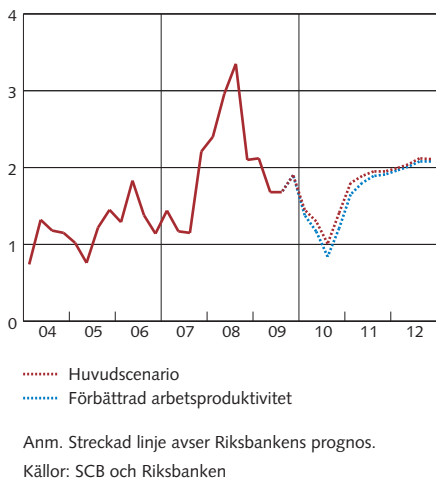


Diagram 2:7. KPIF
Årlig procentuell förändring



■ ■ Rationaliseringar under lågkonjunkturen ger lägre inflation

Kapacitetsutnyttjandet som tidigare har fallit snabbt verkar nu ha bottnat på en låg nivå. Även arbetsproduktiviteten som de senaste åren sjunkit kraftigt, delvis på grund av att man har behållit personal med reducerad arbetstid istället för att lägga varsel, verkar nu ha bottnat. Det är möjligt att återhämtningen kan gå fortare än vad som förväntas i huvudscenariot. Vid tidigare konjunkturedgångar har arbetsproduktiviteten ökat mycket snabbt i återhämtningsfasen, exempelvis växte arbetsproduktiviteten med 4,5 procent på bara ett år efter nedgången 2000-2001 (se diagram 1:24).

Nu rör vi oss från en historiskt sett mycket låg och negativ tillväxttakt i arbetsproduktiviteten på -4,7 procent i årlig procentuell förändring första kvartalet i år till ett läge där den istället förbättras snabbt. De omstruktureringar som skett i en rad företag under lågkonjunkturen kan väntas leda till mer effektiva tillverkningsprocesser. Följden kan bli att företagen kan öka sin produktion med bibehållen eller till och med minskad personalstyrka. Det är dessutom sannolikt att mindre produktiva företag varaktigt har slagits ut under den snabba nedgången. Detta alternativscenariot beskriver effekterna av att arbetsproduktiviteten i årlig procentuell förändring blir i genomsnitt 0,5 procentenheter högre jämfört med huvudscenariot, på grund av sådana rationaliseringar (se tabell A10). BNP-tillväxten i scenariot blir därmed som mest 0,8 procentenheter högre jämfört med huvudscenariot (se diagram 2:6).

Den högre produktiviteten leder till lägre kostnader per producerad enhet för företagen och därmed till lägre inflation. KPIF-inflationen blir som mest 0,2 procentenheter lägre än i huvudscenariot (se diagram 2:7). Samtidigt leder den högre produktiviteten till att sysselsättningen växer långsammare, vilket gör att resursutnyttjandet, mätt som antalet arbetade timmar i förhållande till den långsiktiga trenden, faller (se diagram 2:8). När både inflationen och resursutnyttjandet minskar får Riksbanken anledning att sänka styrräntan jämfört med huvudscenariot. Första kvartalet 2010 sänks därför repo-

räntan till 0 procent och hålls kvar på denna låga nivå till andra halvåret samma år, varefter räntan börjar höjas 2011 i en takt som liknar den i huvudscenariot (se diagram 2:9). Den lägre räntan motverkar minskningen av inflationstakten och ökningen av arbetsmarknadsgapet, men inflationen blir ändå lägre och arbetsmarknadsgapet större än i huvudscenariot.

I detta alternativscenariot antas att det inte finns några hinder för att sänka reporäntan till mycket nära noll. Om detta ändå inte bedöms vara lämpligt, skulle det kunna leda till andra åtgärder för att påverka marknadsräntorna och kreditutbudet.

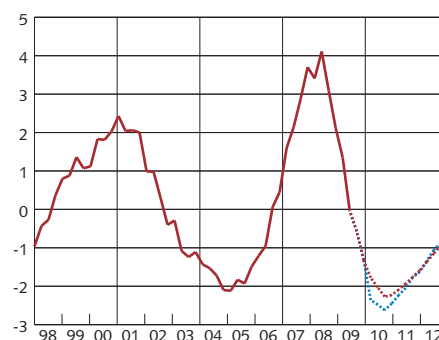
■ ■ Stora kreditförluster kan innebära hämmad kreditgivning och svagare krona

Under de senaste kvartalen har läget på de globala finansiella marknaderna förbättrats. Oron för likviditetsproblem, som uppstod efter Lehman Brothers kollaps i september 2008, har dämpats betydligt. Istället har fokus skiftat till banksektorns kreditrisker (se Finansiell stabilitetsrapport 2009:1).

Även i Sverige råder osäkerhet om hur stora kreditförluster som kommer att uppstå i de svenska bankerna under kommande år. Den mycket kraftiga lågkonjunkturen kan leda till att fler enskilda företag och hushåll får svårt att betala tillbaka sina lån. Till detta kommer den osäkerhet som fortfarande präglar utvecklingen i de baltiska länderna, där ett par svenska storbanker har betydande fordringar. Riksbankens huvudscenariot i Finansiell stabilitetsrapport 2009:1 visade att de svenska bankerna är välkapitaliserade och med god marginal uppfyller lagstadgade kapitalkrav trots de betydande kreditförluster som prognostiseras i de baltiska länderna.

Om oväntat stora kreditförluster uppstår i banksystemet riskerar detta att hämma kreditgivningen till företag och hushåll under kommande år. Man kan också förvänta sig att kronans värde försvagas gentemot utländska valutor om svenska banker gör oväntat stora kreditförluster på sina fordringar i de baltiska länderna. Det

Diagram 2:8. Arbetsmarknadsgap (arbetade timmar)
Procentuell avvikelse från HP-trend

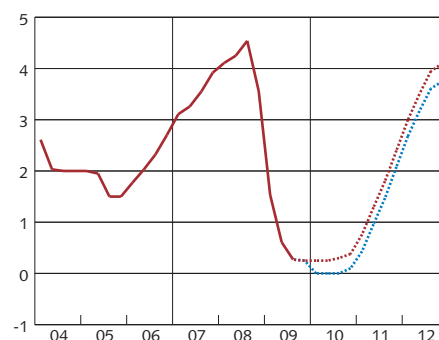


..... Huvudscenariot
- - - - - Förbättrad arbetsproduktivitet

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:9. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



..... Huvudscenariot
- - - - - Förbättrad arbetsproduktivitet

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

beror på att svenska värdepapper i sådana fall kan upplevas som mer riskfyllda, varför en del placerare skulle kunna välja att flytta sina tillgångar till marknader som upplevs som säkrare.

Om banksystemet drabbas av oväntat stora förluster på sin utlåning, måste bankerna vidta åtgärder som säkerställer att de även fortsättningsvis har god kapitaltäckning. Man kan då vänta sig att bankerna tar ut högre räntor på sin utlåning och att kreditgivningen minskar. Sådana åtgärder får flera följder för den reala ekonomin. Dels blir det dyrare för företag och kanske även hushåll att återfinansiera lån som löper ut, vilket kan leda till ytterligare kreditförluster. Dels hämmas investeringarna i näringslivet och inom bostadssektorn. En lägre investeringstakt leder till lägre produktion och sysselsättning, vilket också leder till negativa återverkningar inom den finansiella sektorn.

Problem i den svenska finansiella sektorn, kopplat till oro för utvecklingen i de baltiska länderna, skulle kunna leda till att kronans värde försvagas på de internationella valutamarknaderna. Om en sådan situation uppkommer ställs Riksbanken inför en svår avvägning. Å ena sidan skulle minskad kreditgivning och högre kostnader för upplåning, och den minskade resursanvändning som följer av detta, motivera en mer expansiv penningpolitik. Å andra sidan skulle den svaga kronan ge upphov till ett ökat inflationstryck via högre importpriser, vilket i sin tur skulle motivera en höjning av reporäntan.

■ ■ Ökande skuldsättning och högre bostadspriser

Efterfrågan på bostäder dämpades under 2008 som följd av konjunkturnedgången och, på grund av börsfallet, den lägre nettoförmögenheten. Priserna på småhus och bostadsrätter har emellertid sedan i våras återigen börjat stiga (se diagram 3:10).

Om prisutvecklingen och den ökade upplåningen bygger på realistiska förväntningar om hur framtida bostadspriser och räntor kommer att utvecklas finns risken att betydande korrigeringar av priserna kommer att ske längre fram. Detta kan i sin tur få stora realekonomiska konsekvenser. Även om ett sådant scenario har låg sannolikhet och effekterna ligger bortom prognoshorisonten kan man behöva väga in den här typen av risker vid det penningpolitiska beslutet. I praktiken skulle detta kunna innebära att räntan höjs i ett något tidigare skede än vad som annars skulle ha varit fallet. För att hantera den här sortens problematik och undvika stora makroekonomiska effekter behövs dock troligen en kombination av penningpolitik och ett stramare regelverk kring bankernas kreditgivning (se även fördjupningen "Bostadspriserna i Sverige" i denna rapport).

Alternativa scenarier för reporäntan

■ ■ Högre ränta ger lägre inflation men dämpar tillväxten

För att beskriva effekterna av vad som skulle kunna hända med den ekonomiska utvecklingen om Riksbanken följde en högre reporäntebana, presenteras ett alternativscenariot med en reporänta som ligger högre än i huvudscenariot fram till 2012 och som i mångt och mycket liknar marknadens förväntningar såsom de uttrycks via implicita terminsräntor (se diagram 3:5). I scenariot antas att reporäntan börjar höjas första kvartalet 2010 och att den ligger nästan 1 procentenhet högre jämfört med huvudscenariot i slutet av 2010 (se diagram 2:10). Från och med början av 2012 är istället den alternativa reporäntebanan lägre än i huvudscenariot, för att i slutet av 2012 ligga 0,8 procentenheter under huvudscenariots reporänteprognos.

Den högre reporäntan dämpar BNP-tillväxten (se diagram 2:11 och tabell A11). Även resursutnyttjandet mätt som både produktions- och arbetsmarknadsgap försämras ytterligare från sina redan låga nivåer (se diagram 2:12 och 2:13). Den högre räntenivån gör också att hushållen konsumerar mindre och företagen blir mer återhållsamma med sina investeringar än i huvudscenariot. Den lägre produktionsnivån leder till att efterfrågan på kapital och arbetskraft minskar och både real- och nominallönerna blir därför lägre än i huvudscenariot. Därigenom sjunker också företagens kostnader och inflationen blir lägre (se diagram 2:14). Under andra halvåret 2010 och under 2011 ligger KPIF-inflationen nästan 1 procentenhet från inflationsmålet om 2 procent. Samtidigt är resursutnyttjandet lägre än i huvudscenariot.

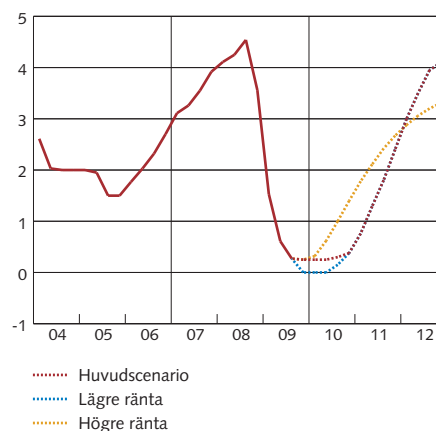
När Riksbanken bestämmer reporäntan görs en avvägning mellan att återföra inflationen till målet och stabilisera svängningarna i den reala ekonomin. Trots att reporäntan under 2012 hålls lägre än i huvudscenariot är arbetsmarknads- och inflationsgapen mer negativa, vilket betyder att antalet arbetade timmar ligger mer under trenden och att inflationen ligger mer under målet (se diagram 2:13 och 2:14). Från dessa diagram kan man sålunda utläsa att en räntebana i linje med marknadens förväntningar är sämre än huvudscenariot om målet är en penningpolitik som tar hänsyn till både inflationen och den reala ekonomin.

■ ■ Lägre ränta leder till högre inflation och högre tillväxt

Det sista alternativscenariot beskriver effekterna av en mer expansiv penningpolitik där reporäntan avviker från huvudscenariot under det närmaste året. Reporäntan sänks till 0 procent i slutet av 2009 och hålls på denna nivå i tre kvartal innan den återigen börjar höjas. Från slutet av 2010 återgår reporäntan till samma nivå som i huvudscenariot (se diagram 2:10).

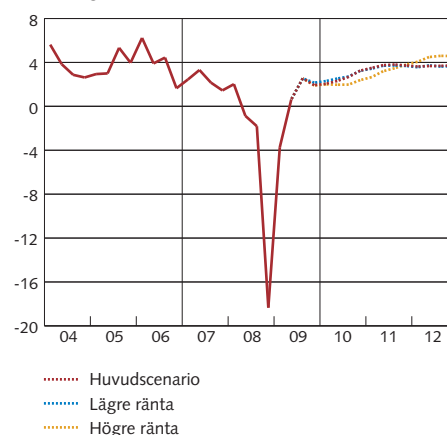
Den lägre reporäntenivån jämfört med huvudscenariot stimulerar hushåll och företag att konsumera respektive investera mer. Den ökade inhemska efterfrågan gör att produktionen växer något snabbare

Diagram 2:10. Reporäntebana
Procent, kvartalsmedelvärden



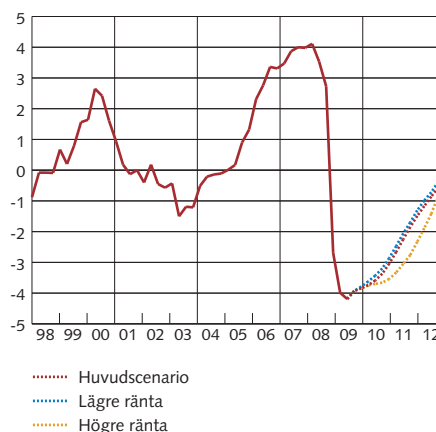
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källa: Riksbanken

Diagram 2:11. BNP
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



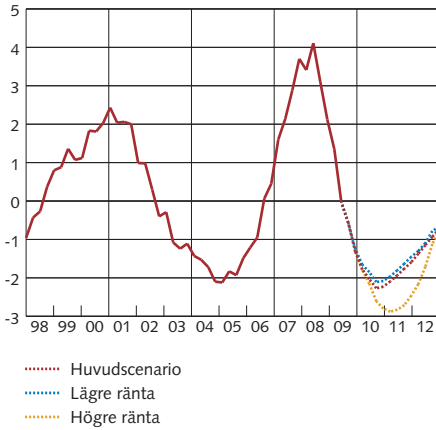
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:12. Produktionsgap (BNP)
Procentuell avvikelse från HP-trend



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

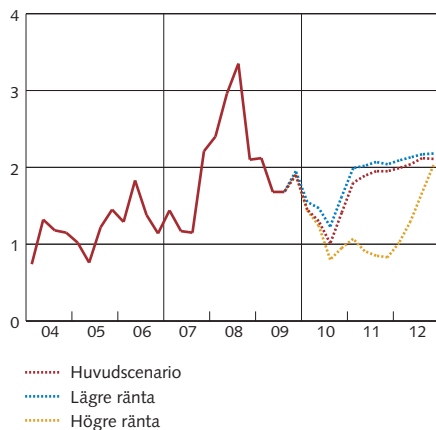
Diagram 2:13. Arbetsmarknadsgap (arbetade timmar)
Procentuell avvikelse från HP-trend



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:14. KPIF
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

bare än i huvudscenariot (se diagram 2:11 och tabell A12). Detta medför också att produktions- och arbetsmarknadsgapen förbättras (se diagram 2:12 och 2:13), vilket driver upp efterfrågan på kapital och arbetskraft. Detta i sin tur leder till högre produktionskostnader som företagen låter slå igenom till konsumentledet. KPIF-inflationen blir därför i genomsnitt knappt 0,2 procentenheter högre än i huvudscenariot (se diagram 2:14). Det är dock inte bara högre produktionskostnader som bidrar till den högre inflationen. Den lägre reporäntan leder också till att växelkursen försvagas jämfört med huvudscenariot, vilket också ger ett högre inflationstryck via högre importpriser.

En mer expansiv penningpolitik leder alltså till att KPIF-inflationen hamnar något närmare målet om 2 procent, framför allt under 2010, samtidigt som resursutnyttjandet, mätt som arbetsmarknadsgapet, förbättras med i genomsnitt 0,1 procentenheter under prognosperioden (se tabell A12). Den lägre räntebanan ger därför en bättre måluppfyllelse jämfört med huvudscenariot om penningpolitiken syftar till att stabilisera KPIF-inflationen och resursutnyttjandet (se även fördjupningen "Utvärdering av olika penningpolitiska alternativ" i denna rapport). Det är dock möjligt att en lägre räntebana har effekter på den finansiella stabiliteten och de finansiella marknadernas funktions sätt vilket kan påverka det penningpolitiska beslutet.

I detta kapitel redogörs för nyinkommen information sedan den penningpolitiska uppföljningen i september samt Riksbankens bedömning av de ekonomiska utsikterna för de närmaste kvartalen. Situationen på de finansiella marknaderna har fortsatt att stabiliseras under sommaren. Produktionen i många branscher är fortfarande på ovanligt låga nivåer efter det kraftiga produktionsbortfall som inträffade i stora delar av världsekonomin under hösten i fjol. Indikatorer och förväntningar tyder dock på att en återhämtning har påbörjats. BNP-utfallen i omvärlden och Sverige det andra

kvartalet i år blev något starkare än förväntat i den penningpolitiska uppföljningen i september. I Sverige stiger nu arbetslösheten relativt snabbt och en fortsatt försvagning av läget på arbetsmarknaden väntas. Detaljhandelsförsäljning, ordergång och konfidensindikatorer för näringslivet talar för en gradvis återhämtning i den svenska ekonomin. Den nyinkomna informationen tyder sammantaget på att realekonomin och arbetsmarknaden utvecklas något starkare medan inflationen utvecklas något svagare under andra halvåret i år jämfört med prognosen från september.

Finansmarknaderna fortsätter att stabiliseras

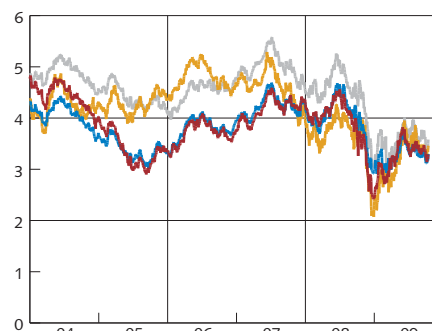
De finansiella marknaderna har stabiliserats ytterligare i takt med att BNP har upphört att falla globalt och förtroendet har återvänt. Centralbanker och regeringar har fortsatt att föra en mycket expansiv politik med olika former av okonventionella åtgärder. Det har gjort att aktörerna på de finansiella marknaderna inte längre anser sig tvungna att hålla en lika stor del av sina tillgångar som likvida medel. Exempelvis har den så kallade TED-spreaden sjunkit, vilket framförallt beror på lägre interbankräntor (se diagram 1:6). Tilliten mellan bankerna har alltså ökat.

