



Penningpolitisk rapport

Juli 2010

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 30 juni 2010. 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

PENNINGPOLITISK STRATEGI²

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som ett mål för inflationen som innebär att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bland annat en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Denna så kallade räntebana är en prognos, inte ett löfte.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att räntan och räntebanan anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.
- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i räntebesluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.
- I vissa lägen, som under den finansiella krisen 2008–2009, kan reporäntan och räntebanan behöva kompletteras med andra åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten och säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt.
- Riksbanken strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig, begriplig och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

BESLUTSPROCESSEN

Direktionen håller normalt sex penningpolitiska möten under ett år då man fattar beslut om 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.

PRESENTATION AV RÄNTEBESLUT

Räntebeslutet presenteras i ett pressmeddelande kl. 9.30 dagen efter det penningpolitiska mötet. Pressmeddelandet anger också hur de enskilda direktionsledamöterna röstade och en huvudsaklig motivering till eventuella reservationer. En presskonferens hålls dagen efter det penningpolitiska mötet.

² En utförlig beskrivning av den penningpolitiska strategin finns i skriften *Penningpolitiken i Sverige*. Skriften finns i pdf-format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Innehåll

- Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning **5**
- KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna **7**
 - Huvudsakliga revideringar sedan PPU april 2010 **20**
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker **21**
 - Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen **22**
 - Alternativa scenarier för reporäntan **27**
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin **29**
- FÖRDJUPNINGAR
 - Stora behov att stärka offentliga finanser **45**
 - Effekter av ett fall i bostadspriserna **49**
 - Hur brukar återhämtningar i produktiviteten se ut? **53**
 - KPI och mått på underliggande inflation **58**

- Appendix **63**
 - Tabeller **64**
 - Översikt över fördjupningar 2007–2010 **67**
 - Tidigare räntebeslut **68**
 - Ordlista **69**

■ Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning

■ ■ Reporäntan höjs till 0,5 procent

Svensk ekonomi utvecklas starkt efter den djupa nedgången. För att klara inflationsmålet på 2 procent och få en stabil utveckling i den reala ekonomin behöver räntan nu successivt börja höjas mot mer normala nivåer. Riksbankens direktion har därför beslutat att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,5 procent. Samtidigt väntas den ekonomiska tillväxten i omvärlden bli lägre, vilket gör att räntan på längre sikt inte behöver höjas lika mycket som i tidigare bedömning.

■ ■ Svensk ekonomi utvecklas starkt

Återhämtningen i världsekonomin fortsätter. Handeln mellan länder ökar och det gynnar svensk export och svenska investeringar. Hushållen har blivit allt mer optimistiska och konsumtionen stiger. Efter det kraftiga fallet i BNP sker nu återhämtningen i svensk ekonomi på bred front och sysselsättningen ökar stadigt, även om arbetslösheten fortfarande är hög.

Den osäkra statsfinansiella situationen i vår omvärld medför samtidigt att många länder behöver genomföra stora finanspolitiska åtstramningar för att komma till rätta med sina budgetunderskott. Dessa åtstramningar väntas dämpa BNP-tillväxten i euroområdet, vilket även håller tillbaka utvecklingen i BNP och inflation i Sverige på längre sikt.

■ ■ Räntan höjs från låg nivå

Inflationstrycket är i dagsläget lågt, men bedöms stiga i takt med att konjunkturen stärks. För att klara inflationsmålet på 2 procent och samtidigt få en stabil utveckling i den reala ekonomin behöver räntan successivt höjas mot mer normala nivåer. Därför har Riksbankens direktion beslutat att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,5 procent. Till bilden hör också att hushållens skuldsättning ökat påtagligt under senare år.

Samtidigt gör den svagare ekonomiska utvecklingen i euroområdet att reporäntan på längre sikt inte behöver höjas lika snabbt som i tidigare bedömning. Till normaliseringen av penningpolitiken hör också att det första av de tre lån till fast ränta som gavs ut under 2009 förföll onsdagen den 30:e juni och inte ersätts av ett nytt lån till låg och fast ränta.

Som alltid bygger prognoserna som nu görs för ekonomin och penningpolitiken på den information som i dagsläget är känd och ny information framöver kan leda till att dessa prognoser ändras. Om den osäkra situationen i Europa förvärras med ökad oro på de finansiella marknaderna som följd kan penningpolitiken behöva bli mer expansiv än i huvudscenariot. Den starka utvecklingen i den svenska ekonomin kan å andra sidan visa sig bli kraftfullare än väntat och då kan räntan behöva höjas snabbare framöver.

Återhämtningen i världsekonomin fortsätter, men takten i uppgången skiljer sig åt mellan olika regioner. I Asien och USA stärks konjunkturen medan utvecklingen i euroområdet är mer dämpad till följd av den statsfinansiella oron. För Sveriges del ser utvecklingen ljus ut och tillväxten i BNP har blivit oväntat stark. Sysselsättningen har ökat sedan slutet av 2009 och arbetslösheten har planat ut, vilket är överraskande tidigt med tanke på det kraftiga fallet i BNP. Tillväxten i ekonomin beräknas bli i genomsnitt drygt 3 procent per år 2010–2012. Detta innebär att resursutnyttjandet är ungefär normalt 2013.

Trots den relativt starka BNP-tillväxten beräknas inflationen hålla sig ganska nära inflationsmålet på 2 procent under prognosperioden. Det finns i dagsläget gott om lediga resurser i ekonomin. Löneökningstakten är måttlig, produktivitetstill-

växten ökar och kronan blir starkare framöver. Detta innebär sammantaget att inflationsökningen hålls tillbaka när konjunkturen stärks. Sett över hela prognosperioden är inflationen mätt med KPI något högre än 2 procent medan den mätt med KPIF är något lägre än 2 procent. KPIF-inflationen stiger under 2012 och är nära 2 procent mot slutet av prognosperioden.

För att klara inflationsmålet på 2 procent och samtidigt få en stabil realekonomisk utveckling bedömer Riksbanken att det nu är lämpligt att inleda en normalisering av penningpolitiken. Prognoserna i denna rapport baseras på att reporäntan höjs till 0,5 procent i juli för att därefter fortsätta upp mot mer normala nivåer. På lite längre sikt är räntebanan något nedjusterad till följd av de sämre ekonomiska utsikterna i omvärlden. Till normaliseringen av penningpolitiken bidrar också förfallen av de tre lån till fast ränta som gavs till bankerna under 2009.

Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall
Procent, kvartalsmedelvärden

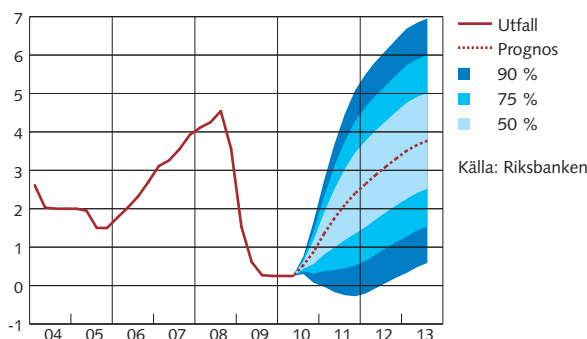


Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data

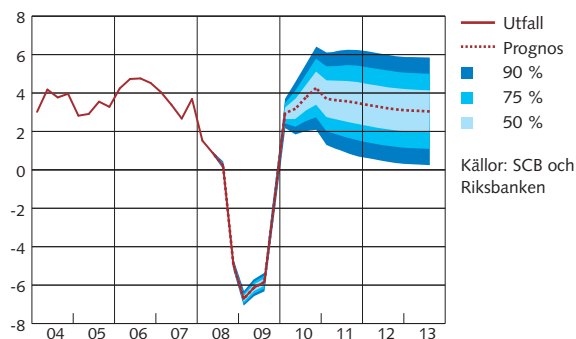


Diagram 1:3. KPI med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring

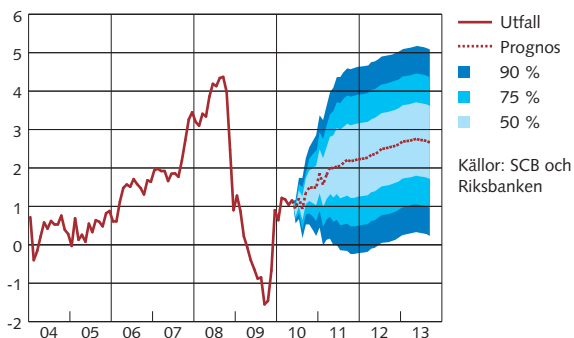
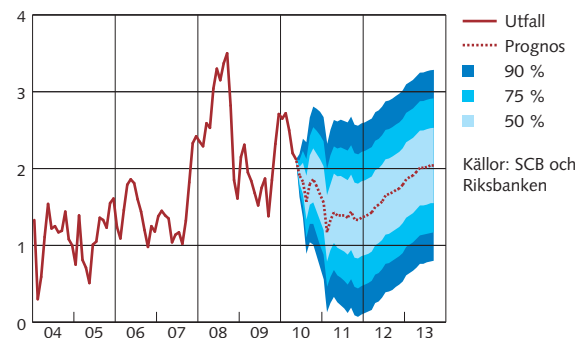
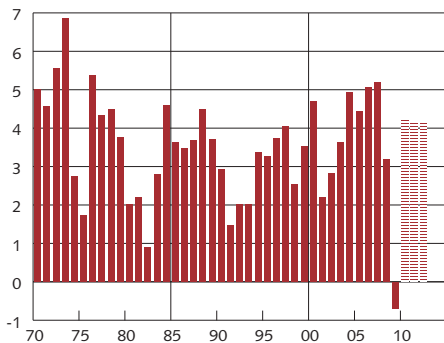