Perioden med fallande produktion har sannolikt passerats, men på finansmarknaderna finns det en osäkerhet om hur snabb återhämtningen blir. Jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i september är de 10-åriga statsobligationsräntorna i USA och Europa något högre (se diagram 3:1). Osäkerheten kring konjunkturen innebär emellertid att obligationsräntorna fortfarande ligger på en förhållandevis låg nivå. Många regeringar behöver dock låna mer pengar under kommande år, vilket verkar för högre räntor.

Skillnaden mellan statsobligationsräntor för olika europeiska länder är fortfarande relativt stora, trots att de sjönk under våren och sommaren (se diagram 3:2). Ränteskillnaderna mellan Tyskland och länder med stora finansieringsbehov, till exempel Grekland och Irland, toppade under vintern. Att ränteskillnaderna har sjunkit sedan dess kan tolkas som att den europeiska valutaunionen inte ifrågasätts på samma sätt som när finanskrisen var som djupast, men det kan också vara ett uttryck för allmänt lägre riskaversion. De skillnader som fortfarande finns mellan olika länders statsobligationsräntor speglar troligen en oro för statliga budgetunderskott. Skillnaden mellan räntan på den svenska och tyska tioårsräntan är i sammanhanget mycket liten.

Priset på aktier har stigit under sommaren och hösten, vilket tyder på en större optimism och ökad riskvillighet bland marknadsaktörer. Samma mönster gäller i stor utsträckning även råvarupriser.

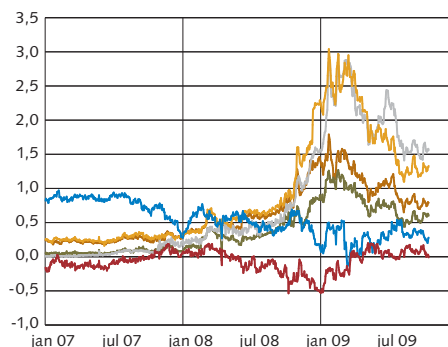
Diagram 3:1. Tioårsräntor
Procent



— Sverige
— Euroområdet (Tyskland)
— USA
— Storbritannien

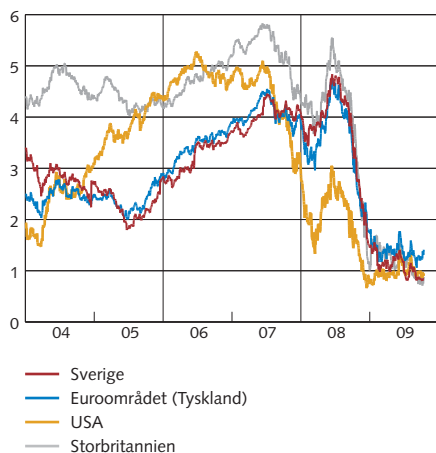
Anm. Statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.
Källa: Reuters EcoWin

Diagram 3:2. Skillnad i olika länders statsobligationsräntor mot Tyskland
Procentenheter



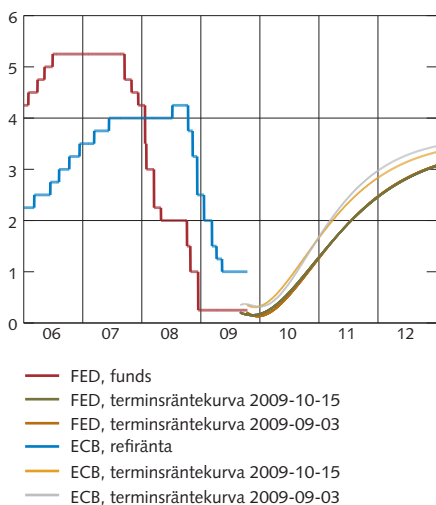
— Sverige
— Storbritannien
— Grekland
— Irland
— Spanien
— Italien

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

Diagram 3:3. Tvåårsräntor
Procent

Anm. Statsobligationer med cirka 2 års återstående löptid.

Källa: Reuters EcoWin

Diagram 3:4. Penningpolitiska förväntningar i euroområdet och USA
Procent

Anm. Termräntorna har justerats för riskpremier och beskriver då förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar den officiella styrräntan.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Sedan det penningpolitiska beslutet i september har Riksbanken lånat bankerna ytterligare 100 miljarder kronor till fast ränta på ett års löptid. Efter Riksbankens annonsering av lånet sjönk statsobligationsräntor och andra marknadsräntor. Den tvååriga statsobligationsräntan har sedan dess legat kvar på samma nivå (se diagram 3:3). Räntorna för lån mellan banker, STIBOR, sjönk också efter annonseringen av lånen. Sedan dess har även korta och långa bolåneräntor sjunkit i Sverige.

■ ■ Centralbankerna förväntas höja räntorna under 2010

Sedan den penningpolitiska uppföljningen i början av september har centralbanker runt om i världen fortsatt att kommunicera budskapet om att räntorna kommer att vara låga under en lång tid framöver. Den australiska centralbanken är dock ett undantag. Den höjde räntan med 0,25 procentenheter till 3,25 procent i början av oktober med motiveringen att de ekonomiska utsikterna i Australien förbättrats kraftigt. Även Norges bank diskuterade en höjning vid det penningpolitiska mötet i september, men behöll styrräntan oförändrad.

Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, ligger kvar med sin rekordlåga styrränta med målintervallet 0-0,25 procent sedan december 2008. Federal Reserve och andra centralbanker väntas börja höja räntorna någon gång under 2010 (se diagram 3:4). När det gäller USA är finansmarknaderna inställda på att styrräntan där ligger kvar på dagens låga nivå fram till mitten av 2010. ECB förväntas höja sin styrränta från 1 procent under hösten 2010, enligt enkätundersökningar. Utifrån marknadsräntorna är det dock svårare att tyda vad ECB förväntas göra, eftersom dagslåneräntan är betydligt lägre än styrräntan.¹¹ Bank of England förväntas också höja räntan vid mitten av 2010.

Riksbanken har hållit styrräntan oförändrad på 0,25 procent sedan det penningpolitiska mötet den 2 juli, då den sänktes från 0,5 procent. I samband med de två räntebesluten i juli och september annonserade Riksbanken lån om vardera 100 miljarder kronor med fast ränta och en löptid på ungefär 12 månader. Syftet med dessa lån har varit att bidra till lägre räntor för hushåll och företag. Riksbankens egen reporäntebana indikerar dessutom att reporäntan kommer att vara oförändrad fram till hösten 2010. Enligt räntorna på penningmarknaden förväntar sig dock marknadsaktörerna tidigare höjningar av reporäntan än så. För närvarande förväntas en första höjning av reporäntan under våren 2010 (se diagram 3:5).

■ ■ Centralbankerna fortsätter att köpa stats- och bostadsobligationer

Med styrräntor nära noll har flera centralbanker bedömt det nödvändigt att bedriva penningpolitik genom okonventionella åtgärder. Ett

¹¹ Normalt försöker centralbanker att påverka dagslåneräntan genom en förändring i styrräntan. Nivån på dessa båda räntor blir då ungefär lika. Under det senaste året har dock dagslåneräntan i euroområdet legat betydligt under styrräntan. Skillnaden i dessa två räntor beror bland annat på den stora tillgången på pengar efter ECB:s utlåning till bankerna. Dagslåneräntan är den viktigare räntan för efterfrågan i ekonomin.

syfte har varit att underlätta kreditgivning och bidra till lägre räntenivåer. Några centralbanker, som till exempel Bank of England och Federal Reserve, har köpt stats- och bostadsobligationer. Andra centralbanker, som till exempel Riksbanken, har istället lånat ut pengar till affärsbankerna och på så sätt bidragit till lägre räntor på lån till företag och hushåll.

I mitten av oktober hade svenska banker och kreditinstitut lån för 290 miljarder kronor i Riksbanken, vilket motsvarar knappt 10 procent av Sveriges BNP. Samtidigt som lånestocken i Riksbanken har vuxit har bankernas upplåning i Riksbanken ändrat sammansättning. Sedan Riksbanken introducerade lån till fast ränta, lånar bankerna mindre pengar till rörlig ränta. Genom de två fasträntelånen i juli och september har bankerna ökat sin upplåning till fast ränta med 200 miljarder kronor. Samtidigt har lånevolymen till rörlig ränta minskat med 113 miljarder kronor till 90 miljarder kronor. Utlåningen i kronor har inneburit att även bankernas inlåning i Riksbanken har ökat och därmed även den monetära basen (se diagram 3:6 och fördjupningen "Okonventionella åtgärder och risk för inflation" i denna rapport).

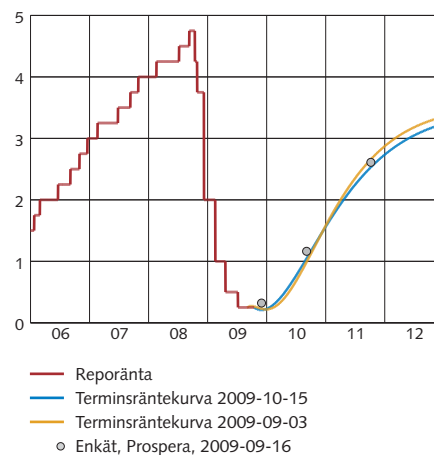
Riksbankens utlåning av dollar till rörlig ränta har minskat från som mest 30 miljarder dollar under våren till 3,7 miljarder dollar i dagsläget. Detta eftersom bankerna, under sommaren och hösten, i högre utsträckning har kunnat finansiera sig i dollar på marknaden. De återstående lånen i dollar kommer att ha förfallit i början av november 2009.

Liksom Riksbanken har ECB också fortsatt att stödja kreditgivningen inom euroområdet genom att ge bankerna lån med lång löptid till fast ränta. I september lånades 75,2 miljarder euro ut till styrräntan på ett års löptid. Liksom i juni, då 446 miljarder lånades ut, fick bankerna möjlighet att låna ett så stort belopp som de önskade. ECB har också fortsatt att köpa säkerställda obligationer, vilket fått ränteskillnaden mellan bostadsobligationer och statsobligationer att sjunka. ECB har lånat ut pengar och köpt värdepapper i en sådan omfattning att tillgångarna i ECB:s balansräkning nu motsvarar närmare 20 procent av euroområdets BNP.

För att underlätta kreditgivningen i den amerikanska ekonomin har Federal Reserve meddelat att de tänker fortsätta att köpa stats- och bostadsobligationer även under det första kvartalet 2010. Federal Reserve har också gjort klart att de har för avsikt att utnyttja hela mandatet om 1450 miljarder dollar för att köpa bostadsrelaterade värdepapper. Vid utgången av oktober väntas Federal Reserve dessutom ha genomfört köp av statsobligationer för 300 miljarder dollar. Bank of England har också fortsatt att köpa tillgångar såsom stats- och bostadsobligationer. Hittills har tillgångar för drygt 160 miljarder pund köpts, vilket motsvarar knappt 12 procent av Storbritanniens BNP.

Ännu har ingen centralbank fattat något beslut om hur och när de olika krisåtgärderna ska avvecklas. Frågan om dessa så kallade exit-strategier diskuteras dock i centralbankvärlden och kommer av naturliga skäl att bli alltmer aktuell (se fördjupningen "Utfasning av

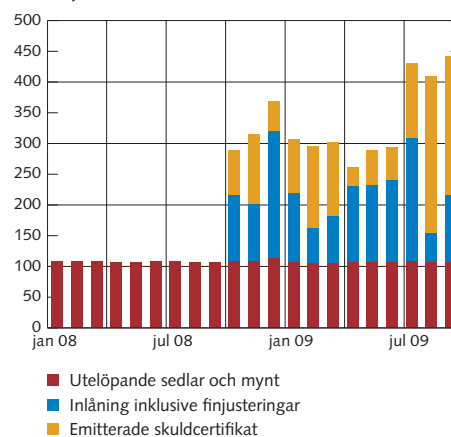
Diagram 3:5. Penningpolitiska förväntningar i Sverige enligt penningmarknadens aktörer
Procent



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

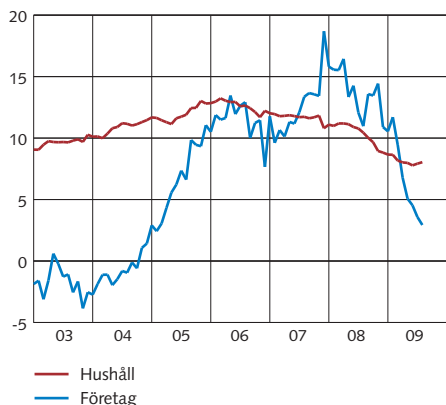
Källor: Reuters EcoWin, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

Diagram 3:6. Monetär bas
Miljarder SEK



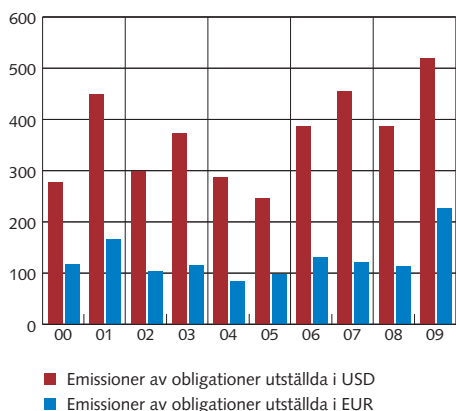
Källa: Riksbanken

Diagram 3:7. Hushållens och icke-finansiella företags totala upplåning från kreditinstitut
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:8. Industriföretagens upplåning på kreditmarknaden
Miljarder USD respektive EUR



Källor: Bloomberg och Riksbanken

okonventionella åtgärder" i denna rapport). För Riksbanken kommer det vara relativt okomplicerat att avveckla krisåtgärderna. Till skillnad från många andra centralbanker har Riksbanken inte köpt värdepapper i form av till exempel obligationer.

■ ■ Bankutlåningen till företag minskar

Ökningstakten i bankernas utlåning till företagen har fallit kraftigt mätt som årlig procentuell förändring (se diagram 3:7). Det senaste halvåret har även nivån på utlåningen fallit. De genomsnittliga räntor som företagen möter steg samtidigt marginellt mellan juli och augusti. Det är emellertid inte frågan om att bankerna urskillningslöst försöker strama åt kreditgivningen. Av Riksbankens företagsintervjuer framgår att den lägre tillväxttakten i företagsutlåningen snarare kan ses som normal i förhållande till det rådande konjunkturläget (se publikationen "Riksbankens företagsintervjuer i september 2009"). Att döma av företagsintervjuerna är nivån på svenska företags planerade investeringar fortfarande låg, vilket också innebär att efterfrågan på lån är lägre än annars. Liksom i våras menar dock en mindre del av de intervjuade företagen att de inte får den finansiering de behöver. I synnerhet verkar små företag vara drabbade när bankerna arbetar med att förstärka sina egna balansräkningar. Majoriteten tycker dock att möjligheterna att finansiera sig har blivit bättre sedan i våras. Enligt ALMI:s låneindikator bedömer tillfrågade bankkontorschefer att utlåningen till företag kommer att öka framöver. För tillfället är det dock svårt för nya företagskunder att få lån.¹²

■ ■ Företagen emitterar obligationer i högre utsträckning

Företagens möjligheter att finansiera sig genom att emittera obligationer har också förbättrats. Till skillnad från bankupplåningen har upplåningen via företagsobligationer stigit kraftigt både i Sverige och globalt under 2009. Hittills har företagen globalt sett emitterat obligationer i euro och dollar för större belopp än under något annat enskilt år på 2000-talet (se diagram 3:8).

■ ■ Hushållens upplåning ökade under sommaren

Bankernas utlåning till hushållen fortsatte att öka i en jämförelsevis hög takt i augusti enligt finansmarknadsstatistiken. Utlåningen steg med 8 procent jämfört med samma månad förra året (se diagram 3.7). Enligt ALMI:s låneindikator förväntar sig bankkontorscheferna att utlåningen till hushållen också fortsätter att öka framöver. Riksbankens åtgärder har sannolikt bidragit till att hålla kvar hushållens upplåningstakt på en relativt hög nivå. Styrräntesänkningen i juli och de två lånen till fast ränta har bidragit till att både korta och längre bolåneräntor har sjunkit. Genomsnittet av listade bolåneräntor med

¹² Enligt resultaten från ALMI Företagspartners kvartalsvisa undersökning ("Låneindikatorn"), där 150 slumpmässigt utvalda bankkontorschefer i Sverige telefonintervjuades under perioden 14-21 september i år.

en löptid på 1-3 år har sjunkit med omkring 0,1 procentenhet sedan den penningpolitiska uppföljningen i september. Längre bolåneräntor har sjunkit mer, vilket innebär att en listad 5-årig bolåneränta nu ligger omkring 4,30 procent (se diagram 3:9). Av de nya hushållslånen tas fortfarande drygt två tredjedelar till rörlig ränta.

■ ■ Bostadspriserna stiger igen

De låga räntorna under 2009 har bidragit till att priserna på småhus och bostadsrätter har stigit sedan i våras. Enligt SCB:s småhusbarometer steg priserna på småhus med i genomsnitt 3 procent mellan andra och tredje kvartalet. Mäklarstatistik bekräftar bilden av stigande priser på småhus och visar dessutom att det genomsnittliga priset på bostadsrätter stigit med 4 procent under samma period.

Prisutvecklingen enligt SCB:s köpeskillingskoefficient dämpades däremot något i september jämfört med augusti (se diagram 3:10). Detta beror sannolikt på en viss eftersläpning i statistiken i SCB:s småhusbarometer i förhållande till mäklarstatistiken. Detta talar också för att småhusbarometern kommer att visa fortsatt stigande småhuspriser framöver. Aktiviteten på bostadsmarknaden har enligt mäklarstatistiken ökat, vilket syns i att antalet dagar en bostad är ute till försäljning har minskat.

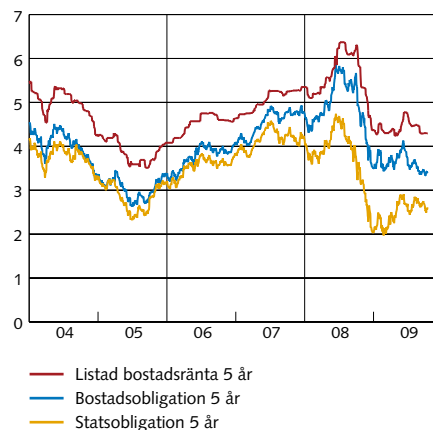
■ ■ Börserna har fortsatt att stiga

Sedan den penningpolitiska uppföljningen i början av september har börserna fortsatt att stiga. Stockholmsbörsen har i dagsläget stigit drygt 40 procent sedan årsskiftet. Bankaktierna har stigit mer än Stockholmsbörsens huvudindex under en stor del av året, efter de kraftiga nedgångarna under hösten 2008 och den efterföljande vintern. Låga räntor, ett större förtroende för det finansiella systemet och en tro på att recessionen snart är över har drivit på börsutvecklingen. Dessa faktorer har tillsammans bidragit till förbättrade möjligheter för företagen att finansiera sin verksamhet, vilket har inneburit en högre värdering för många börsbolag. Dessutom har börsbolagens delårsrapporter för tredje kvartalet hittills överraskat positivt i Europa och USA. Analytikernas vinstförväntningar för innevarande och nästa år ligger dock kvar på ungefär samma nivåer som innan sommaren. Det innebär att värderingen av Stockholmsbörsen i termer av P/E-tal nu ligger i linje med ett längre historiskt genomsnitt.