Diagram 1:4. KPIF med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



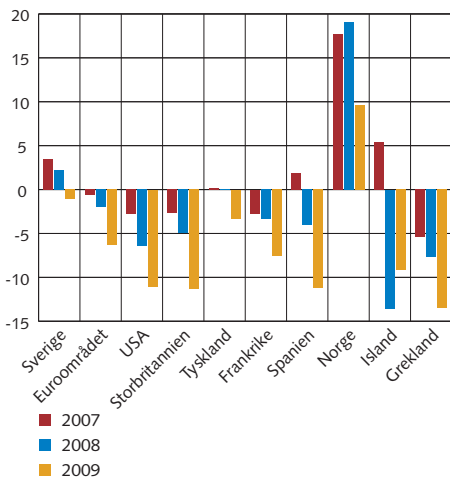
Anm. Osäkerhetsintervallen i diagrammen är baserade på historiska prognosfel, se fördjupningen "Beräkningsmetod för osäkerhetsintervall" i Penningpolitisk rapport 2007:1. Osäkerhetsintervallen för reporäntan är delvis baserade på riskjusterade marknadsräntors förmåga att prognostisera den framtida reporäntan.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

Diagram 1:5. BNP i världen
Årlig procentuell förändring



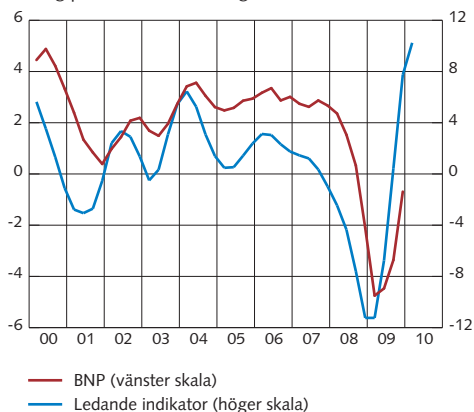
Anm. Streckad stapel avser Riksbankens prognos.
Källor: IMF och Riksbanken

Diagram 1:6. Finansiellt sparande i offentlig sektor
Procent av BNP



Källor: OECD och SCB

Diagram 1:7. BNP och ledande indikator för OECD-området
Årlig procentuell förändring



Anm. OECD Composite Leading Indicators.
Källa: OECD

■ ■ Återhämtningen i världen fortsätter trots statsfinansiell oro

Världsekonomin återhämtar sig (se diagram 1:5), även om det sker i en varierande takt mellan länder och regioner. Den internationella handeln har vuxit det senaste året (se diagram 3:12). Det är de exportberoende tillväxtländerna i Asien som leder konjunkturuppgången. Den amerikanska ekonomin växer stabilt medan tillväxten i euroområdet är mer blygsam.

Den osäkra statsfinansiella situationen i Europa gör det nödvändigt för många länder att strama åt sina budgetar. Den expansiva finanspolitik som har bedrivits sedan 2008 har bidragit till att dämpa de negativa effekterna på ekonomin av finanskrisen, men också till att försämla de offentliga finanserna i de flesta utvecklade ekonomier (se diagram 1:6). Framöver förutses därför finanspolitiska åtstramningar i såväl Europa som USA.

Utvecklingen i euroområdet håller tillbaka tillväxten i världen. Men efter en djup nedgång i konjunkturer blir återhämtningen ofta stark och en uppgång i tillväxten är därför att vänta på många håll. Den bilden ges också av OECD:s index över ledande indikatorer som har fortsatt att stärkas och nu ligger på en historiskt hög nivå (se diagram 1:7). Men den ekonomiska återhämtningen brukar ta längre tid än vanligt när det är en finansiell kris som har orsakat det kraftiga fallet i BNP.³ Ser man framåt ett par år i tiden kommer tillväxten att fortsätta, om än i en lugn takt (se tabell A4). Det innebär att det tar lång tid innan produktionen är tillbaka på samma nivåer som innan finanskrisen bröt ut.

■ ■ Marknadsoro med början i Grekland

I Grekland uppgick budgetunderskottet till nära 14 procent av BNP och statsskulden till 115 procent av BNP förra året, och landet behöver nu kraftigt minska sitt budgetunderskott. För Grekland har de stora budgetunderskotten och statsskulden lett till svårigheter att låna pengar via den internationella obligationsmarknaden, och i stället har landet tvingats ta hjälp av IMF och EU. Men det är inte bara Grekland som har dåliga statsfinanser (se fördjupning "Stora behov att stärka offentliga finanser"). Även andra länder behöver åstadkomma drastiska minskningar i budgetunderskotten för att undvika en explosiv skuldutveckling. När investerare ifrågasätter utsikterna att lyckas med sådana åtstramningar kräver de högre räntor på de nya offentliga lån som behöver tas upp, vilket tvingar fram ännu större finanspolitiska åtstramningar. Stigande räntor betyder att statsobligationerna tappar i värde, och ovissheten kring vilka innehav europeiska banker har av dessa statspapper har därför bidragit till ökad osäkerhet på interbankmarknaden. I huvudscenariot antas att den statsfinansiella saneringen sker under ordnade former. Detta tillsammans med det stödpaket, omfattande totalt 720 miljarder euro, som euroländerna och IMF

³ C. M. Reinhart och K. S. Rogoff, "The Aftermath of Financial Crises", *American Economic Review*, vol. 99(2), s. 466-477, 2009.

enats kring, bidrar till den stabilisering på de finansiella marknaderna som förutsätts i huvudscenariot (se också kapitel 3).