■ ■ Större monetär bas när bankerna efterfrågar likvida medel

Efter Riksbankens två fasträntelån har den så kallade monetära basen ökat ytterligare (se diagram 3:6). Ökningstakten i penningmängdsmåttet M2 har samtidigt sjunkit, men befinner sig på ungefär samma nivå som innan krisen. Ökningstakten i det bredaste penningmängdsaggregatet, M3, var dock negativ för andra månaden i rad i augusti. Det förklaras främst av att hushåll och företag har sålt penningmarknadsinstrument med kort löptid för att köpa andra tillgångar som till

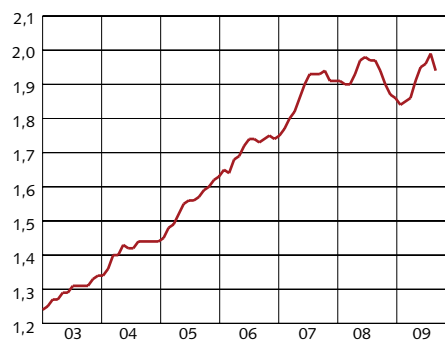
Diagram 3:9. Långa bostadsräntor i Sverige
Procent



Anm. Listade bostadsräntor är de räntor som Nordea, SBAB, SEB, Spintab och Stadshypotek publicerar bland annat i dagspressen.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

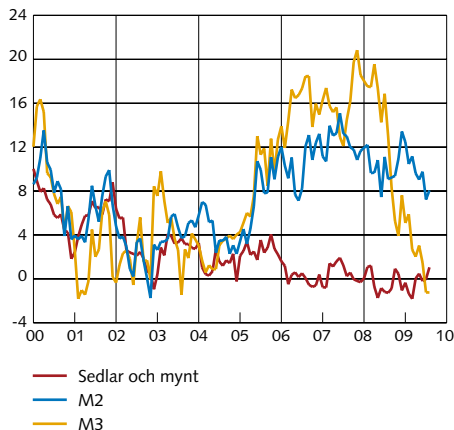
Diagram 3:10. Priser på småhus
Köpeskillingskoefficient, hela riket



Anm. Köpeskillingskoefficienten är priset i förhållande till taxeringsvärdet vid en viss tidpunkt (i detta fall 2006 års förenklade fastighetstaxering).

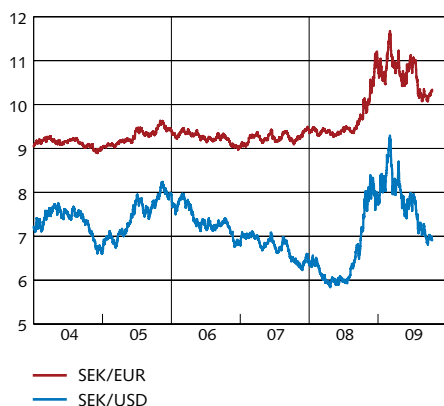
Källa: SCB

Diagram 3:11. Penningmängd
Årlig procentuell förändring



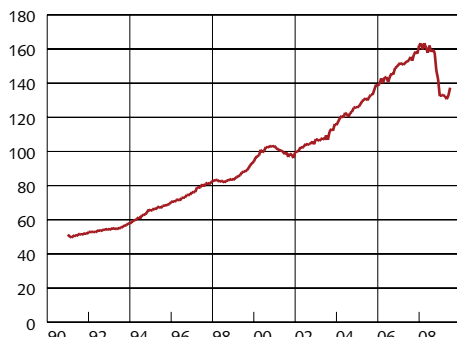
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:12. Växelkurser
Kronor per euro respektive dollar



Källa: Reuters EcoWin

Diagram 3:13. Världshandelsvolym
World trade monitor index, 2000 = 100,
säsongrensade data



Källa: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

exempel aktier (se diagram 3:11). Att den monetära basen har stigit kraftigt utan att övriga mått på penningmängden har stigit, avspeglar att bankernas behov av likvida tillgångar har ökat (se fördjupningen "Okonventionella åtgärder och risk för inflation" i denna rapport).

■ ■ Kronan har förstärkts snabbt

Under förra hösten och vintern försvagades den svenska kronan kraftigt, samtidigt som volatiliteten på valutamarknaden var mycket hög. Rörelserna kunde förklaras av att den fördjupade finanskrisen, den svaga börsutvecklingen och den globala konjunkturedgången under hösten 2008 ledde till en flykt från mindre till större valutor som ansågs vara mer säkra och likvida. Under våren och sommaren har kronan emellertid förstärkts i snabb takt. I takt med att läget på de finansiella marknaderna förbättras ökar viljan att investera i marknader som upplevs som mer riskfyllda, vilket antagligen gynnar kronan.

Riksbankens prognos för den handelsvägda kronkursen, TCW-index, är i det närmaste oförändrad för det fjärde kvartalet 2009. I termer av TCW-index är kronan nu betydligt starkare än i början av juli (se diagram 1:13). Mot dollarn är kronan tillbaka på de nivåer som rådde för ett år sedan. Däremot är kronan fortsatt relativt svag mot euron i ett historiskt perspektiv (se diagram 3:12). Under oktober har kronan dessutom försvagats på grund av utvecklingen i de baltiska länderna och de svenska bankernas exponering där.

■ ■ Återhämtning för världshandeln

Efter det kraftiga fallet i slutet av 2008 har världshandeln börjat återhämta sig (se diagram 3:13). Den globala handelsvolymen steg i både juni och juli. Volymökningen i juli var procentuellt till och med den största sedan december 2003 vilket i och för sig inte är så förvånande givet den låga nivån. Exporten från euroområdet och Asien har ökat särskilt starkt de senaste månaderna.

■ ■ Starkare utveckling i Asien

Den senaste statistiken från Kina visar på en fortsatt stark inhemsk efterfrågan i augusti. Såväl detaljhandeln som de fasta bruttoinvesteringarna fortsatte att växa i snabb takt. Samtidigt ser inflationen ut att ha nått sin botten. KPI föll med 1,2 procent på årsbasis men steg med 0,3 procent på månadsbasis, framförallt på grund av stigande livsmedelspriser. Industriproduktionen fortsatte att stiga i samma takt i augusti som i juli (1 procent på månadsbasis) men både exporten och importen föll något i augusti.

I Indien ökade BNP med 6,7 procent i uppräknad årstakt andra kvartalet, jämfört med första kvartalet. Industriproduktionen föll tillbaka något i juli jämfört med föregående månad men steg igen i augusti. Inflationstakten, som har fallit under flera månader, vände upp igen i september och var då 0,5 procent.

Japan, som exporterar mycket till övriga Asien, har påverkats mycket av den starka utvecklingen i Asien och BNP ökade andra kvartalet med 2,3 procent i uppräknad årstakt efter en period med stora fall i BNP.

■ ■ Indikationer på en återhämtning i den amerikanska ekonomin

BNP-tillväxten i USA mellan det första och andra kvartalet i år blev -0,7 procent i uppräknad årstakt, vilket var en något mindre nedgång än i det preliminära utfall som var tillgängligt vid den penningpolitiska uppföljningen i september. Från och med det tredje kvartalet väntas en positiv kvartalstillväxt, i inledningskedet med stöd av stimulansåtgärder riktade mot hushållen, en stabilisering på bostadsmarknaden, stigande nettoförmögenhet och ett successivt upphörande av de kraftiga neddragningar av företagens varulager som kunnat observeras under de senaste kvartalen.

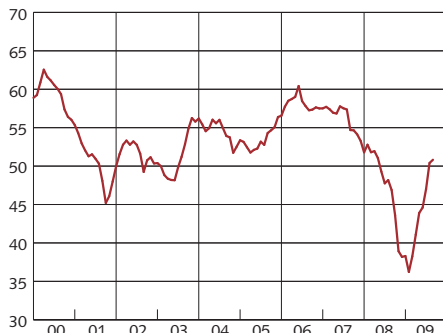
Konsumtionen föll under det andra kvartalet med 0,9 procent i uppräknad årstakt men steg därefter kraftigt i juli och augusti. Bland stimulansåtgärderna märks främst den som är inriktad på att stimulera motorfordonsförsäljning. Den subvention som lämnats till köpare som ersatt äldre fordon med nya mer bränslesnåla sådana, allmänt kallad "cash for clunkers", har under juli och augusti lett till en kraftig ökning av fordonsförsäljningen. Den konsumtionsökning som har kunnat observeras under dessa månader har dock varit större än vad som kan förklaras av den tidigareläggning av konsumtion som man kan anta att fordonssubventionen orsakat. Det finns därför skäl att tro att andra delar av konsumtionsefterfrågan i viss mån ska kunna kompensera för den nedgång i fordonsförsäljningen som väntas efter att subventionsprogrammet upphörde i slutet av augusti.

Försäljningen av nya bostäder har stigit varje månad sedan april. Mönstret gäller även försäljningen av befintliga bostäder med undantag för en minskning i augusti. Bostadspriserna har åter börjat stiga de senaste månaderna och ligger enligt Case-Shiller-indexet nu några procent över bottennivån i april men omkring 30 procent under toppnivån sommaren 2006. I kombination med den kraftiga uppgången på aktiemarknaden som pågått sedan i mars innebär detta att hushållens nettoförmögenhet har börjat återhämta sig något efter det dramatiska fallet under 2008.

Arbetsmarknaden har fortsatt att försvagas och även om takten i sysselsättningsminskningen har dämpats något sedan i mars så blir antalet sysselsatta fortfarande färre varje månad. I september var sysselsättningen omkring 4 procent lägre än ett år tidigare. Arbetslösheten har stigit och var 9,8 procent i september.

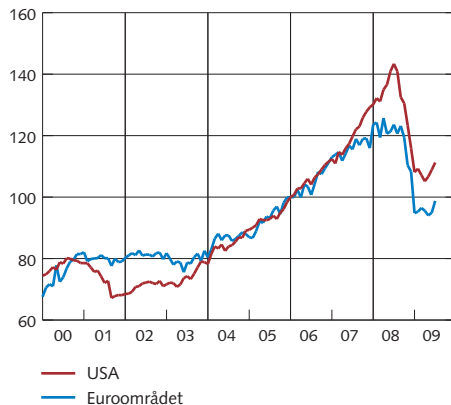
Inflationstrycket i USA är lågt efter en period av sjunkande kapacitetsutnyttjande och låga förväntningar på den framtida utvecklingen. Efter att ha fallit till -1,5 procent i augusti fortsatte inflationen uppåt i september då den var -1,3 procent, huvudsakligen som ett resultat av stigande energipriser.

Diagram 3:14. Inköpschefsindex i euroområdet
Index, säsongrensade data



Källa: Markit Economics

Diagram 3:15. Export
Index, 2006 kvartal 1 = 100



Källor: Eurostat, U.S. Department of Commerce och Riksbanken

■ ■ BNP i euroområdet faller men tecken på återhämtning

Det kraftiga fallet i BNP första kvartalet har avstannat och BNP sjönk andra kvartalet med 0,7 procent i uppräknad årstakt. Jämfört med motsvarande kvartal 2008 minskade BNP med 4,8 procent (se diagram 1:12). Tyskland och Frankrike uppvisade positiv tillväxt medan BNP fortsatte att falla i Italien och i Spanien.

Konsumtionen steg svagt andra kvartalet efter att ha fallit de två föregående. Även den offentliga konsumtionen ökade. Å andra sidan fortsatte de övriga efterfrågekomponenterna att falla. För export, import och investeringar var fallet betydligt mindre än under första kvartalet. Lagerbidraget var fortsatt kraftigt negativt. Det mesta tyder dock på att lagercykeln vänder under det tredje kvartalet eftersom företagens lager minskat kraftigt under det första halvåret samtidigt som orderingången ökat tydligt de senaste månaderna.

Indikatorerna över företagets och hushållens förväntningar har fortsatt att förbättras. EU-kommissionens barometer för september indikerade ökad optimism. Den samlade konfidensindikatorn för euroländerna, ESI, fortsatte att stiga i september. Det sammanvägda inköpschefsindexet förbättrades kraftigt i augusti och passerade 50-strecket, vilket indikerar att produktionen stiger (se diagram 3:14). Indexet steg även i september, men i långsammare takt, och har nu stigit sju månader i rad.

Industriproduktionen utvecklades svagt under våren men reviderade statistikutfall visar att produktionen stigit något de senaste månaderna. Ökningen i augusti var 0,9 procent jämfört med föregående månad. Orderingången har stärkts betydligt. I juni steg orderingången med nära 4 procent jämfört med föregående månad och ökningen fortsatte i juli.

Exporten från euroområdet steg i juni och i juli efter att ha fallit kraftigt under slutet av 2008 och början av 2009. Ökningen i juli var över 4 procent jämfört med föregående månad (se diagram 3:15). I den exportberoende tyska ekonomin har exporten nu ökat tre månader i rad. Även handeln inom euroområdet har stigit betydligt.

Sysselsättningen fortsatte att falla under andra kvartalet, men i långsammare takt än under det första. Arbetslösheten steg till 9,6 procent i augusti men den stiger nu i en långsammare takt. Det finns dock stora skillnader mellan enskilda euroländer. I Spanien, men även i exempelvis Irland, har arbetslösheten ökat mycket kraftigt under det senaste året. Ökningarna har däremot varit mindre i Frankrike och Tyskland där statliga stöd till företag för att behålla arbetskraft bidragit till att dämpa uppgången.

Detaljhandeln har utvecklats svagt och fortsatte att falla i augusti även om nedgången var marginell. Eftersom arbetsmarknaden troligen kommer att försvagas ytterligare väntas även fortsättningsvis en dämpad detaljhandel.

Den årliga ökningstakten i bankernas utlåning till hushållen sjönk till -0,2 procent i augusti. Ökningstakten har dock stabiliserat sig runt noll de senaste månaderna. Utlåningstakten till företag fortsatte att

sjunka i augusti men var svagt positiv. ECB:s undersökning ("Bank lending survey") från slutet av juli visar att bankerna fortsatte att strama åt lånevillkoren för företag och hushåll under det andra kvartalet. Andelen banker som uppgav att de stramat åt villkoren ytterligare föll dock betydligt jämfört med det första kvartalet.

Inflationstakten i euroområdet var i augusti -0,2 procent vilket var en uppgång jämfört med i juli. I september föll inflationen till -0,3 procent (se diagram 3:16).

■ ■ Stabilisering även i andra delar av Europa

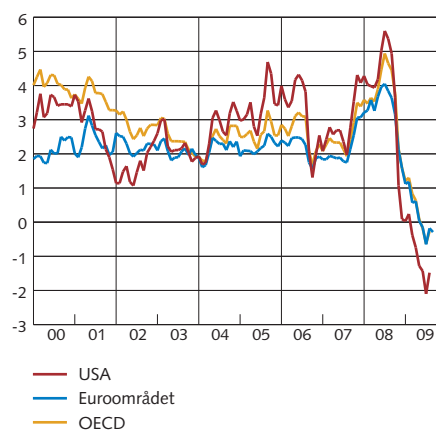
I Storbritannien och i Norge föll BNP med 2,3 procent respektive 5 procent i uppräknad årstakt det andra kvartalet jämfört med det första kvartalet. I likhet med i de flesta andra länder var fallet i BNP under andra kvartalet i Storbritannien mindre än under första kvartalet. Det svaga BNP-utfallet i Norge var främst en följd av svag utveckling i gas- och oljeindustrin. Rensat för dessa sektorer steg BNP marginellt det andra kvartalet. I Danmark föll BNP med ca 10 procent i uppräknad årstakt under andra kvartalet, vilket var ett större fall än under första kvartalet. Det var framförallt fallande investeringar och export som bidrog till den svaga tillväxten. När det gäller de danska hushållens förtroende för den ekonomiska situationen så ligger den i dagsläget på en nivå som överstiger det historiska genomsnittet.

Samtidigt som optimismen har ökat har den reala utvecklingen varit fortsatt svag. Ny statistik visar att industriproduktionen i såväl Danmark som Storbritannien har fortsatt att falla de senaste månaderna. I Norge finns det däremot tecken på en viss stabilisering av industriproduktionen. Detaljhandelsförsäljningen har i samtliga länder varit i stort sett oförändrad sedan i början av året. Exporten från de tre länderna har också fortsatt att utvecklas svagt, i synnerhet i Danmark och Norge. I Danmark och i Storbritannien har arbetslösheten stigit kraftigt det senaste året. Medan arbetslösheten är hög i Danmark i ett historiskt perspektiv är den fortfarande relativt låg jämfört med andra länder. Arbetslösheten i Norge har stigit det senaste året men har fallit tillbaka de senaste månaderna till 2,7 procent i september, vilket är en historiskt låg nivå.

Inflationen i Storbritannien, Norge och Danmark visar en likartad utveckling. KPI-inflationen har fallit kraftigt sedan i slutet på förra året. Detta kan delvis förklaras av lägre energi- och matpriser. Inflationen exklusive energi- och matpriser har emellertid också dämpats den senaste tiden till nära 2 procent.

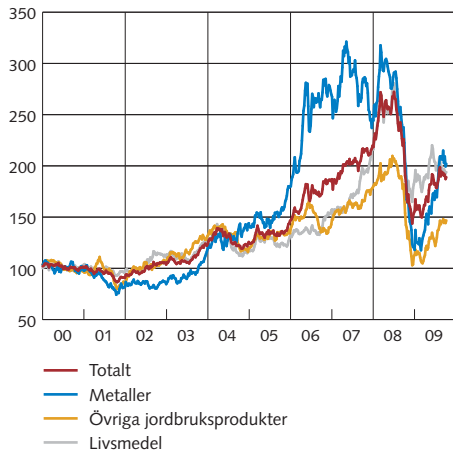
I de baltiska länderna fortsatte recessionen att fördjupas under årets andra kvartal. BNP föll med över 15 procent som årlig procentuell förändring i både Estland, Lettland och Litauen. Samtidigt har arbetsmarknaden fortsatt att försämrats. Detta har medfört att underskotten i statsbudgetarna har ökat kraftigt. De senaste månaderna har emellertid nedgången i de baltiska ekonomierna börjat avta. Det visar sig bland annat i att industriproduktionen verkar ha bottnat samtidigt som detaljhandelsförsäljningen inte faller lika snabbt som tidigare. Hushållens framtidsoptimism är dock fortfarande kvar på låga nivåer.

Diagram 3:16. Konsumentpriser
Årlig procentuell förändring



Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och OECD

Diagram 3:17. Råvarupriser
Index 2000 = 100, USD



Källa: The Economist

■ ■ Tecken på återhämtning även i övriga världen

Efter att ha fallit två kvartal i rad steg BNP i Brasilien med strax under 8 procent i uppräknad årstakt andra kvartalet jämfört med föregående kvartal. Industriproduktionen steg i juli respektive augusti jämfört med föregående månad. Exporten var i september drygt 30 procent lägre än i september 2008. Detta var dock en viss försämring jämfört med augusti. Efter att ha fallit sju månader i rad var inflationstakten 4,3 procent i augusti.

I Ryssland föll BNP med 10,9 procent andra kvartalet jämfört med samma period föregående år. Det verkar dock som att fallet i BNP dämpats. Industriproduktionen steg på månadsbasis i juni och juli men föll igen i augusti. Exporten har fortsatt återhämtas de senaste månaderna men var i augusti ändå omkring 40 procent lägre än samma månad föregående år. Inflationen har uppvisat en fallande trend sedan mitten av 2008 men var ändå över 11 procent i augusti.

■ ■ Stigande råvarupriser

Oljepriset som fallit kraftigt sedan juli 2008 då det låg i genomsnitt på omkring 133 USD per fat har sedan årsskiftet delvis återhämtat sig. I september uppgick priset per fat till i genomsnitt 68 dollar vilket innebar ett fall på 7 procent jämfört med månaden innan och ett fall på över 30 procent jämfört med samma månad föregående år. Sedan bottennoteringen i december förra året har priset stigit med nästan 70 procent, från 40 dollar per fat till 68 dollar per fat, vilket kommer att bidra till högre inflationstakt (12-månadersförändring) framöver. Terminspriserna på olja har sjunkit sedan i september och är nu knappt 5 procent lägre i genomsnitt under prognosperioden (se diagram 1:30). Priserna på råvaror (metaller, livsmedel och övriga jordbruksvaror) har varit relativt oförändrade de senaste månaderna (se diagram 3:17).

■ ■ BNP-tillväxten i Sverige börjar återhämta sig

BNP i Sverige steg det andra kvartalet i år med 0,6 procent i uppräknad årstakt. Jämfört med motsvarande period föregående år föll BNP med 6,0 procent (kalenderkorrigerat). Detta var en något starkare utveckling än vad som rapporterades i den snabbversion av nationalräkenskaperna som var tillgänglig inför det penningpolitiska mötet i september. Utvecklingen i BNP det första kvartalet reviderades samtidigt ned något. Jämfört med snabbversionen har det skett relativt stora revideringar av efterfrågekomponenterna i försörjningsbalansen. Exempelvis utvecklades lagren i väsentligt större omfattning än vad som tidigare rapporterats.

För det tredje kvartalet finns information från barometrar för samtliga tre månader, medan information i form av månadsutfall endast är tillgänglig för de två första månaderna. Den uppgång som påbörjades under våren och syntes i exempelvis inköpschefsindex och Konjunkturinstitutets barometerindikator har fortsatt under de senaste

månaderna. Läget i svensk ekonomi har enligt barometerindikatorn gått från att vara "mycket svagare än normalt" till att vara "svagare än normalt" (se diagram 3:18). Det finns dock en tydlig skillnad mellan utvecklingen i olika branscher (se diagram 3:19). Fortfarande befinner sig flera branscher på historiskt låga nivåer trots den uppgång som har skett. Industriproduktionen föll även i augusti, men en återhämtning är att vänta under hösten i takt med att företagen åter måste börja producera i större omfattning för att möta efterfrågan. Industrins orderingång har återhämtat sig något de senaste månaderna, men föll även den tillbaka något i augusti (se diagram 3:20).

Flera faktorer talar för att perioden med mycket kraftiga lagerneddragningar börjar gå mot sitt slut. Företagen har det senaste året i stor utsträckning sålt av sina lager och skurit ned kraftigt på produktionen av nya varor då efterfrågan varit låg. Barometerinformation antyder också att företagen i allmänhet inte är lika missnöjda med sina lager som tidigare varit fallet.

Resultaten från Riksbankens företagsintervjuer under september stämmer väl överens med bilden för övriga indikatorer (se publikationen "Riksbankens företagsintervjuer september 2009"). Visserligen skiljer sig utvecklingen åt mellan olika branscher, men de flesta företagen uppger att konjunkturbotten nu har passerats. En snabb återhämtning är dock inte att vänta enligt företagen och många känner sig osäkra på hur pass stabil uppgången blir. Innan företagen vågar börja investera i större omfattning igen krävs enligt dem en mer varaktigt högre efterfrågan. Företagen har fått något lättare att finansiera sig, men fortfarande uppges läget inte vara helt normalt.

Sammantaget har indikatorerna för det tredje kvartalet utvecklats något starkare än förväntat. Samtidigt medför de senaste nationalräkenskaperna för det andra kvartalet tillsammans med kompletterande information från Riksbankens företagsintervjuer att en delvis ny bild träder fram av exempelvis lagersituationen. BNP väntas stiga med cirka 2,5 procent i uppräknad årstakt det tredje kvartalet (se diagram 1:16), vilket innebär en relativt kraftig upprevidering jämfört med prognosen i september. Motiven till revideringen är främst att den inhemska efterfrågan utvecklats något starkare än beräknat och att lagerinvesteringar väntas bidra positivt till kvartalsförändringen i BNP det tredje kvartalet efter ett rekordstort negativt bidrag under det andra kvartalet. Fjärde kvartalet väntas BNP-tillväxten uppgå till 1,9 procent i uppräknad årstakt, vilket är en marginell upprevidering jämfört med prognosen i september.

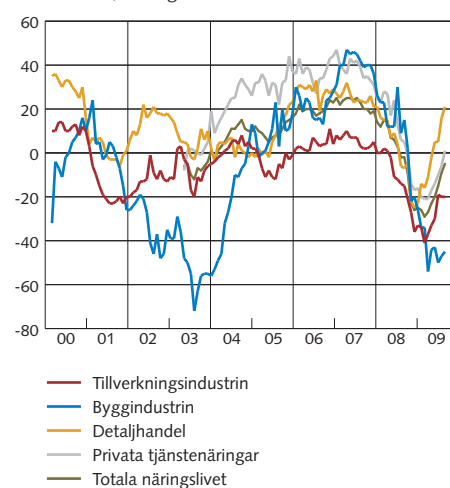
Förväntningarna på BNP-tillväxten hos samtliga tillfrågade i Prosperas undersökning i oktober tyder på en mer optimistisk syn på hur ekonomin utvecklas framöver jämfört med resultaten i förra undersökningen som publicerades i juni. Om ett år väntas BNP ha fallit med 0,6 procent jämfört med 1,5 procent i undersökningen i juni. På två och fem års sikt är förväntningarna att BNP ska öka med 1,5 procent respektive 2,5 procent, vilket kan jämföras med 0,8 procent respektive 2,4 procent i undersökningen i juni.

Diagram 3:18. Barometerindikator
Index, medelvärde = 100



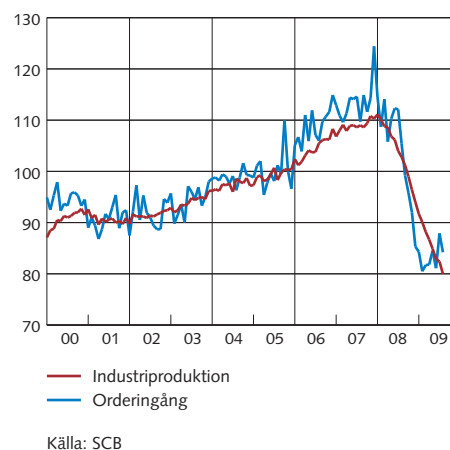
Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:19. Konfidensindikatorer för näringslivet
Nettotal, säsongrensade data



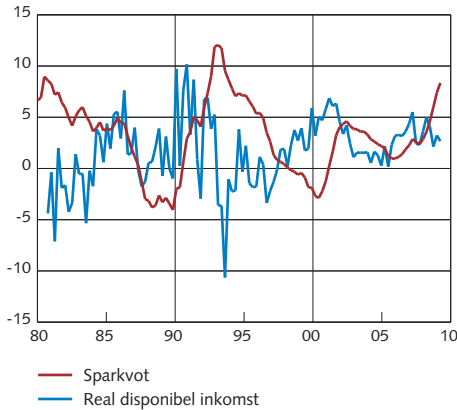
Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:20. Industriproduktion och orderingång
Index, 2005 = 100, säsongrensade data



Källa: SCB

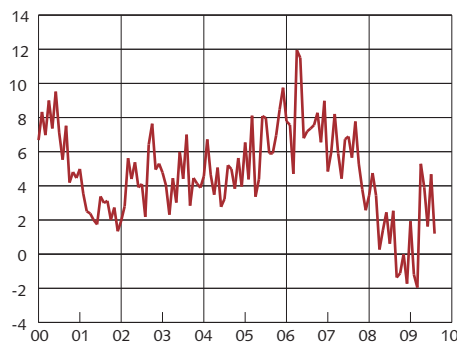
Diagram 3:21. Sparande och disponibel inkomst
Procent av disponibel inkomst respektive årlig procentuell förändring



Anm. Sparkvoten omfattar inte kollektivt pensionssparande och är beräknad som fyra kvartals glidande medelvärde.

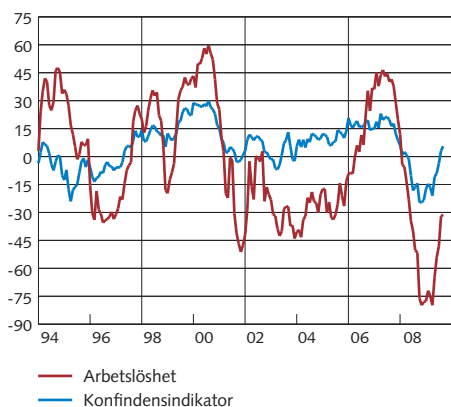
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:22. Detaljhandelsindex
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerad data



Källa: SCB

Diagram 3:23. 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

■ ■ Återhämtning i hushållens konsumtion

Efter att ha fallit kraftigt fjärde kvartalet förra året steg hushållens konsumtion första och andra kvartalet i år, uttryckt som procentuell förändring jämfört med föregående kvartal (Riksbankens säsongsrensning). Nivån på hushållens konsumtion var dock fortfarande nästan 2 procent lägre det andra kvartalet än under samma period förra året.

Hushållens reala disponibla inkomster har ökat stadigt, bland annat till följd av sänkta skatter och låga räntor (se diagram 3:21). Trots detta har hushållens konsumtion fallit under det senaste året. Detta hänger troligtvis samman med den osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen som har rått bland hushållen och fallande förmögenheter. Hushållens sparande i förhållande till de disponibla inkomsterna har stigit kraftigt (se diagram 3:21).

Det finns gott om indikatorer på att hushållens konsumtion kommer att stiga under de närmaste kvartalen. Hus- och aktiepriser har stigit vilket brukar innebära ökad konsumtion. Omsättningen i detaljhandeln har stigit under de senaste månaderna. I augusti ökade konsumtionen av detaljhandelsvaror med drygt 1 procent jämfört med motsvarande månad förra året (se diagram 3:22). Efter att ha fallit kraftigt under fjolåret har nybilsregistreringen åter börjat stiga något de senaste månaderna. Enligt Konjunkturinstitutets hushållsbarometer är hushållen dessutom allt mindre pessimistiska om den framtida ekonomiska utvecklingen och en minskad andel tror att arbetslösheten ska stiga (se diagram 3:23).

■ ■ Expansiv finanspolitik ökar offentlig konsumtion

Den offentliga konsumtionen ökade med 1,5 procent 2008 och har fortsatt att öka under första halvåret i år. Den offentliga sektorns finansiella sparande uppgick till 2,5 procent av BNP 2008 (se diagram 3:24). Under 2009 bedöms den offentliga konsumtionen öka med 1,5 procent.

Ny information sedan den penningpolitiska uppföljningen i september är taxeringsutfallet för 2008, prognoser och utfall för augusti från Ekonomistyrningsverket samt statsbudgeten för 2010. Det preliminära taxeringsutfallet för 2008 vad gäller skatt på arbete och hushållens kapitalskatter var högre än förväntat. Detta samt den något starkare utvecklingen för börsen och den reala ekonomin under 2009 tyder på att det finansiella sparandet inte försvagas lika mycket som prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i september.

Regeringens budgetproposition för 2010 var ungefär som förväntat i omfattning och inriktning. Det finansiella sparandet försvagas med 32 miljarder kronor (motsvarande 1 procent av BNP) 2010 genom den föreslagna diskretionära finanspolitiken. Vissa reformer är temporära och andra är permanenta. Kommuner och landsting får temporärt mer resurser. Detta motverkar att finanspolitiken blir procyklisk, det vill säga att nedgången förstärks genom nedskärningar i kommuner och landsting.

■ ■ Näringslivets investeringar faller kraftigt

De totala investeringarna har fallit kraftigt det första halvåret i år. I samband med den ordinarie publiceringen av utfallet för nationalräkenskaperna det andra kvartalet reviderades utvecklingen för det första halvåret 2009 betydligt (se diagram 1:20). Nu framträder bilden av att det största fallet i investeringarna inträffade det första kvartalet för att sedan dämpas det andra kvartalet.

Både näringslivets investeringar och bostadsinvesteringarna föll kraftigt det andra kvartalet jämfört med motsvarande period föregående år (se diagram 3:25). Närmare hälften av fallet för de totala investeringarna beror på att näringslivet minskat sina investeringar i maskiner. Bostadsinvesteringarna har utvecklats svagt under en längre period. Under de senaste månaderna har de dock stabiliserats något. Det historiskt låga ränteläget i kombination med ett uppdämt behov av bostäder i stora delar av landet gör att det på nytt planeras för nya bostäder. Även ombyggnationerna har under senare tid gynnats av låga räntor och det införda ROT-avdraget. Liksom tidigare utvecklas de offentliga myndigheternas investeringar relativt starkt. Det beror främst på att man fortsätter att investera i vägar och byggnader.

De totala investeringarna väntas fortsätta att falla det tredje och fjärde kvartalet i år, men fallet väntas bli något mindre än vad som förväntades i september. Sammantaget väntas de totala investeringarna falla med drygt 17 procent 2009 vilket är i linje med bedömningen från september.

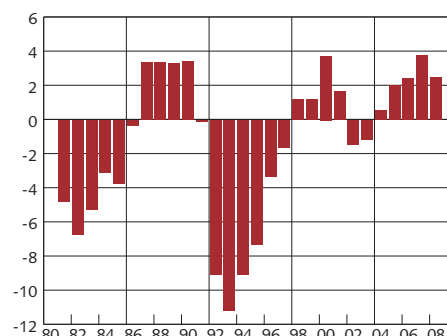
■ ■ Rekordlåg tillväxt i utrikeshandeln men återhämtning väntas

Svensk export har drabbats hårt av krisen. Andra kvartalet i år föll den totala exporten med 16,9 procent jämfört med motsvarande period föregående år. Varuexporten föll med 25,5 procent, medan tjänsteexporten endast föll med 0,9 procent. Ökande export av resevaluta (utländsk konsumtion i Sverige) bidrar kraftigt till att dämpa fallet i tjänsteexporten. Detta förklaras till stor del av att den svaga kronan stimulerat både gränshandel och turism i Sverige.

Även den totala importen föll kraftigt under det andra kvartalet 2009. Den minskade då med 20,3 procent jämfört med motsvarande period föregående år. Företagen fortsatte att dra ner på sina lager det andra kvartalet, vilket har bidragit till att importen minskat. De stora fallen i exporten och investeringarna (som båda har ett stort importinnehåll) har också bidragit till den låga importen. Fallet i varuimporten var mycket större än fallet i tjänsteimporten.

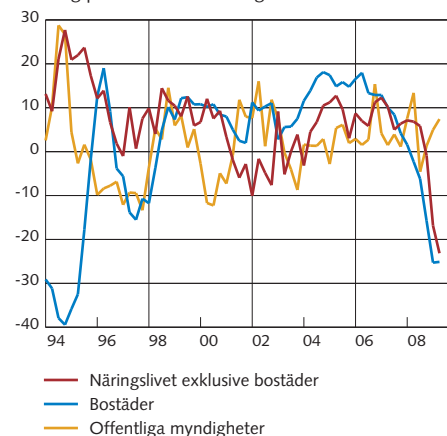
Månatlig statistik över utrikeshandeln till och med augusti tyder på en återhämtning av såväl export som import (se diagram 3:26). Även indikatorerna på exportorderingången talar för en positiv utveckling (se diagram 3:27). Statistiken över orderingången som publiceras av Konjunkturinstitutet visar att det framförallt är insatsvaruindustrin som står för återhämtningen.

Diagram 3:24. Offentligt finansiellt sparande
Procent av BNP



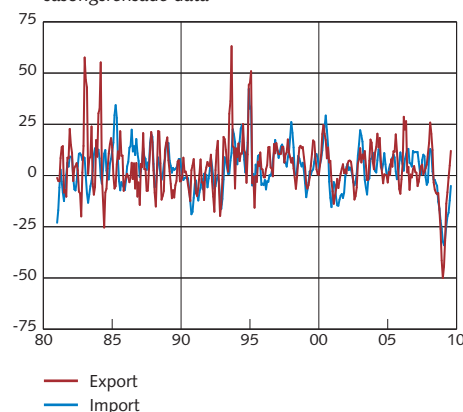
Källa: SCB

Diagram 3:25. Fasta bruttoinvesteringar
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

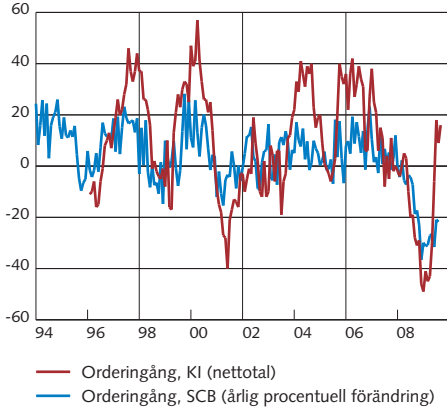
Diagram 3:26. Utrikeshandel med varor i fasta priser
Tre månaders förändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Fasta priser beräknat av Riksbanken

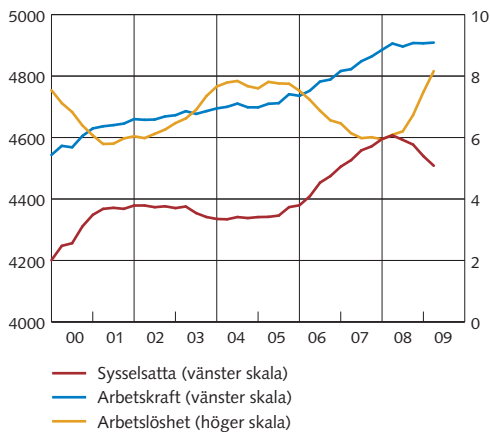
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:27. Exportordergång
Netttotal respektive årlig procentuell förändring



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

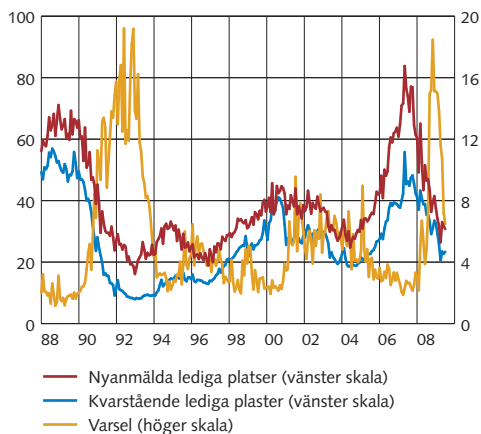
Diagram 3:28. Sysselsatta, arbetskraft och arbetslöshet
1000-tals personer, 15-74 år, respektive procent av arbetskraften, säsongrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Data före 2001 är länkade av Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:29. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel
1000-tal, säsongrensade data



Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken

Exporten bedöms öka något det andra halvåret i år vilket är en marginell upprevidering jämfört med prognosen i september. Prognosen för import har däremot reviderats upp kraftigare på grund av att konsumtion och investeringar väntas utvecklas starkare under tredje kvartalet. Även lagren väntas minska i långsammare takt, vilket medför att importen ökar snabbare.