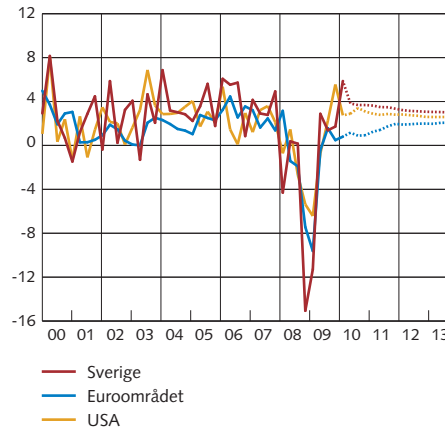
■ ■ Offentliga finanser i fokus i euroområdet

Tillväxten i euroområdet har varit svagt positiv sedan mitten av förra året och den fortsätter att vara svag framöver (se diagram 1:8). Det är exportutvecklingen som leder uppgången. Den gynnas av en stark tillväxt i Asien och framöver även av att euron försvagats mot bland annat dollarn. Utsikterna för BNP-tillväxten i euroområdet präglas dock av en fortsatt återhållen inhemsk efterfrågan. Ett skäl till detta är att hushållens konsumtion hålls tillbaka av en oro för hur arbetsmarknaden kommer att utvecklas. Ett annat är att det sannolikt också dröjer innan investeringarna ökar igen. Företagen har ett lågt kapacitetsutnyttjande, vilket innebär att de kan öka sin produktion utan att göra nya investeringar. Arbetsmarknaden återhämtar sig också långsamt eftersom företagen i hög grad har behållit sin personal under krisen och därför inte behöver nyanställa i snabb takt när produktionen ökar.

Ytterligare ett skäl till att förvänta sig en återhållen inhemsk efterfrågeutveckling i euroområdet är behovet av att strama åt finanspolitiken. I bedömningen av tillväxtutsikterna utgår Riksbanken från redan beslutade eller indikerade finanspolitiska åtgärder under prognosperioden. I dag finns det anledning att tro att redan beslutade planer kommer att behöva följas av ytterligare åtgärder för att länderna ska kunna närma sig stabilitets- och tillväxtpaktens krav på ett budgetunderskott om maximalt 3 procent av BNP under prognosperioden. Detta krav innebär stora påfrestningar för många länder. Det kommer därför troligtvis att ta tid för länderna i Europa att ställa om sin politik. Riksbankens bedömning är ändå att euroländerna under prognosperioden kommer att genomföra stora finanspolitiska åtstramningar. Som ett resultat av detta förbättras det konjunkturjusterade finansiella sparandet i euroområdet med mellan 0,5 och 1 procentenhet per år under prognosperioden.

Samtidigt är det mycket osäkert vilken effekt på tillväxten som åtstramningarna kommer att få. Historiskt har finanspolitiska åtstramningar associerats med lägre tillväxt på kort sikt genom att de dämpat efterfrågan. Men effekternas storlek beror på vilka åtgärder som vidtas. Tillgängliga analyser tyder på att förändringar i offentliga investeringar eller offentlig konsumtion ger större kortsiktiga realekonomiska effekter än ändrade konsumtions- och företagsskatter. Effekterna beror också på statsskuldens storlek i utgångsläget, hur trovärdig åtstramningen är, hur finanspolitiken utformas framöver och hur penningpolitiken anpassas till denna. Givet dagens höga skuldnivåer kommer en trovärdig konsolidering troligtvis att ge positiva effekter på tillväxten längre fram genom att den minskar riskpremien på räntor med längre löptider samt ökar framtidstron hos företag och hushåll.

Diagram 1:8. Kvartalsförlopp för BNP i olika regioner och länder
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

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

Sammantaget bedöms tillväxten i euroområdet bli måttlig under prognosperioden. BNP växer med 0,8 procent i år och med 1,3 respektive 1,9 procent de kommande två åren (se tabell A4). I huvudscenariot antas att den statsfinansiella saneringen sker under ordnade former och att förtroendet för enskilda staters betalningsförmåga gradvis återställs. Men det finns en risk för att de åtgärdsförslag som läggs fram inte anses vara tillräckliga eller trovärdiga, och då kan oron på de finansiella marknaderna komma att eskalera. Det antagandet görs i det alternativa scenariot "Statsfinansiell kris i euroområdet" som beskrivs i kapitel 2, vilket tvingar fram ytterligare finanspolitiska åtstramningar i euroområdet.