■ ■ Lågkonjunkturen präglar läget på arbetsmarknaden

Läget på arbetsmarknaden har snabbt försämrats som en följd av det kraftiga produktionsbortfallet i svensk ekonomi. Det senaste året har sysselsättningen minskat med mer än 100 000 personer, merparten inom industrin, och arbetslösheten har stigit med cirka 2,5 procentenheter (se diagram 3:28). I augusti var antalet sysselsatta (15-74 år) enligt AKU 147 000 personer, eller 3,1 procent, färre än samma period förra året. Samtidigt minskade antalet personer i arbetskraften med 10 000 personer, eller 0,2 procent, vilket innebär att antalet arbetslösa ökade med 137 000 personer. I förhållande till bedömningen som gjordes i den penningpolitiska uppföljningen i september har antalet sysselsatta utvecklats som förväntat, medan antalet arbetslösa blivit något färre än väntat.

Konkurrensen om jobben har hårdnat i takt med att arbetslösheten ökat och efterfrågan på arbetskraft minskat. Det senaste året har antalet lediga platser som anmäls till Arbetsförmedlingen halverats, även om läget under de senaste månaderna tycks ha stabiliserats något (se diagram 3:29). Också antalet personer som varslats om uppsägning har minskat de senaste månaderna. Under september varslades knappt 8 000 personer om uppsägning, vilket innebär att drygt 163 000 personer har varslats sedan september i fjol. Enligt Konjunkturbarometern har stämningläget bland företagen förbättrats de senaste månaderna men det är dock fortfarande svagare än normalt. Andelen företag som uppger brist på arbetskraft är mycket låg (se diagram 3:30) och trots att antalet sysselsatta redan minskat mycket så förutser företagen fortsatta personalneddragningar (se diagram 3:31).

Sammantaget visar hittills publicerade utfall och arbetsmarknadsindikatorer att arbetsmarknaden försvagas som förväntat. Prognoserna för arbetskraft och arbetslöshet är nedreviderade till följd av det lägre utfallet. Prognoserna för arbetade timmar och sysselsättning är däremot uppreviderade för andra halvåret i år till följd av att BNP-tillväxten blir något starkare.

■ ■ Arbetsproduktiviteten återhämtar sig

Arbetsproduktiviteten i den svenska ekonomin föll i mer än två år till och med första kvartalet i år, vilket är en ovanligt lång period (se diagram 1:24). Att tillväxten i produktiviteten avtagit under det senaste året är dock till viss del normalt, eftersom företagen anpassar arbetsstyrkan och antalet arbetade timmar i en konjunkturnedgång senare än de anpassar produktionen. Under andra kvartalet började produktiviteten återhämta sig. Den ökade med 6,1 procent jämfört med föregående kvartal (uppräknad årstakt) vilket var nästan 1 procentenhet mer än utfallet som publicerades i snabbversionen av nationalräkenskaperna. Jämfört med motsvarande kvartal i fjol föll dock fortfarande produktiviteten med omkring 2,4 procent. Återhämtningen i arbetsproduktiviteten väntas fortsätta i takt med att företagen anpassar sin bemanning till produktionsvolymen. Detta innebär också att de negativa effekterna på arbetsmarknaden fortsätter med fallande sysselsättning och stigande arbetslöshet trots stigande BNP. För de närmaste kvartalen är prognosen för tillväxttakten i produktiviteten oförändrad jämfört med uppföljningen i september. Nivån på produktiviteten är däremot något högre jämfört med prognosen i uppföljningen.

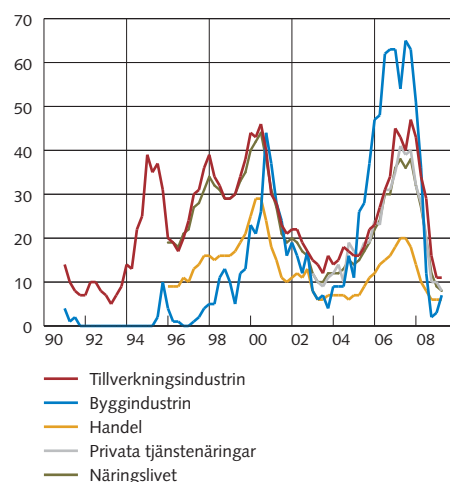
■ ■ Resursutnyttjandet har fallit snabbt

Det finns inte något enkelt sätt att mäta resursutnyttjandet i ekonomin. Riksbanken studerar flera olika indikatorer och använder även statistiska metoder för att bedöma utnyttjandet av ekonomins produktionsresurser. Den sammantagna bilden för närvarande är att resursutnyttjandet har fallit snabbt och är nu på ungefär lika låg nivå som under 90-talskrisen.

Det stora och snabba produktionsfallet innebär att företagen nu står med mycket outnyttjad kapacitet. Inom industrin har kapacitetsutnyttjande fallit brant till historiskt låga nivåer (se diagram 3:32). Även efterfrågan på arbetskraft har fallit snabbt och det är väldigt få företag som uppger att de har brist på arbetskraft (se diagram 3:30).

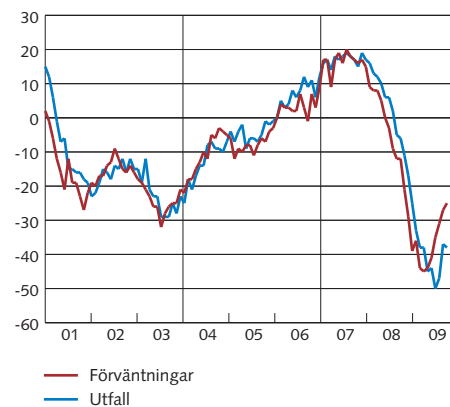
Resursutnyttjandet på arbetsmarknaden som helhet faller också snabbt, vilket den snabbt stigande arbetslösheten och fallande sysselsättningsgraden är tydliga indikationer på. Olika statistiska mått kan också användas för att uppskatta resursutnyttjandet i ekonomin. I diagram 1:25 visas BNP:s, arbetade timmars och sysselsättningens avvikelse från sina respektive trender, här framtagna med ett så kallat HP-filter. Storleken på dessa gap påverkas av vilken metod som används och ska tolkas med försiktighet, men även enligt dessa mått tycks resursutnyttjandet ha fallit snabbt och är nu på en låg nivå.

Diagram 3:30. Andel företag med brist på arbetskraft
Procent, säsongrensade data



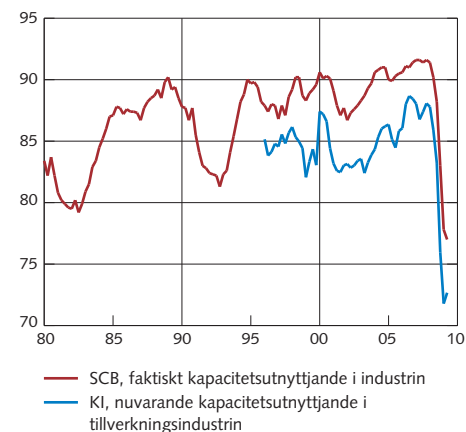
Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:31. Anställda i näringslivet, förväntningar
och utfall
Nettotal, säsongrensade data



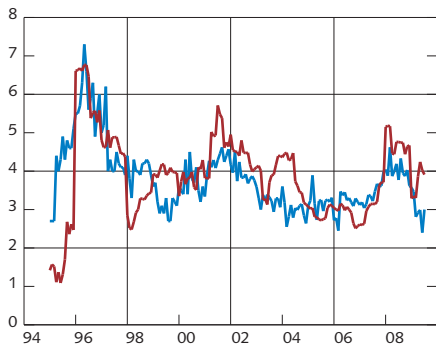
Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:32. Industrins kapacitetsutnyttjande
Procent, säsongrensade data



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

Diagram 3:33. Löner
Årlig procentuell förändring

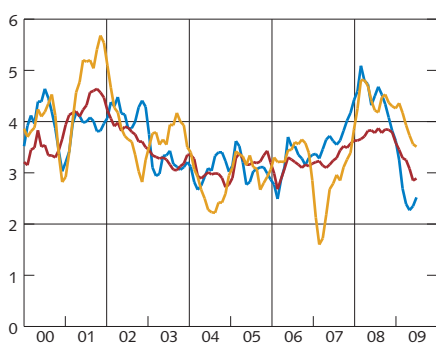


— Offentlig sektor
— Näringslivet

Anm. Avser löner enligt konjunkturlönestatistiken. Preliminära utfall de senaste 12 månaderna som vanligtvis revideras upp.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

Diagram 3:34. Löner i näringslivet
Årlig procentuell förändring



— Tjänstebranscher
— Industrin
— Byggindustrin

Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Avser löner enligt konjunkturlönestatistiken. Preliminära utfall de senaste 12 månaderna som vanligtvis revideras upp.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

■ ■ Ovanligt låg löneglidning i år

Sedan den penningpolitiska uppföljningen i september har nya preliminära löneutfall enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet publicerats för juni och juli månad. Lönerna i hela ekonomin ökade preliminärt med 2,9 procent och 3,4 procent i årlig procentuell förändring respektive månad. Under årets sju första månader har den preliminära löneökningstakten i genomsnitt varit högre i den offentliga sektorn än i näringslivet (se diagram 3:33). Den preliminära löneökningstakten har hittills i år varit lägre i industrin än i byggsektorn och tjänstebranscherna (se diagram 3:34).

Den definitiva löneökningstakten i hela ekonomin bedöms bli 3,4 procent för 2009, vilket är högre än bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i september. Prognosrevideringen beror främst på revidering av statistiken. Den nya näringsgrensindelning (SNI2007) som numera används för lönestatistiken i näringslivet, har hittills i år inneburit drygt 0,1 procentenhet högre löneökningstakt i denna sektor jämfört med ökningstakten enligt den tidigare näringsgrensindelningen. De centralt avtalade löneökningarna är beräknade till 3,0 procent i år, vilket innebär att löneökningarna utöver centrala avtal blir låga i år, under 0,5 procentenheter. En viktig förklaringsfaktor till de låga löneökningarna utöver avtal är givetvis den successivt försämrade arbetsmarknadssituationen.

■ ■ Fortsatt hög tillväxt i arbetskostnaderna per producerad enhet

Sedan uppföljningen i september har lönesummor enligt nationalräkenskaperna publicerats för det andra kvartalet i år. Timlönerna i hela ekonomin ökade enligt denna statistik med 4,1 procent i årlig procentuell förändring det andra kvartalet, vilket är något högre än bedömningen i september. Löneökningstakten enligt nationalräkenskaperna är högre än den enligt konjunkturlönestatistiken, vilket förmodligen delvis kan förklaras av de lokala avtalen inom ramavtalet för industrin som innebär att arbetstiden minskas mer än vad lönerna sänks.¹³ Denna effekt fångas inte i konjunkturlönestatistiken.

Arbetskostnaderna per timme ökade dock under det andra kvartalet i en något mer modest takt, cirka 3,5 procent i årlig procentuell förändring, vilket är i linje med bedömningen i september. En av förklaringarna till detta är att de lagstadgade arbetsgivaravgifterna sänkts i år. Arbetskostnaderna per producerad enhet ökade med 6,1 procent det andra kvartalet i år jämfört med motsvarande kvartal 2008, vilket innebär att det är fjärde kvartalet i rad med en årlig tillväxttakt på över 5 procent. Arbetskostnaderna per producerad enhet bedöms falla när produktiviteten stiger.

¹³ Timlönen enligt nationalräkenskaperna är mätt som lönesumma dividerat med säsongrensade arbetstimmar.

■ ■ Inflationförväntningarna fortsatt låga på kort sikt

Hushållens inflationförväntningar på ett års sikt, så som de mäts i Konjunkturinstitutets hushållsbarometer, uppgick i september 2009 till 1,8 procent. Detta är en uppgång från 1,5 procent i augusti (se diagram 3:35). Enligt Prosperas undersökning från oktober 2009 har inflationförväntningarna ökat något jämfört med föregående mätillfälle i juni och är nu 0,8 procent på ett års sikt. Om två och fem år väntas inflationen vara 1,6 respektive 2,2 procent. I den förra enkäten väntades en inflation på 1,4 procent om två år och 2,2 procent om fem år (se diagram 3:36). Inflationförväntningarna för det närmaste året enligt Prosperas undersökning ligger alltså lägre än i Konjunkturinstitutets hushållsbarometer och även i förhållande till Riksbankens prognos för KPI-inflationen.

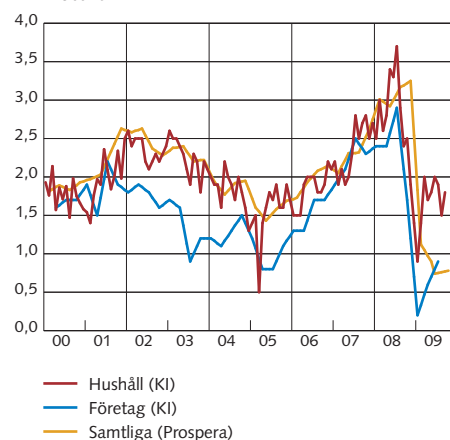
Ett grovt mått på räntemarknadens långsiktiga inflationförväntningar är den så kallade break even-inflationen, det vill säga skillnaden mellan räntor på nominella och reala obligationer med samma löptid. Denna har stigit under 2009 från mycket låga nivåer runt årsskiftet. Break even-inflationen beräknad på räntor med fem års löptid i Sverige är för närvarande drygt 2,3 procent (se diagram 3:37). Liksom tidigare finns det tecken på att handeln med denna typ av instrument har ökat, men måttet bör fortfarande tolkas med försiktighet. Att måttet på break even-inflationen har uppfattats som missvisande beror framförallt på att omsättningen på marknaden för reala obligationer har varit låg, varför priserna antagligen inte har speglat inflationförväntningarna fullt ut.

■ ■ KPI-inflationen faller

Sedan den penningpolitiska uppföljningen i september har inflationen mätt med KPI fortsatt att falla. I september föll KPI med 1,6 procent jämfört med samma månad året innan (se diagram 1:28). Hushållens räntekostnader och energikostnader faller snabbt mätt som årlig procentuell förändring. Exkluderas effekterna av förändrade räntor och energipriser på KPI så faller dock inte priserna. KPIF exklusive energi var 2,4 procent högre i september jämfört med samma månad året innan. Inflationen mätt med KPIF, där endast bostadsräntorna hålls konstanta, uppgick till 1,4 procent i september (se diagram 1:28). Utfallen för KPI och KPIF var något lägre än prognostiserat i den penningpolitiska uppföljningen i september. Den förhållandevis svaga kronan tillsammans med den höga ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet är sannolikt bidragande orsaker till att den underliggande inflationstakten fortfarande är relativt hög.

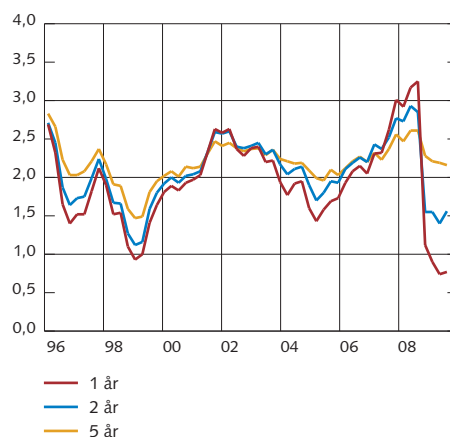
Den årliga förändringstakten i varupriserna (exklusive energi och livsmedel) var i september 1,3 procent, vilket är ett förhållandevis högt utfall jämfört med genomsnittet sedan 1992 på cirka 0,6 procent (se diagram 3:38). Priserna på varaktiga varor i producentledet var i augusti 6,1 procent högre jämfört med samma månad i fjol, vilket också är en relativt hög ökningstakt. Den årliga förändringstakten

Diagram 3:35. Inflationförväntningar på ett års sikt
Procent



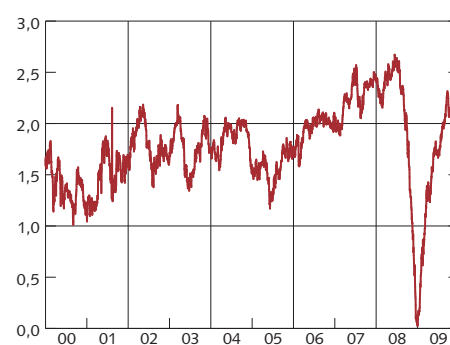
Källor: Konjunkturinstitutet och TNS SIFO Prospera

Diagram 3:36. Inflationförväntningar på 1, 2 och 5 års sikt, samtliga aktörer
Procent



Källa: TNS SIFO Prospera

Diagram 3:37. Skillnaden mellan nominella och reala 5-årsräntor (break even-inflation)
Procentenheter



Källa: Riksbanken

Diagram 3:38. Varu- och tjänstepriser i KPI
Årlig procentuell förändring

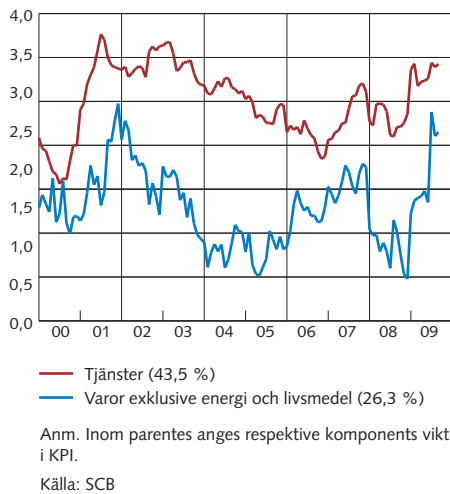
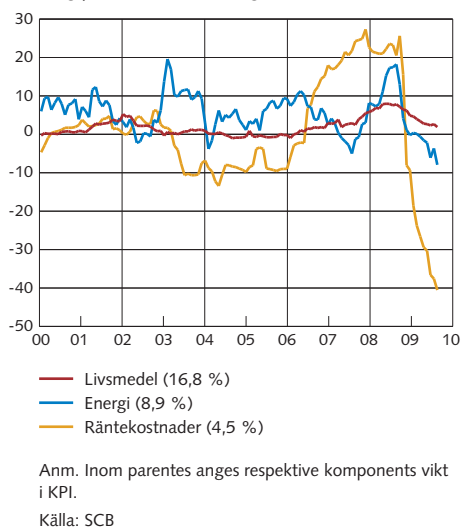


Diagram 3:39. Livsmedel, energi och räntekostnader i KPI
Årlig procentuell förändring



på varaktiga varor i producentledet har stigit med knappt 4 procentenheter sedan september 2008 då kronan började försvagas. Detta har troligen inte fått fullt genomslag i konsumentledet ännu. Därmed finns troligen ett uppdämt behov av att höja priserna i konsumentledet, trots att kronan har förstärkts på senare tid. Barometerdata från Konjunkturinstitutet och resultatet från Riksbankens företagsintervjuer under september tyder också på att priserna inom handeln kommer att höjas. Den årliga ökningstakten i tjänstepriserna var 2,9 procent i september jämfört med 2,8 procent i augusti (se diagram 3:38).

■ ■ Fallande energipriser

Energipriserna har fallit kraftigt sedan hösten 2008 och fortsätter att falla (se diagram 3:39). Den årliga förändringstakten i oljepriserna har fallit under en längre tid, men sedan i somras faller även förändringstakten i elpriserna. Terminspriserna på både olja och el har också sjunkit sedan den penningpolitiska uppföljningen i september (se diagram 1:30).

KPI-inflationen, mätt som årlig procentuell förändring, väntas ha bottnat i september och förändringstakten förväntas bli svagt positiv i slutet av året. De fallande energipriserna har ännu inte fullt ut slagit igenom i den årliga procentuella förändringen i KPI och de väntas falla ännu en tid. Under fjärde kvartalet väntas dock oljepriserna komma att öka och förändringstakten blir positiv, medan elpriserna bedöms fortsätta att falla. KPI-inflationen väntas utvecklas i linje med bedömningen i den senaste penningpolitiska uppföljningen under de närmaste månaderna. Rensat för bostadsräntorna och energipriserna väntas dock inflationen under de närmaste månaderna bli något högre jämfört med bedömningen i september. HIKP steg med 1,4 procent mätt i årlig procentuell förändring i september och förväntas stiga med i genomsnitt 1,8 procent det andra halvåret i år (se diagram 1:31).¹⁴

¹⁴ HIKP är det EU-harmoniserade konsumentprisindexet och är till sin sammansättning likt KPIF, men stiger i genomsnitt något snabbare än KPIF.

■ Utvärdering av olika penningpolitiska alternativ

Penningpolitiken siktar på att stabilisera inflationen kring inflationsmålet samtidigt som vikt läggs vid att stabilisera realekonomin. Ett sätt att mäta hur väl olika penningpolitiska alternativ lyckas med detta är att beräkna summan av de kvadrerade avvikelserna mellan dels inflationsprognosen och inflationsmålet, dels prognosen för faktiskt och normalt resursutnyttjande. Detta sammantagna mått är ett sätt att jämföra de förväntade konsekvenserna av olika framtida räntescenarier. I vissa lägen ger det dock inte all relevant information för de penningpolitiska avvägningarna.

Enligt riksbankslagen är målet för penningpolitiken att upprätthålla ett fast penningvärde. I förarbetena till lagen angavs att Riksbanken därutöver, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, bör stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Detta uttrycks ofta som ett uppdrag att värna den finansiella stabiliteten.

I förarbetena framgår att penningpolitiken bara på kort sikt kan påverka tillväxt och sysselsättning. Det är idag allmänt accepterat att en centralbank inte kan höja BNP-tillväxt och sysselsättning på ett bestående sätt genom att bedriva en systematiskt expansiv politik. Det penningpolitiken kan göra är att skapa goda förutsättningar för att ekonomin ska fungera effektivt och att den makroekonomiska utvecklingen ska vara någorlunda stabil. Det kan åstadkommas genom att penningpolitiken siktar på att stabilisera inflationen kring inflationsmålet samtidigt som vikt läggs vid att stabilisera realekonomin. En sådan politik brukar kallas för flexibel inflationsmålspolitik. Som ett sammanfattande mått på utvecklingen av realekonomin används ofta något mått på resursutnyttjandet.

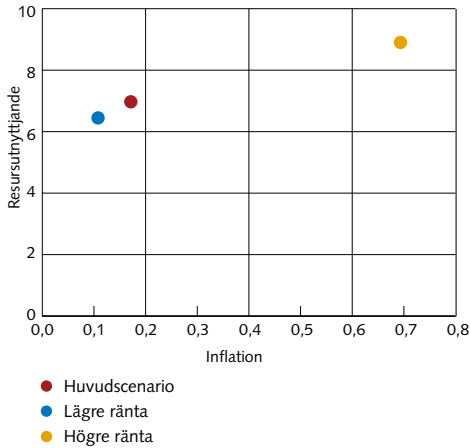
Det sätt som Riksbanken normalt arbetar på innebär att Riksbanken sätter en aktuell reporänta och väljer en framtida reporäntebana så att prognosen för inflationen och resursutnyttjandet sammantaget "ser bra ut". Med det menas enkelt uttryckt att om man blickar framåt några år så ska inflationens avvikelse från målet och resursutnyttjandets avvikelse från den normala nivån verkar rimliga och inte alltför stora. Om det uppstår en målkonflikt där exempelvis inflationen ökar samtidigt som realekonomin försvagas ska penningpolitiken uppnå en rimlig kompromiss mellan en stabil inflation och ett stabilt resursutnyttjande.

En sådan politik kan beskrivas som att det gäller att välja en reporäntebana så att man minimerar en förlustfunktion med formen

$$\sum_{k=0}^T (\pi_{t+k,t} - \pi^*)^2 + \lambda \sum_{k=0}^T (y_{t+k,t} - \bar{y}_{t+k,t}^*)^2$$

där $\pi_{t+k,t}$ är prognosen i kvartal t för inflationen i kvartal t+k, π^* är inflationsmålet, λ vikten på stabilisering av resursutnyttjandet (ofta mätt med produktionsgap) relativt stabilisering av inflationen och $y_{t+k,t} - \bar{y}_{t+k,t}^*$ ett mått på resursutnyttjandet (ofta det så kallade produktionsgapet) och T är prognoshorisonten (normalt 12 kvartal). Det

Diagram R1. Medelkvadratgap för inflations- och resursutnyttjandeprognoiser
Medelvärden av kvadrerade avvikelser under prognosperioden



Anm. Resursutnyttjandet mäts med BNP:s avvikelse från HP-trend och inflationsavvikelsen med KPIF:s avvikelse från inflationsmålet.

Källa: Riksbanken

gäller alltså att välja en räntebana som minimerar kvadratsumman för prognosen för inflationsavvikelsen $\sum_{k=0}^T (\pi_{t+k,t} - \pi^*)^2$, plus vikten λ gånger kvadratsumman för prognosen för resursutnyttjandet $\sum_{k=0}^T (y_{t+k,t} - \bar{y}_{t+k,t})^2$.

I prognosarbetet analyserar Riksbanken konsekvenserna av olika möjliga reporäntebanor. Dessa redovisas i kapitel 2 av den penningpolitiska rapporten – Alternativa scenarier och risker. Vanligtvis redovisas de alternativa scenarierna i form av diagram som visar den prognostiserade utvecklingen över tiden för inflationen och ett mått på produktionsgapet som en viss reporäntebana väntas ge upphov till. I diagram 2:14 och 2:12 visas den prognostiserade utvecklingen för inflationen mätt med KPIF och resursutnyttjandet mätt som produktionsgapet dels i huvudscenariot, dels för de två alternativa räntescenarier som redovisas i kapitel 2.

Ett kompletterande sätt att redovisa de alternativa scenarierna är att beräkna de genomsnittliga kvadratsummorna, medelkvadratgapen, för prognoserna för inflationsavvikelsen och för resursutnyttjandet.¹⁵ Dessa visas i diagram R1. Diagrammet summerar den information som redan finns i diagram 2:12 och 2:14 och underlättar därmed en jämförelse mellan olika handlingsalternativ. Det knyter också på ett direkt sätt an till beskrivningen ovan att man med penningpolitiken försöker minimera en förlustfunktion. Informationen är dock oberoende av den relativa vikt, λ , som centralbanken fäster vid stabilisering av inflationen relativt stabilisering av resursutnyttjandet.¹⁶

Ju närmare origo, eller "syd-väst" i diagrammet, ett scenario ligger, desto mindre är avvikelserna mellan inflationen och resursutnyttjandet och respektive målnivå. Av diagrammet framgår att scenariot med lägre ränta i kapitel 2 ger mindre kvadrerade avvikelser för både inflationen och resursutnyttjandet. Allt annat lika skulle alternativet med lägre ränta därför kunna vara att föredra. Det är dock möjligt att olika räntebanor, till exempel en mycket låg ränta, kan ha konsekvenser för den finansiella stabiliteten eller de finansiella marknadernas funktionssätt som kan påverka beslutet.

¹⁵ Medelkvadratgapen definieras således som $\sum_{k=0}^T (\pi_{t+k,t} - \pi^*)^2 / (T-1)$ och $\sum_{k=0}^T (y_{t+k,t} - \bar{y}_{t+k,t})^2 / (T+1)$ där T är prognoshorisonten.

¹⁶ För mer diskussion se L.E.O. Svensson, "Evaluating Monetary Policy," kommer att publiceras i E. Koenig, och R. Leeson, eds., *From the Great Moderation to the Great Deviation: A Round-Trip Journey Based on the Work of John B. Taylor*, 2009 (uppdaterad och reviderad version av ett tal från den 13 mars 2009).

■ Okonventionella åtgärder och risk för inflation

De okonventionella åtgärder som Riksbanken har vidtagit har kraftigt ökat den monetära basen, vilket enligt läroboksmodeller skulle kunna innebära en avsevärd ökning av penningmängden med betydande inflationsrisker framöver. Ökningen av den monetära basen avspeglar dock en ökad efterfrågan på reserver i Riksbanken som har uppstått som följd av finansieringsproblem på interbank- och värdepappersmarknaderna, vilket talar emot denna utveckling. Utan Riksbankens åtgärder hade marknadsräntorna blivit högre samtidigt som inflationen och resursutnyttjandet hade blivit alltför lågt.

Centralbanker bedriver normalt penningpolitik genom att via styrrentan påverka de räntor som hushåll och företag möter. Under den finansiella krisen har det dock varit nödvändigt att komplettera den penningpolitiska verktygslådan med mer okonventionella metoder för att få de finansiella marknaderna att fungera bättre, underlätta kreditförsörjningen och reducera olika riskpremier som har motverkat penningpolitiken.¹⁷

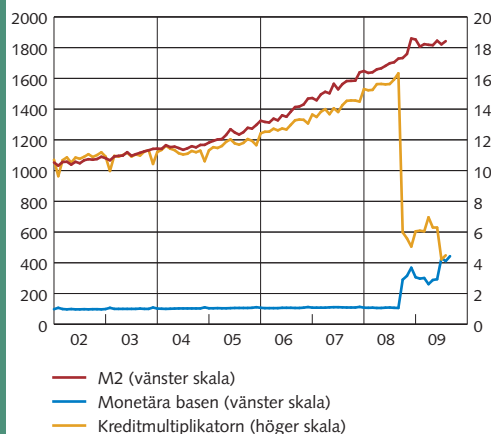
Riksbankens utlåning har underlättat bankernas finansiering

De okonventionella åtgärder som Riksbanken och många andra centralbanker har genomfört har bland annat bestått i att ge lån på längre löptider än vanligt till sina motparter, ge lån i amerikanska dollar, godkänna ett större antal värdepapper som säkerhet och utöka kretsen av motparter. Riksbanken har under krisens förlopp gett lån till banksystemet med tre, sex och tolv månaders löptid så att bankerna lättare och effektivare kan klara av sin korta och medelfristiga finansiering. Riksbanken har därmed fungerat som en intermediär inom banksystemet. Åtgärderna har sammantaget gjort att omslutningen på centralbankernas balansräkningar har ökat kraftigt. Riksbankens tillgångar och skulder har till exempel ökat från knappt 200 miljarder kronor i september 2008 till drygt 650 miljarder kronor i mitten av oktober 2009.

Innebär denna expansion av balansräkningen en ökning av penningmängden som i sin tur lägger grunden för högre inflation längre fram i tiden? Mekanismen innebär något förenklat att en ökad utlåning till banksystemet får bankerna att öka sin utlåning. Då allmänhetens tillgång till krediter ökar stiger efterfrågan i ekonomin, vilket spär på inflationen. Men som framgår av den senaste tidens penningmängdsstatistik innebär expansionen av centralbankens balansräkning inte per automatik att penningmängden i samhället ökar kraftigt (se diagram 3:11 i kapitel 3). Utan Riksbankens åtgärder hade dock både utlåningen och penningmängden varit lägre.

¹⁷ Se exempelvis fördjupningarna "Den finansiella krisen och penningpolitikens effekter" i Penningpolitisk rapport, februari 2009 och "Riksbankens nya åtgärder" i Finansiell stabilitet 2009:1.

Diagram R2. Penningmängden (M2), monetära basen och kreditmultiplikatorn
Miljarder kronor respektive kvot



Källor: SCB och Riksbanken

Riksbankens utlåning har ökat den monetära basen

Vanligtvis skiljer man på de pengar allmänheten – med vilket här menas icke-finansiella företag och hushåll – innehar och centralbankens utbud av pengar. Allmänhetens innehav av likvida medel kan beräknas på olika sätt beroende på hur likvida de är. Riksbankens utbud av pengar består av flera poster på dess balansräknings skuldsida: Utestående sedlar och mynt samt bankernas inlåning i Riksbanken. Den senare brukar i läroboksmodeller även kallas reserver. I Riksbankens balansräkning är det tre poster som tillsammans bildar motsvarigheten till lärobokens reserver: finjusteringen av transaktioner, utestående riksbankscertifikat samt medel på inlånings-faciliteten. Dessa tre poster samt sedlar och mynt utgör tillsammans den så kallade monetära basen och det är den som har ökat kraftigt i och med att Riksbanken ökat sin utlåning till bankerna (se diagram R2).

Här kan det vara värt att poängtera att en ökad utlåning från Riksbanken till bankerna, vilket innebär en ökning på balansräkningens tillgångssida, automatiskt leder till en ökning på skuldsidan, antingen i form av en ökad sedelmängd eller genom att bankernas reserver ökar. På kort sikt ändras inte allmänhetens efterfrågan av sedlar och mynt, så all utlåning kommer på ett eller annat sätt tillbaka till Riksbanken i form av ökade reserver. Detta betyder dock inte att utlåningen varit utan effekt, utan speglar blott det faktum att systemet är slutet. Med det senare menas att om Riksbanken lånar ut till en bank, som in tur använder detta för att exempelvis öka sin utlåning till ett företag, som in sin tur använder detta för att finansiera investeringar eller betala löner kommer dessa medel att deponeras i en bank som i sin tur sätter in dem på konto i Riksbanken.

Är det då möjligt att bankernas ökade tillgång till betalningsmedel indirekt har påverkat allmänhetens penningmängd och därmed hotar att vara inflationsdrivande? För att förstå detta kan det vara bra att först gå igenom den vanliga läroboksmodellen av hur efterfrågan och utbud av reserver påverkas av centralbankens åtgärder och sedan mot denna bakgrund diskutera Riksbankens åtgärder under den finansiella krisen.

I lärobokens modell antas ofta att centralbanken påverkar räntor och kreditvolym i ekonomin genom att påverka bankernas reserver i centralbanken, vilket i sin tur påverkar penningmängden.¹⁸ I modellen håller bankerna en likviditetsbuffert på ett inlåningskonto i centralbanken (reserver) som ger ingen eller mycket låg avkastning. Varje enskild bank vill därför inte hålla mer reserver än vad den behöver för att möta tillfälliga svängningar i sina in- och utbetalningar.

När centralbanken ökar reserverna leder det i läroboksmodellen till att räntorna sjunker, bankerna ökar sin utlåning till allmänheten och därmed ökar penningmängden. Mekanismen som gör att det blir balans mellan utbud och efterfrågan av reserver är att de banker som

¹⁸ Se exempelvis M. Marquis, *Monetary Theory and Policy*, Saint Paul: West Publishing Company, 1996.

har överskottslikviditet väljer att låna ut denna för att få högre avkastning på sina tillgångar. Banken måste då sänka räntorna för att öka sin utlåning. Ökad utlåning leder i sin tur till ökad inlåning och denna process fortgår tills inlåningen blir så stor att bankerna är villiga att hålla de reserver som centralbanken bjuder ut.

Riksbankens räntestyrningssystem utnyttjar normalt inte de mekanismer som baseras på att centralbanken via öppna marknadsoperationer påverkar bankernas reserver och därmed räntan. Istället kan systemet beskrivas som att Riksbanken bestämmer nivån på styrrentan, det vill säga reporäntan, och sedan anpassar marknadsoperationerna så att efterfrågan på sedlar tillgodoses.¹⁹ Vanligtvis är bankernas efterfrågan på reserver i Riksbanken noll. De svenska bankerna utjämnar tillfälliga under- eller överskott på sina konton i Riksbanken genom att låna ut till varandra över natten på den så kallade interbankmarknaden. Riksbanken hjälper till med så kallade finjusterade operationer så att Riksbankens in- och utlåningsfaciliteter inte behöver användas.²⁰

Ökningen av den monetära basen avspeglar en ökad efterfrågan på reserver

Ett sätt att förena lärobokens beskrivning med vad som hänt i Sverige är att säga att den finansiella krisen medfört en kraftig ökning av efterfrågan på reserver och en minskad kreditmultiplikator (se diagram R2).²¹ Den ökade efterfrågan på reserver har kunnat hanteras inom ramen för det befintliga räntestyrningssystemet. Den stora skillnaden mot tiden före krisen är storleken på Riksbankens marknadsoperationer. Banksystemets efterfrågan på reserver och därmed även efterfrågan på riksbankslån har också varierat under det gångna året. Detta indikerar att Riksbankens balansomslutning kommer att kunna återgå till en normal storlek utan någon dramatik.

Riksbankens åtgärder syftade och leder sannolikt till lägre marknadsräntor och högre inflation än vad som hade varit fallet om de inte hade vidtagits. Därtill har sänkningen av reporäntan också bidragit till att hålla uppe efterfrågan på krediter och motverkat en alltför låg inflation. Men givet det svaga efterfrågeläget och det låga kostnadstryck som väntas framöver bedöms åtgärderna inte utgöra något hot mot inflationsmålet. Det har snarare varit nödvändiga åtgärder för att undvika en alltför låg inflation och ett alltför lågt resursutnyttjande.

19 K. Mitlid och M. Vesterlund, "Räntestyrning i penningpolitiken – hur går det till?" Penning- och valutapolitik, Nr 1, 2001, Sveriges riksbank och "Riksbankens räntestyrning – penningpolitik i praktiken", Riksbankspublikation.

20 Riksbankens motparter har möjlighet att mot vissa i förhand godkända säkerheter i Riksbankens betalningssystem RIX låna svenska kronor över natten till reporäntan plus ett påslag om 0,50 procentenheter. Det finns också en möjlighet att sätta in pengar över natten på konto i RIX till reporäntan minus 0,50 procentenheter. Med en reporänta på 0,25 procent innebär det att en bank som deponerar pengar över natten i RIX idag får en negativ ränta.

21 Det finns enligt läroboken en relation, en så kallad kreditmultiplikator, mellan penningmängden/inlåningen och reservernas storlek. En kreditmultiplikator på exempelvis 10 innebär att inlåningen och därmed penningmängden ökar med 1000 om reserverna ökar med 100.

■ Utfasning av okonventionella åtgärder

Centralbanker och regeringar runt om i världen har vidtagit omfattande åtgärder för att upprätthålla den finansiella stabiliteten och mildra effekterna av den lågkonjunktur som uppstod i spåren av den globala finanskris som på allvar inleddes i september 2008. I takt med att den finansiella sektorn stabiliseras och ekonomierna visar tecken på återhämtning minskar behovet av sådana åtgärder. Nu pågår en diskussion internationellt om hur och när åtgärderna ska kunna fasa ut under ordnade former. I denna ruta diskuteras kortfattat vilka åtgärder Riksbanken vidtagit och förutsättningarna för att de ska kunna fasa ut. Riksbanken har, till skillnad från många andra centralbanker, inte köpt några värdepapper vilket gör utfasningen jämförelsevis okomplicerad.