Trots den djupa nedgången i ekonomin har inflationen mätt som HIKP på sistone stigit mer än väntat. Det beror främst på att energipriserna har varit högre än väntat, men ett fortsatt lågt resursutnyttjande förväntas dämpa takten i prisökningarna framöver (se tabell A4).

■ ■ Viss tillförsikt i Storbritannien

Återhämtningen i Storbritannien har fortsatt till följd av en expansiv penningpolitik och därmed svagare växelkurs. Huspriserna har åter börjat stiga, vilket gör att hushållens förmögenhet ökar. Även i Storbritannien har statsfinanserna försämrats kraftigt (se diagram 1:6). Den nya regeringen har aviserat stora finanspolitiska åtstramningar. Konsumtionen bedöms därför öka långsamt framöver. Exporten förbättras, bland annat till följd av att pundet har försvagats. Det svaga pundet bidrar till en högre importerad inflation, men den underliggande inflationen bedöms avta gradvis eftersom resursutnyttjandet är lågt.

■ ■ God tillväxt i Danmark och Norge

Den ekonomiska återhämtningen i Danmark och Norge fortsätter. Återhämtningen är i dagsläget tydligast i Danmark. I Norge ser tillväxten ut att ha stannat av tillfälligt då årets första BNP-utfall var svagt. Dessa skillnader kan delvis avspegla att de ekonomisk-politiska stimulanserna börjar fasas ut i Norge. Men den ekonomiska återhämtningen i Danmark och Norge fortsätter, och på lite längre sikt bedöms tillväxten vara god. Båda länderna har relativt sunda statsfinanser och saknar därmed behov av att strama åt finanspolitiken.

■ ■ Asien är lokomotivet i konjunkturuppgången

Tillväxten i Asien, som har varit mycket stark, förväntas fortsätta att vara drivande i konjunkturuppgången i världsekonomin. Det är framför allt den starka efterfrågan från Kina som har gynnat övriga länder i regionen. I Kina kommer tillväxten i högre utsträckning att bygga på ökad privat konsumtion framöver. Ett skäl till detta är den ökade flexibilitet som signalerats för växelkurspolitiken. Inflationen är på väg upp, men väntas vara måttlig under prognosperioden. Japan gynnas

av den snabbt växande efterfrågan från regionens tillväxtländer och den japanska deflationen förväntas ersättas av en svag inflation mot slutet av prognosperioden.

■ ■ Fortsatt tillväxt i USA

Den amerikanska ekonomin växer och flera faktorer talar för att återhämtningen fortsätter. Arbetsmarknaden utvecklas stabilt i en positiv riktning och en fortsatt förbättrad arbetsmarknad är en förutsättning för tillväxten. Konsumtionen växte med 3,4 procent, i uppräknad årstakt, under det första kvartalet 2010, och i takt med att hushållens ekonomi stärks kommer konsumtionen att öka ytterligare. Visserligen har utvecklingen på börsen dämpats den senaste tiden och dollarn stärkts, men de räntor som företag och hushåll möter ligger kvar på en mycket låg nivå och kreditvillkoren har börjat lättas. Företagen ser ljusst på den framtida utvecklingen. Tillväxten i arbetsproduktiviteten är den högsta sedan 1960-talet och arbetskostnaderna per producerad enhet är låga. Detta har bidragit till att företagens vinster har förbättrats och de är nu, redan tidigt i återhämtningsfasen, på en hög nivå sett ur ett historiskt perspektiv. Även om kapacitetsutnyttjandet än så länge är lågt ökar efterfrågan, och tillsammans med de höga vinsterna bidrar detta till en högre tillväxt i investeringarna.

Framför allt beror tillväxten i USA på en stark ekonomisk-politisk stimulans. Den kommer att dras tillbaka när ekonomin ser ut att kunna stå på egna ben. Enligt de penningpolitiska förväntningarna kommer räntan att ligga still under resten av året (se diagram 3:6). Därefter höjs styrräntan när resursutnyttjandet ökar. Finanspolitikens påverkan på tillväxten kommer att vara neutral i år då åtgärderna är ungefär lika stora som förra året. Därefter bedöms finanspolitiken bli åtstramande, och det konjunkturjusterade finansiella sparandet förbättras med cirka 2 procentenheter de kommande två åren.

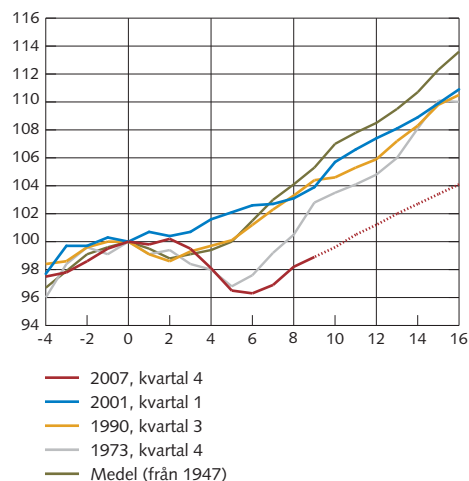
Sammantaget är bedömningen att BNP i USA växer med 3,2 procent i år. Tillväxten mattas sedan av till i genomsnitt knappt 3 procent 2011 och 2012 när den ekonomisk-politiska stimulansen minskar (se diagram 1:8 och tabell A4). Nedgången i den amerikanska ekonomin har varit mycket stor och prognosen innebär att det tar längre tid än vanligt att komma tillbaka till samma produktionsnivåer som rådde före krisen (se diagram 1:9).