Regeringars och centralbankers åtgärder

Den globala finanskrisen tog fart på allvar i samband med att den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers ansökte om konkursskydd i september 2008. Sedan dess har centralbanker och regeringar runt om i världen vidtagit omfattande åtgärder för att upprätthålla den finansiella stabiliteten och motverka en långvarig lågkonjunktur. Regeringarna har vidtagit finanspolitiska åtgärder som i huvudsak omfattar:

- Statliga garantier av bankernas upplåning
- Tillskott av kapital till bankerna för att stärka kapitalbasen
- Kreditriskgaranti för centralbankens köp av värdepapper
- Stimulanspaket som främjar hushållens och företagens efterfrågan
- Satsningar på infrastrukturinvesteringar

Centralbankernas åtgärder kan i huvudsak delas upp i två sorters åtgärder. Den ena är okonventionella åtgärder som genomförs i uttalat penningpolitiskt syfte för att stimulera ekonomin när möjligheterna att göra det med konventionell penningpolitik uttömts efter att styrräntorna sänkts rejält. Den andra sortens åtgärder genomförs i syfte att upprätthålla den finansiella stabiliteten. De okonventionella penningpolitiska åtgärderna består i huvudsak av:

- Annonsering att styrräntan kommer hållas kvar på en låg nivå under en lång period
- Köp av statspapper
- Köp av räntebärande värdepapper emitterade av bostadsinstitut och företag
- Utlåning till centralbankernas motparter på längre löptider än normalt

Åtgärderna för att upprätthålla den finansiella stabiliteten består framförallt av åtgärder som underlättar solida bankers likviditetshantering

och finansiering samt åtgärder som främjar funktionen av finansiella marknader som drabbats av allvarliga störningar. Närmare bestämt:

- Swapavtal mellan centralbanker för att kunna erbjuda motparter krediter i utländsk valuta
- Fler typer av värdepapper godtas som säkerheter för krediter från centralbanker
- Utvidgning av kretsen av motparter som får ta del av centralbankernas utlåning
- Utlåning på längre löptider
- Köp av räntebärande värdepapper emitterade av bostadsinstitut och företag

Effekterna av de olika åtgärderna flyter dock ihop. Åtgärder som förbättrar den finansiella stabiliteten påverkar också marknadsräntorna och får därmed penningpolitisk effekt.

Behovet av internationell koordinering diskuteras

I takt med att situationen på de finansiella marknaderna förbättras och tillväxten börjat återvända har en diskussion startat på det internationella planet om hur och när en omläggning av den stimulerande finans- och penningpolitiken behöver påbörjas. Sker det för tidigt kan den ekonomiska återhämtningen äventyras. Sker det för sent kan det leda till alltför högt inflationstryck. Den avvägningen måste ske i de olika länderna beroende på konjunkturläge och inflationstryck i respektive land.

När det gäller de extraordinära åtgärder som vidtagits i stabilitets-syfte, lyfts ibland frågan om det behövs en internationellt koordinerad utfasning av åtgärderna. Det är inte självklart att utfasningen ska koordineras eftersom situationen ser olika ut i olika länder. Samtidigt kan man dock argumentera för att avvecklingen av stödet till banksektorn ska ske koordinerat. I annat fall kan konkurrensen snedvridas om vissa länder behåller stöden medan andra fasar ut dem. Banker kommer i någon utsträckning subventioneras i de länder där bankstödsprogram dröjer kvar till skillnad från länder där sådana program fasats ut.

Riksbankens åtgärder

Vilka åtgärder har då Riksbanken vidtagit för att mildra effekterna av den finansiella krisen och den åtföljande lågkonjunkturen? Riksbanken har sänkt reporäntan i snabb takt ned till 0,25 procent och banken har därefter kommunicerat att den kommer att ligga kvar på denna nivå under en lång period. Med en lång period menas ungefär fram till hösten 2010 enligt de prognoser som görs nu. I penningpolitiskt syfte har Riksbanken också lånat ut pengar till bankerna med fast ränta under 12 månader. Vid sidan av detta har andra åtgärder vidtagits i syfte att värna den finansiella stabiliteten:

- Riksbanken har lånat ut pengar till bankerna på längre löptider i svenska kronor och amerikanska dollar.
- Riksbanken har ingått swapavtal dels med den amerikanska centralbanken (Fed) för att kunna byta till sig amerikanska dollar (mot svenska kronor) och låna ut dessa till bankerna, dels med ECB för att vid behov kunna låna euro i utbyte mot svenska kronor.
- Riksbanken har beslutat att fler värdepapper accepteras som säkerhet för krediter.
- Riksbanken har utökat kretsen av motparter som tillåts delta i de finjusterande operationerna.
- Riksbanken har infört en ny kategori motparter, benämnda begränsade penningpolitiska motparter, som får låna på längre löptider.

Åtgärderna fasas ut när de inte längre behövs

Riksbanken har följt två grundläggande principer i utformningen av dessa åtgärder. Den ena är att åtgärderna inte får ersätta väl fungerande marknader, den andra att utlåning sker mot säkerheter och med en ränta som motsvarar reporäntan med ett påslag. Därmed är de utformade så att de enkelt ska kunna avskaffas när de inte längre behövs.

När läget inom den finansiella sektorn åter kan betraktas som normalt och den reala ekonomin inte längre behöver stimulans via okonventionella åtgärder kommer dessa åtgärder att fasas ut. Riksbankens strategi för detta utgår från att inflationsmålet ska uppnås och att den finansiella stabiliteten ska upprätthållas. I detta ligger också att Riksbanken tydligt kommer att kommunicera när och i vilken takt åtgärderna kommer att fasas ut.

Vissa åtgärder fasar ut sig själva

Även om utformningen av åtgärderna följer samma grundläggande principer så finns det dock en viss skillnad dem emellan beträffande i vilken utsträckning de fasar ut sig själva när de inte längre behövs. Några av de okonventionella åtgärderna har en mer eller mindre inbyggd utfasning. Det gäller swapavtalet med Fed och utlåningen på längre löptider i svenska kronor.

Redan nu kan man konstatera att efterfrågan på amerikanska dollar via lån från Riksbanken har upphört. Det är helt enkelt billigare för bankerna att låna dollar via marknaden än att låna dollar via Riksbanken. Swapavtalet med Fed är tidsbegränsat och gäller till och med 1 februari 2010. Den åtgärden fasas därmed ut av sig själv i och med att avtalet löper ut.

När tillståndet i den finansiella sektorn stabiliserats och förhållandena på interbankmarknaden normaliserats är tanken att det ska bli billigare för bankerna att låna svenska kronor på längre löptider på marknaden jämfört med att låna från Riksbanken. Efterfrågan på

lån från Riksbanken kommer då att minska, givet att påslaget över reporäntan ligger på en lämplig nivå. Påslaget ska vara sådant att det under normala förhållanden på de finansiella marknaderna ska vara dyrare att låna från Riksbanken än på marknaden. Det innebär dock inte nödvändigtvis att Riksbanken avskaffar åtgärderna omedelbart i samband med att de inte längre efterfrågas. Blotta vetskapen om att åtgärder finns på plats, även om de inte utnyttjas, bidrar till att stabilisera de finansiella marknaderna. Först när Riksbanken bedömer att situationen på de finansiella marknaderna varit stabil under en betryggande tid är det dags att fasa ut lånen genom att inte längre erbjuda dem. Riksbanken kommer i god tid tydligt att kommunicera när åtgärderna fasas ut så att förändringen inte kommer som någon överraskning.

De begränsade penningpolitiska motparterna kan delta i Riksbankens utlåning på längre löptider i svenska kronor. När Riksbanken upphör med denna utlåning kommer det inte längre finnas något intresse från de begränsade motparterna att stå kvar som motparter, särskilt som det krävs en avgift för att vara det.

Några åtgärder kräver aktiva beslut

De övriga åtgärderna – antalet motparter som ska tillåtas delta i de finjusterande operationerna och listan över värdepapper som accepteras som säkerhet för krediter från Riksbanken – kräver mer aktiva beslut av Riksbanken för att de ska kunna fasas ut. Det är inte heller självklart att de ska fasas ut. Frågorna om dessa åtgärder är av mer teknisk karaktär och kommer att utredas närmare innan beslut fattas.

■ Bostadspriserna i Sverige

Trots att svensk ekonomi befinner sig i en djup lågkonjunktur ökar bostadspriserna. Det finns tecken på att bostadspriserna för närvarande ligger något över den nivå som är långsiktigt hållbar. Flera faktorer talar dock för att bostadspriserna kommer att öka långsammare framöver. Samtidigt kan alltför optimistiska förväntningar om ränteläge framöver eller mer expansiv kreditgivning medföra risker på sikt. Det är därför viktigt att alla aktörer som påverkar bostadsmarknaden tar ansvar för att utvecklingen blir långsiktigt hållbar.

Huspriserna i Sverige har stigit med cirka 3 procent mellan det andra och tredje kvartalet i år, fastän ekonomin befinner sig i en lågkonjunktur och arbetslösheten väntas öka under kommande år. Riksbanken bedömer att räntan kommer att hållas låg under en lång period framöver, motiverat av prognoserna för inflationen och resursutnyttjandet. Syftet är att stödja den ekonomiska återhämtningen. Den låga räntan stimulerar den allmänna efterfrågan, även konsumtion och investeringar i bostäder. Eftersom prisbildningen på kort sikt styrs mycket av efterfrågan i denna sektor skapar detta ett visst tryck på priserna. I den mån stigande huspriser signalerar ökat konsumentförtroende innebär utvecklingen inget stort problem. Men om priserna utvecklas bort från långsiktigt hållbara nivåer ökar risken att det kommer en besvärlig korrektion framöver med negativa konsekvenser både för finansiell stabilitet och för realekonomin.

Utbud och efterfrågan påverkar bostadspriserna

På ett till två års sikt är utbudet av bostäder i stort sett givet, eftersom det tar lång tid att bygga nya hus, varför priset på kort sikt mest påverkas av efterfrågan. Denna styrs av hushållens nuvarande och förväntade inkomster, förväntningar om framtida priser på bostäder och av kostnader – i synnerhet ränteläget. En annan viktig faktor är tillgången på krediter och bankernas utlåningspolicy. Lägre amorteringskrav medför ökade möjligheter för stora lån, vilket kan driva upp priserna. Hur stränga bankerna är i sin kreditprövning spelar troligen också roll då en mindre sträng kreditprövning gör att hushållen kan öka sin belåning.

Penningpolitikens effekt på bostadsefterfrågan kan delas upp i en direkt och en indirekt kanal. Den direkta kanalen påverkar hushållens räntekostnader och därmed efterfrågan på bostäder. Den indirekta kanalen har en effekt på bostadsefterfrågan genom att inflation, BNP, sysselsättning med mera påverkas av ränteförändringar.

Den långsiktiga prisutvecklingen bestäms av produktionskostnader och markpriser. Produktivetsutvecklingen i bostadsbyggandet är svagare än den genomsnittliga produktivetsutvecklingen i hela ekonomin. Därmed kommer produktionskostnaderna för bostäder att öka snabbare än den genomsnittliga prisökningstakten i hela ekonomin. Tilltagande brist på lämplig tomtmark i kombination med stigande reala inkomster kommer också att bidra till högre priser på

tomtmark. Båda dessa faktorer bidrar till att huspriserna på lång sikt kan öka snabbare än konsumentpriserna i genomsnitt.

Vad förklarar utvecklingen av bostadspriserna i Sverige de senaste åren?

Småhuspriserna har ökat snabbt sedan mitten av 1990-talet (se diagram R3). Det är svårt att säga exakt vilken ökningstakt som är långsiktigt hållbar. Men Riksbankens bedömning är att den genomsnittliga prisökningen på cirka 8 procent per år sedan 1996 inte är långsiktigt hållbar.

Den främsta anledningen till den starka prisökningen är att efterfrågan på bostäder varit mycket hög. Detta beror delvis på stora inkomstökningar men också på att hushållen har ökat sin upplåning i hög takt. Sedan 1996 har den genomsnittliga ökningstakten i hushållens upplåning varit över 9 procent per år (se diagram R3). I och med den höga skuldsättningen binder hushållen upp en ovanligt stor andel av sina framtida inkomster på bostäder. Bostadspriser och hushållens skulder i förhållande till disponibel inkomst har nästan fördubblats sedan 1996. Sannolikt förklaras detta främst av att kreditmarknaderna förändrades under denna period. Bankerna blev mindre restriktiva i sin bostadsutlåning, ställde lägre kontantinsatskrav och beviljade större bottenlån, vilket gav tidigare kreditbegränsade hushåll ökad tillgång till lån. Dessutom innebar utvecklingen mot en lägre inflationsnivå allt annat lika att amorteringstakten på lånen borde ha ökat för att behålla samma reala avbetalningsprofil som tidigare. Men istället minskade amorteringstakten. Sammantaget möjliggjorde detta en expansion av den totala kreditgivningen vilket tenderade att öka efterfrågan på bostäder.

En mekanism som eventuellt förstärkt efterfrågan på bostäder är att svenska hushåll kan ha bildat sig orealistiska förväntningar om framtida ökning i bostadspriser, liknande det som Robert Shiller hävdade skedde i USA.²² Givet de kraftigt och oavbrutet stigande bostadspriserna 1996–2007 är det inte orimligt att detta skedde även i Sverige.

Slutligen har utbudet av bostäder, mätt som bostadsbyggandet, varit mycket lågt både historiskt sett och i en internationell jämförelse sedan tidigt 1990-tal (se diagram R4).

Penningpolitiken kan också ha bidragit till den ovanligt höga bostadsefterfrågan eftersom räntorna har varit låga under den aktuella perioden. Den förhållandevis expansiva penningpolitiken beror dock i sin tur på den makroekonomiska utvecklingen som alltså påverkar bostadspriserna via flera olika kanaler.

Bostadsprisernas utveckling i Sverige jämfört med andra länder

I Sverige ökade huspriserna betydligt snabbare än konsumentpriserna i genomsnitt från mitten av 1990-talet. De reala huspriserna mer än

Diagram R3. Småhuspriser och total utlåning till svenska hushåll
Årlig procentuell förändring

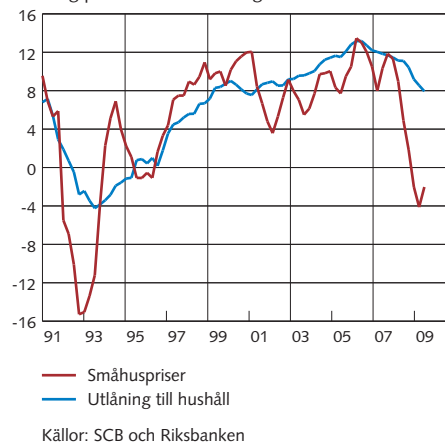
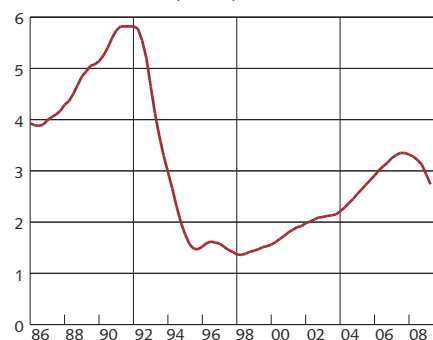


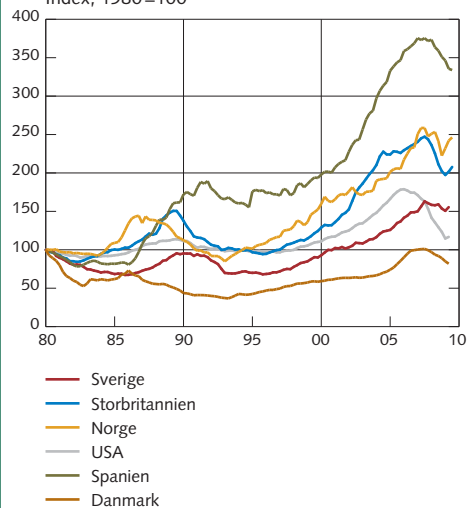
Diagram R4. Bostadsinvesteringar
Procent av BNP, löpande pris



Anm. Fyra kvartals glidande medelvärde.
Källa: SCB

22 R. Shiller, "Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership", Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Symposium 2007.

Diagram R5. Reala huspriser i Sverige och internationellt
Index, 1980=100



Anm. Småhuspriser deflaterade med konsumentprisindex.

Källa: Reuters EcoWin

fördubblades mellan 1996 och 2007. Denna utveckling är inte unik för Sverige. Även i flera andra länder fördubblades de reala huspriserna under en tioårsperiod, och i vissa fall som i Storbritannien steg de ännu mer (se diagram R5). Den nedgång som skedde i bostadspriserna i samband med den ekonomiska krisen har varit liten i Sverige jämfört med flera andra länder, till exempel USA och Storbritannien (se diagram R5).

Sammantaget ökade de reala huspriserna från 1996 och drygt 10 år framåt lika mycket i Sverige som i en del andra länder där huspriserna har fallit betydligt mer i samband med krisen. Detta skulle möjligen kunna vara en indikation på att en fortsatt svag husprisutveckling är att vänta i Sverige.²³ Det finns dock argument som motiverar varför husprisnedgången inte har blivit lika stor i Sverige som i andra länder. För det första har nybyggnationen i Sverige sedan början av 1990-talet legat på en mycket lägre nivå än i andra länder. Dessutom köper svenska hushåll sina bostäder för att bo i, inte för att hyra ut. I Storbritannien och på Irland, där huspriserna har fallit kraftigt, har det däremot funnits en stor marknad för så kallad buy-to-let. Det innebär att ett hus eller en lägenhet kan köpas för att hyras ut i andra hand, vilket har gett bostadsmarknaden ett extra spekulativt inslag som har saknats i Sverige.

En möjlig förklaring till varför prisutvecklingen på bostäder har varit likartad över stora delar av världen kan vara utvecklingen på de alltmer globaliserade finansiella marknaderna. Nya produkter, till exempel obligationer med bostadslån som underliggande tillgång, möjliggjorde en ökad kreditexpansion.

Vad kan man tro om bostadsprisernas utveckling framöver?

Riksbanken har använt en modell för bostadsmarknaden för att analysera bostadsprisernas utveckling.²⁴ Den skattade långsiktiga trenden i modellen tyder på att de nominella bostadspriserna kommer att öka med omkring 5 procent per år på lång sikt. Skattningar från en enskild modell eller en specifik tidsperiod är dock alltid förknippade med stor osäkerhet. Andra modeller kan ge upphov till andra skattningar. Data från 1950-talet och framåt indikerar att de reala huspriserna i princip inte steg alls fram till mitten av 1990-talet. Data för USA över ännu längre tidsperioder visar också att de reala huspriserna hade en avsevärt lägre ökningstakt fram till mitten av 1990-talet än under perioden därefter.

Trots osäkerheten i skattningen är det sammantaget ändå mycket som talar för att bostadspriserna ligger över sin långsiktiga trend för närvarande, och att detta kommer att verka dämpande på bostadsprisutvecklingen framöver.

²³ En argumentation för en svag bostadsprisutveckling framöver i Sverige och ett flertal andra länder förs fram i IMF World Economic Outlook, oktober 2009.

²⁴ Det är en allmän jämviktsmodell som förutom att beskriva bostadsmarknaden också fångar sambanden mellan bostadsmarknaden och andra delar av ekonomin. Modellen beskrivs närmare i P. Sellin och K. Walentin, "Bostadspriser och samhällsekonomin", Ekonomisk kommentar nr 6, 2008, Sveriges riksbank. En mer detaljerad teknisk beskrivning av denna typ av modeller ges av M. Iacoviello och S. Neri, "Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model", American Economic Journal: Macroeconomics, under utgivning.

Tre faktorer kan tänkas föra priserna tillbaka mot trend på längre sikt. Först, i den mån hushållen återgår till att lägga en lägre andel av inkomsten på bostäder, i linje med historiskt beteende, så skulle efterfrågan minska. För det andra bidrar den svaga utvecklingen på arbetsmarknaden till en lägre bostadsefterfrågan. För det tredje, och på längre sikt, bidrar ett ökat bostadsbyggande till att utbudet ökar och att bostadspriserna dämpas. Mot dessa dämpande faktorer står den för närvarande låga räntan, som isolerat sett, bidrar till högre bostadspriser.

Sammantaget finns det argument för att bostadspriserna kommer att öka i ungefär samma takt som konsumentpriserna (mätt som KPIF) under de närmaste åren, och de reala bostadspriserna kommer i så fall att vara oförändrade.

Vilka risker finns i ett långsiktigt perspektiv?

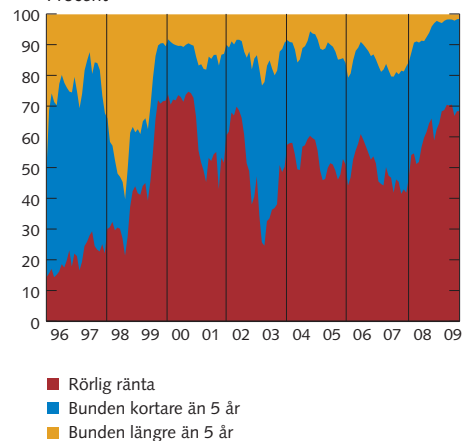
Den låga räntan för närvarande är motiverad av det allmänna konjunkturläget, och prognosen för reporäntan bedöms bidra till återhämtningen av Sveriges ekonomi och en inflation enligt KPIF omkring 2 procent under prognoshorisonten. Det är viktigt att räntan förblir låg under en relativt lång period framöver. Men det är också viktigt att komma ihåg att reporäntan kommer att stiga framöver, och en rimlig normal nivå på reporäntan ligger betydligt över dagens nivå. Om utvecklingen på bostadsmarknaden avspeglar sådana förväntningar, bör ökningen i huspriserna bli måttlig framöver.

Snabbt stigande huspriser under en lång period skulle kunna tyda på orimliga förväntningar om låga räntor i framtiden. Andelen hushåll som tar bostadslån till rörlig ränta har också stigit relativt kraftigt den senaste tiden (se diagram R6). Stigande räntor skulle då kunna leda till abrupta fall i huspriserna längre fram, vilket kan få negativa realekonomiska konsekvenser.

Penningpolitiken är dock endast ett av flera verktyg som skulle kunna användas i ett scenario där kreditexpansionen och huspriserna bedöms öka på ett ohållbart sätt. Penningpolitiken har inget speciellt mål för bostadspriserna utan ser till hela den ekonomiska utvecklingen. Räntan är dessutom ett för trubbigt verktyg för att finjustera bostadspriser. Det utesluter naturligtvis inte att viss hänsyn tas till utvecklingen på bostadsmarknaden i den mån Riksbanken bedömer det nödvändigt med hänsyn till de makroekonomiska riskerna.

Vanligen sammanfaller snabb kreditexpansion och stigande bostadspriser med en allmän konjunkturuppgång. Då kan räntan höjas utan att en målkonflikt uppstår. Däremot kan situationer uppstå då kreditvolymen och bostadspriser utvecklas på ett ohållbart sätt samtidigt som den allmänna konjunkturen behöver stöd av en låg ränta. För att Riksbanken då ska kunna hålla en låg ränta och stimulera ekonomin är det viktigt att myndigheter med tillsynsansvar såväl som bankerna själva försäkras om att utlåningen är långsiktigt hållbar genom att ha tillräckliga marginaler i kreditkalkylerna. Även finanspolitiken kan bidra till en mer stabil utveckling på bostadsmarknaden

Diagram R6. Hushållens nya lån fördelade över olika löptider
Procent



Källa: Riksbanken

genom förändringar av till exempel fastighetskatt, stämpelskatt och möjligheter till ränteavdrag.

Sammanfattning och slutsatser

Det finns vissa tecken på att huspriserna i Sverige för närvarande är över en långsiktig trend. Om denna slutsats är riktig, kan fortsatt höga ökningstakter i huspriserna medföra framtida risker både för finansiell stabilitet och för realekonomin. Det är viktigt att alla aktörer som påverkar bostadsmarknaden tar ansvar för att utvecklingen blir långsiktigt hållbar. Det är även viktigt att de som tar lån till rörliga räntor idag inser att räntan kommer att höjas till en betydligt högre nivå inom några år – även om den först kommer att vara låg för att stimulera ekonomin under återhämtningsfasen.

■ Appendix

- Tabeller
- Översikt över fördjupningar 2007–2009
- Tidigare räntebeslut
- Ordlista

Tabeller

Bedömningen i föregående penningpolitiska uppföljning (september 2009) anges inom parentes.

Tabell A1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	Kv 2 2009	Kv 3 2009	Kv 4 2009	Kv 4 2010	Kv 4 2011	Kv 4 2012
Reporänta	0,6	0,3 (0,3)	0,3 (0,3)	0,4 (0,4)	2,4 (2,4)	4,1

Källa: Riksbanken

Tabell A2. Inflation, årsgenomsnitt

Årlig procentuell förändring

	2008	2009	2010	2011	2012
KPI	3,4	-0,4 (-0,3)	0,9 (1,2)	3,3 (3,3)	3,7
KPIF	2,7	1,8 (1,9)	1,3 (1,6)	1,9 (1,9)	2,1
KPIF exkl. energi	2,0	2,3 (2,3)	1,6 (1,8)	1,7 (1,9)	2,0
HIKP	3,3	1,8 (1,9)	1,2 (1,6)	1,8 (1,9)	2,0

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta. HIKP är ett EU-harmoniserat index för konsumentpriser vilket inte inkluderar hushållens räntekostnader för egnahem.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A3. Inflation, tolv månaderstal

Årlig procentuell förändring

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

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta. HIKP är ett EU-harmoniserat index för konsumentpriser vilket inte inkluderar hushållens räntekostnader för egna hem.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A4. Finansiella prognoser i sammanfattning

Årsgenomsnitt, procent om ej annat anges

	2008	2009	2010	2011	2012
Reporänta	4,1	0,7 (0,7)	0,3 (0,3)	1,6 (1,6)	3,6
10-årsränta	3,9	3,3 (3,3)	3,9 (3,9)	4,5 (4,5)	4,9
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	127,2	139,7 (139,5)	129,6 (130,9)	128,3 (129,5)	128,2
Offentligt finansiellt sparande*	2,5	-2,2 (-2,5)	-2,5 (-3,5)	-1,0 (-2,1)	0,2

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A5. Internationella förutsättningar
Årlig procentuell förändring

BNP	2008	2009	2010	2011	2012
Euroområdet	0,6	-4,0 (-4,1)	1,0 (0,7)	1,7 (1,7)	2,3
USA	0,4	-2,6 (-2,9)	2,4 (1,5)	3,3 (3,3)	2,9
Japan	-0,7	-5,9 (-5,9)	1,2 (1,2)	2,0 (2,0)	1,8
OECD	0,6	-3,6 (-3,7)	1,8 (1,3)	2,6 (2,7)	2,7
TCW-vägd	0,5	-3,8 (-4,0)	1,1 (0,8)	2,0 (2,0)	2,3
Världen	3,2	-1,0 (-1,1)	3,3 (2,8)	4,2 (3,9)	4,4
KPI	2008	2009	2010	2011	2012
Euroområdet (HIKP)	3,3	0,4 (0,4)	1,2 (1,2)	1,7 (1,7)	2,0
USA	3,8	-0,5 (-0,5)	1,8 (1,8)	2,0 (2,0)	2,1
Japan	1,4	-1,3 (-1,2)	-0,7 (-0,6)	0,5 (0,5)	0,5
OECD	3,6	0,5 (0,5)	1,6 (1,7)	2,0 (1,9)	2,1
TCW-vägd	3,3	0,5 (0,5)	1,3 (1,3)	1,7 (1,7)	2,0
	2008	2009	2010	2011	2012
Råoljepris, USD/fat Brent	97	60 (62)	74 (78)	78 (81)	80
Svensk exportmarknadstillväxt	0,5	-9,2 (-10,7)	5,7 (3,2)	7,8 (7,5)	8,3

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: Eurostat, IMF, Intercontinental Exchange, OECD och Riksbanken

Tabell A6. Försörjningsbalans
Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2008	2009	2010	2011	2012
Hushållens konsumtion	-0,2	-0,7 (-1,1)	2,0 (1,8)	2,1 (2,0)	2,2
Offentlig konsumtion	1,5	1,5 (1,1)	0,6 (0,6)	0,6 (0,6)	1,1
Fasta bruttoinvesteringar	2,7	-17,3 (-17,1)	-1,8 (-5,7)	5,7 (5,4)	6,9
Lagerinvesteringar*	-0,6	-1,4 (-0,9)	1,1 (0,5)	0,2 (0,2)	0,1
Export	1,8	-12,8 (-14,7)	4,6 (4,2)	7,3 (7,0)	8,2
Import	3,0	-15,0 (-16,1)	4,1 (1,9)	6,2 (6,0)	7,4
BNP	-0,2	-4,6 (-4,9)	2,5 (1,9)	3,4 (3,2)	3,7
BNP, kalenderkorrigerad	-0,4	-4,4 (-4,7)	2,2 (1,6)	3,4 (3,2)	3,7
Slutlig inhemsk efterfrågan*	0,8	-3,3 (-3,5)	0,9 (0,1)	2,1 (2,0)	2,5
Nettoexport*	-0,4	0,1 (-0,4)	0,6 (1,3)	1,1 (1,0)	1,1
Bytesbalans (NR)**	6,1	7,6 (7,2)	7,7 (8,1)	8,3 (8,6)	8,7

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

** 2008 är Riksbankens prognos baserad på det senaste underlaget från betalningsbalansstatistiken.

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A7. Produktion och sysselsättning
Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2008	2009	2010	2011	2012
Folkmängd 16-64 år	0,8	0,6 (0,6)	0,3 (0,3)	0,2 (0,2)	-0,1
BNP, kalenderkorrigerad	-0,4	-4,4 (-4,7)	2,2 (1,6)	3,4 (3,2)	3,7
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	0,9	-3,0 (-3,2)	-1,7 (-2,0)	0,6 (0,5)	1,3
Sysselsatta (EU-definition)	1,2	-2,4 (-2,4)	-2,6 (-2,9)	-0,1 (-0,3)	1,2
Arbetskraft (EU-definition)	1,3	0,0 (0,1)	-0,6 (-0,6)	-0,2 (-0,3)	0,3
Arbetslöshet (EU-definition)*	6,2	8,5 (8,6)	10,3 (10,8)	10,3 (10,7)	9,4

* Procent av arbetskraften
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A8. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerad data

	2008	2009	2010	2011	2012
Timplön, KL	4,3	3,4 (3,3)	2,2 (2,2)	2,4 (2,4)	2,9
Timplön, NR	4,8	3,8 (3,5)	2,1 (2,1)	2,6 (2,6)	3,2
Arbetsgivaravgifter*	-0,7	-0,5 (-0,4)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1
Arbetskostnad per timme, NR	4,1	3,3 (3,2)	2,2 (2,2)	2,6 (2,7)	3,2
Produktivitet	-1,3	-1,4 (-1,6)	4,0 (3,7)	2,8 (2,6)	2,3
Arbetskostnad per producerad enhet	5,5	4,8 (4,8)	-1,7 (-1,5)	-0,1 (0,0)	0,9

* 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. Arbetskostnad per producerad enhet definieras som arbetskostnad dividerat med säsongrensade förädlingsvärde i fast pris.
Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Tabell A9. Alternativscenario med starkare tillväxt i omvärlden, årsgenomsnitt
Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2008	2009	2010	2011	2012
TCW-vägd BNP	0,5	-3,8 (-3,8)	2,1 (1,1)	2,5 (2,0)	1,9 (2,3)
TCW-vägd inflation	3,3	0,5 (0,5)	1,5 (1,3)	2,1 (1,7)	2,3 (2,0)
TCW-vägd ränta, procent	3,8	1,0 (1,0)	1,3 (1,0)	3,2 (2,6)	4,6 (3,9)
BNP, kalenderkorrigerad	-0,4	-4,4 (-4,4)	2,5 (2,2)	3,4 (3,4)	3,5 (3,7)
KPIF	2,7	1,9 (1,8)	1,7 (1,3)	2,4 (1,9)	2,1 (2,1)
Arbetsmarknadsgap, procent	3,2	-0,1 (-0,1)	-1,8 (-2,1)	-1,4 (-1,8)	-0,8 (-1,0)
Reporänta, procent	4,1	0,7 (0,7)	0,7 (0,3)	2,6 (1,6)	4,4 (3,6)

Anm. Arbetsmarknadsgap avser arbetade timmars avvikelser från HP-trend. Huvudscenariots prognos inom parentes.
Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

Tabell A10. Alternativscenario med förbättrad arbetsproduktivitet, årsgenomsnitt
Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2008	2009	2010	2011	2012
BNP, kalenderkorrigerad	-0,4	-4,4 (-4,4)	2,7 (2,2)	4,0 (3,4)	4,1 (3,7)
KPIF	2,7	1,8 (1,8)	1,1 (1,3)	1,8 (1,9)	2,0 (2,1)
Arbetsmarknadsgap, procent	3,2	-0,1 (-0,1)	-2,5 (-2,1)	-1,9 (-1,8)	-1,0 (-1,0)
Produktivitet	-1,3	-1,4 (-1,4)	4,9 (4,0)	3,1 (2,8)	2,6 (2,3)
Reporänta, procent	4,1	0,7 (0,7)	0,0 (0,3)	1,2 (1,6)	3,3 (3,6)

Anm. Arbetsmarknadsgap avser arbetade timmars avvikelser från HP-trend. Huvudscenariots prognos inom parentes.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A11. Alternativscenario med högre reporänta, årsgenomsnitt

Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2008	2009	2010	2011	2012
BNP, kalenderkorrigerad	-0,4	-4,4 (-4,4)	2,0 (2,2)	2,8 (3,4)	4,1 (3,7)
KPIF	2,7	1,8 (1,8)	1,1 (1,3)	0,9 (1,9)	1,5 (2,1)
Arbetsmarknadsgap, procent	3,2	-0,1 (-0,1)	-2,3 (-2,1)	-2,7 (-1,8)	-1,4 (-1,0)
Reporänta, procent	4,1	0,7 (0,7)	0,8 (0,3)	2,2 (1,6)	3,1 (3,6)

Anm. Arbetsmarknadsgap avser arbetade timmars avvikelse från HP-trend. Huvudscenariots prognos inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A12. Alternativscenario med lägre reporänta, årsgenomsnitt

Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2008	2009	2010	2011	2012
BNP, kalenderkorrigerad	-0,4	-4,4 (-4,4)	2,4 (2,2)	3,3 (3,4)	3,7 (3,7)
KPIF	2,7	1,9 (1,8)	1,5 (1,3)	2,1 (1,9)	2,1 (2,1)
Arbetsmarknadsgap, procent	3,2	-0,1 (-0,1)	-1,9 (-2,1)	-1,7 (-1,8)	-1,0 (-1,0)
Reporänta, procent	4,1	0,6 (0,7)	0,1 (0,3)	1,6 (1,6)	3,6 (3,6)

Anm. Arbetsmarknadsgap avser arbetade timmars avvikelse från HP-trend. Huvudscenariots prognos inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken

Översikt över fördjupningar 2007-2009²⁵

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

2009

- 2009 Februari Penningpolitiska alternativ vid finansiell kris och oro för deflation
- 2009 Februari Den finansiella krisen och penningpolitikens effekter
- 2009 Februari Den senaste tidens kronförsvagning
- 2009 Februari Riksbankens företagsintervjuer i december 2008 – januari 2009
- 2009 Juli Penningpolitik när räntan är nära noll
- 2009 Juli Skillnader i finansiell struktur och krisåtgärder i olika länder
- 2009 Juli Globala obalanser, sparande och efterfrågan i krisens spår
- 2009 Juli Riksbankens företagsintervjuer i maj 2009

²⁵ En förteckning över fördjupningar från och med 1993 och framåt finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Tidigare räntebeslut²⁶

Mötesdatum	Reporänta (procent)	Beslut (procentenheter)	Penningpolitisk rapport
2005			
27 januari	2,00	0	ingen rapport
14 mars	2,00	0	2005:1
28 april	2,00	0	ingen rapport
20 juni	1,50	-0,50	2005:2
23 augusti	1,50	0	ingen rapport
19 oktober	1,50	0	2005:3
1 december	1,50	0	2005:4
2006			
19 januari	1,75	+0,25	ingen rapport
22 februari	2,00	+0,25	2006:1
27 april	2,00	0	ingen rapport
19 juni	2,25	+0,25	2006:2
29 augusti	2,50	+0,25	ingen rapport
25 oktober	2,75	+0,25	2006:3
14 december	3,00	+0,25	ingen rapport
2007			
14 februari	3,25	+0,25	2007:1
29 mars	3,25	0	ingen rapport
3 maj	3,25	0	ingen rapport
19 juni	3,50	+0,25	2007:2
6 september	3,75	+0,25	ingen rapport
29 oktober	4,00	+0,25	2007:3
18 december	4,00	0	Penningpolitisk uppföljning
2008			
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
2009			
10 februari	1,00	-1,00	Februari 2009
20 april	0,50	-0,50	Penningpolitisk uppföljning
1 juli	0,25	-0,25	April 2009
2 september	0,25	0	Penningpolitisk uppföljning

26 En förteckning över historiska räntebeslut från och med 1999 och framåt finns på Riksbankens webbplats 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.

Exportmarknadsindex: Avser att mäta efterfrågan på internationellt handlade varor i de länder som Sverige exporterar till. Indexet beräknas med hjälp av importutvecklingen i mottagarländerna vägt med respektive lands relativa betydelse för svensk export.

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, t.ex. ingår inte bostadsräntor i HIKP.

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

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 termer av 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.

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-ränta: 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.

Säkerställda obligationer: En obligation där innehavaren har en särskild förmånsrätt vid en eventuell konkurs. Syftet med säkerställda obligationer är att kreditrisken normalt är lägre jämfört med obligationer som inte är säkerställda, vilket medför att upplåningskostnaderna sänks.

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

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

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

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

Terminspris: Priset idag för ett avtal om framtida leverans av en produkt eller värdepapper.

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 ekonomiska 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