Arbetskostnaderna per producerad enhet har ökat långsamt, vilket har bidragit till en låg underliggande inflation. Under prognosperioden stiger inflationen, men uppgången hålls tillbaka eftersom både resursutnyttjandet och kostnadstrycket är lågt. KPI-inflationen ligger på i genomsnitt knappt 2 procent per år under prognosperioden (se tabell A4).

■ ■ Svensk BNP växer starkt

Reviderade utfall av nationalräkenskaperna visar att den säsongrensade kvartalstillväxten i svensk BNP har varit positiv sedan andra kvartalet 2009. Utfallet för det första kvartalet i år blev därtill över-

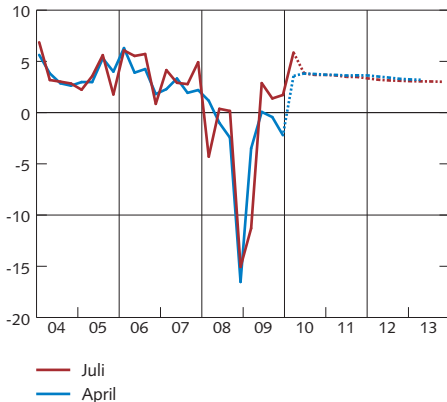
Diagram 1:9. Jämförelse av återhämtning vid olika recessioner i USA
BNP-nivå, index = 100 kvartalet innan recession inleds



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. Legender avser kvartal då index = 100. X-axel avser kvartal. Konjunkturdatering enligt NBER.

Källor: Bureau of Economic Analysis och Riksbanken

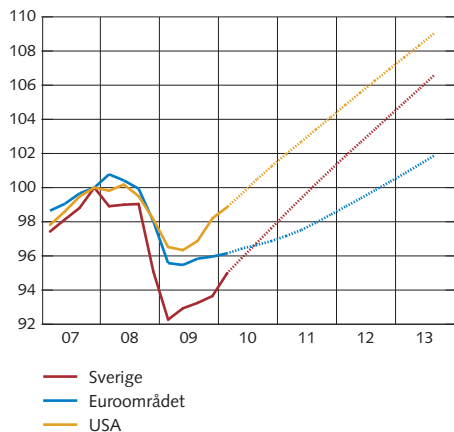
Diagram 1:10. BNP i Sverige
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

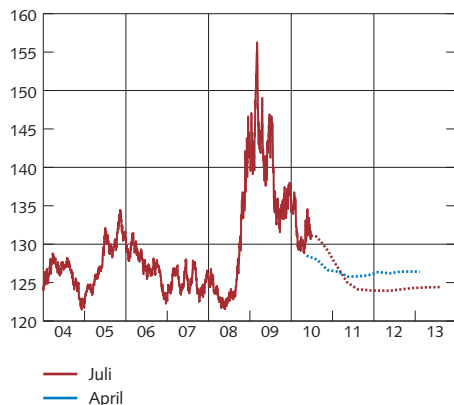
Diagram 1:11. Jämförelse av återhämtning i Sverige, USA och euroområdet
BNP-nivå, index 2007 kvartal 4 = 100



Anm. Kvartalet innan recessionen bröt ut i USA = 100. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

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

Diagram 1:12. Konkurrensvägd växelkurs, TCW Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Utfällen är dagskurser och prognoserna avser kvartalsgenomsnitt. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

raskande starkt (se diagram 1:10). Det var en bred uppgång i samtliga av försörjningsbalansens komponenter. Hushållens konsumtion har stimulerats av den expansiva finans- och penningpolitiken. Förutsättningarna för en stark återhämtning av tillväxten är goda även framöver. En fortsatt expansiv penningpolitik i kombination med mycket positiv framtidstro hos både hushåll och företag håller upp den inhemska efterfrågan. Den starka återhämtningen i världshandeln har lett till att även den svenska exporten börjat öka. Framöver beräknas världshandeln fortsätta att stiga. Detta bidrar till en ökad efterfrågan på svenska exportprodukter, vilket också gynnar näringslivets investeringar i takt med att kapacitetsutnyttjandet stiger. Den goda utvecklingen i exporten som förutses under prognosperioden medför också att den tudelning som har karakteriserat den svenska ekonomin minskar. Sammantaget innebär detta att aktiviteten i den svenska ekonomin stiger ytterligare. De kommande åren väntas därför BNP växa med i genomsnitt drygt 3 procent per år (se tabell A5).

Tillväxten i Sverige väntas bli ungefär densamma som i USA. Euroområdet växer däremot betydligt långsammare (se diagram 1:8). Förutsättningarna för en återhämtning av tillväxten är gynnsamma i Sverige med bland annat goda offentliga finanser som gör att behovet av finanspolitisk åtstramning längre fram är obefintligt eller litet. Därutöver är tillväxten hos flera av Sveriges viktigaste handelspartner, bland annat Finland, Norge och Danmark, mer solid.

Trots att den svenska tillväxten väntas vara hög framöver kommer det att dröja till mitten av 2011 innan BNP-nivån är tillbaka på samma nivå som före krisen. Att återhämtningen tar så lång tid beror på det kraftiga fallet i slutet av 2008 och början av 2009, då Sveriges BNP föll mer än i många andra länder (se diagram 1:11). Det finns dock faktorer som talar för att återhämtningen kan gå snabbare än i huvudscenariot. Detta skulle kunna hända om uppgången i hushållens konsumtion blir ännu starkare än förväntat och investeringarna ökar snabbare. Detta illustreras i alternativscenariot "Högre inhemska efterfrågan" i kapitel 2.

■ ■ Svagare krona till följd av marknadsoro, men en förstärkning väntas

Kronan har gradvis förstärkts efter den kraftiga försvagningen i samband med den finansiella krisen. Den senaste tiden har dock kronan försvagats igen. När den statsfinansiella oron i euroområdet intensifierades under våren tycks kronan ha ansetts vara en alltför osäker och illikvid tillgång, vilket ledde till en snabb depreciering (se diagram 1:12).

Fundamentala faktorer talar för att kronan inom de närmaste åren kommer att stärkas till nivåer som rådde före krisen. De svenska statsfinanserna är starka och BNP-tillväxten i Sverige väntas bli högre än i omvärlden. En högre svensk styrränta i jämförelse med omvärlden väntas också bidra till en starkare krona.

■ ■ Exporten växer i takt med världsmarknadstillväxten

Kvartalstillväxten i den svenska exporten har nu varit positiv sedan tredje kvartalet 2009. Utfallet för det första kvartalet 2010 var därtill överraskande starkt. Det var en bred uppgång i exportvarorna där metallvaror, teleprodukter och motorfordon stod för de största uppgångarna. Världsekonomin återhämtar sig under prognosperioden med framför allt Asien och USA som de drivande ekonomierna. Även den svenska exportmarknaden väntas öka framöver och under prognosperioden växer den svenska exporten i linje med exportmarknaden (se diagram 1:13 och tabell A4).

Importen har också börjat stiga efter en mycket svag utveckling i början av 2009. Här var det motorfordon, kontorsmaskiner och teleprodukter som stod för de största ökningarna. Under de närmaste åren väntas importen fortsätta öka i takt med att den inhemska efterfrågan och exporten ökar.

■ ■ Investeringarna ökar från låga nivåer

Den kraftigt vikande efterfrågan resulterade i ett historiskt stort fall i investeringarna 2009, men första kvartalet 2010 har fallet vänts i en uppgång. Framöver väntas de totala investeringarna öka gradvis i takt med att omvärldsefterfrågan och exporten tar fart (se diagram 1:14). Näringslivets investeringar stabiliseras under året och ökar allteftersom kapacitetsutnyttjandet inom industrin stiger.

Bostadsinvesteringarna, som ökade kraftigt i början av året, fortsätter att stiga. Både låga räntor och en hög efterfrågan i förhållande till utbudet talar för att investeringarna i bostäder kommer att stiga relativt mycket de kommande åren. Även de offentliga investeringarna fortsätter att öka, men i betydligt långsammare takt än 2009. I år väntas de totala investeringarna öka med drygt 2,5 procent. Därefter ökar de med i genomsnitt 6 procent per år 2011 och 2012 (se tabell A5).

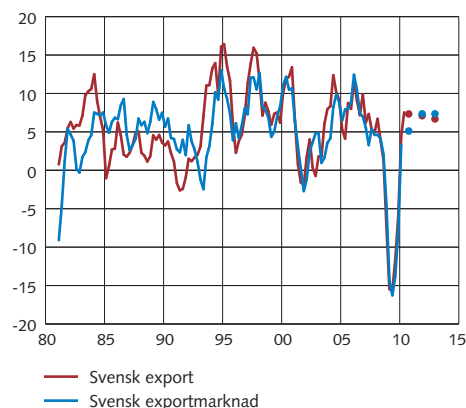
Investeringarnas andel av BNP ökar visserligen under prognosperioden. Men investeringsandelen är betydligt lägre än före fallet i investeringarna 2009 (se diagram 1:15).

■ ■ Hushållens konsumtion fortsatt hög

Hushållens konsumtion har stigit sedan ett år tillbaka och det senaste kvartalsutfallet var oväntat högt (se diagram 1:16). Under den finansiella krisen ökade osäkerheten om den framtida utvecklingen. Denna osäkerhet har nu minskat och hushållen har enligt Konjunkturinstitutets hushållsbarometer blivit alltmer optimistiska (se diagram 3:21). Tillsammans med att hushållens sparande ligger på en hög nivå i utgångsläget innebär detta att hushållen väntas öka konsumtionen framöver. Hushållens disponibla inkomster väntas också stiga i takt med att läget på arbetsmarknaden förbättras (se diagram 1:17).

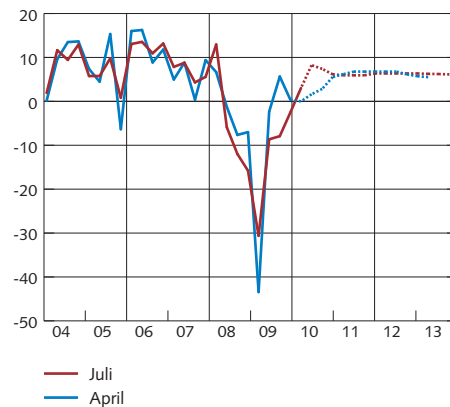
Under prognosperioden kommer hushållens konsumtion att fortsätta öka i god takt. I år väntas konsumtionen öka med hela 3,5 pro-

Diagram 1:13. Export och svensk exportmarknad
Årlig procentuell förändring



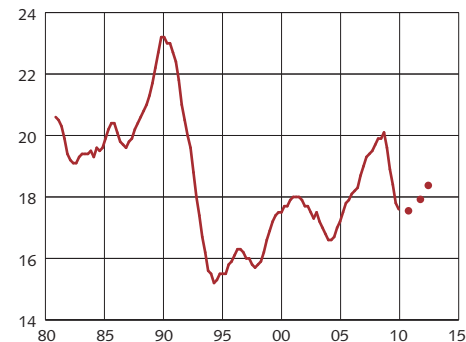
Anm. Punkter avser Riksbankens prognos för helår.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:14. Fasta bruttoinvesteringar
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



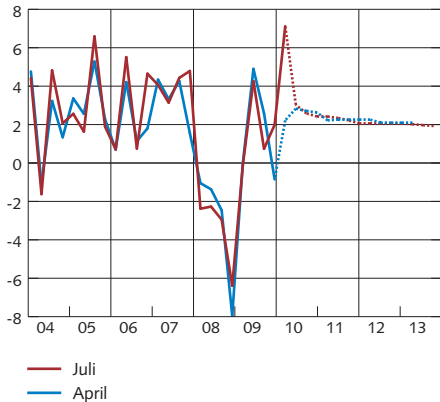
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:15. Investeringskvot
Procent av BNP, löpande priser



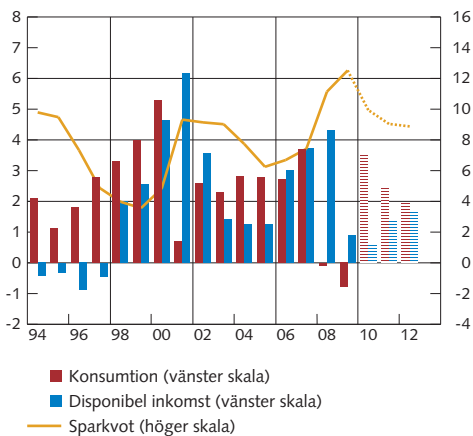
Anm. Fyra kvartals glidande medelvärde. Punkter avser Riksbankens prognos för helår.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:16. Hushållens konsumtion
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

Diagram 1:17. Hushållens disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot
Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



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

cent för att därefter öka med ungefär 2 procent per år 2011 och 2012 (se tabell A5).

Utlåningen till hushållen fortsätter också att öka snabbt och andelen bolån med rörlig ränta har ökat trendmässigt sedan slutet av 1990-talet. Detta innebär att den penningpolitiska transmissionsmekanismen stärks, det vill säga att en ränteförändring av en given storlek ger en större påverkan på ekonomin. Det betyder att den historiskt låga räntan hittills haft större genomslag än tidigare och även att genomslaget av framtida räntehöjningar blir större. Men hur ekonomin påverkas av penningpolitiken beror även på många andra faktorer.

Parallellt med den snabba ökningen av hushållens upplåning har bostadspriserna stigit. Till stor del kan prisökningarna på bostäder förklaras av en stark efterfrågan i kombination med ett begränsat utbud på grund av lågt nybyggande. I huvudscenariot antas att ökningstakten i huspriserna bromsar in för att mot slutet av prognosperioden öka ungefär som den allmänna prisnivån. Det kan dock inte uteslutas att bostadspriserna och hushållens upplåning fortsätter att stiga snabbt, vilket kan bidra till att problem uppstår framöver (se fördjupning "Effekter av ett fall i bostadspriserna").

■ ■ Den offentliga sektorns finansiella sparande förstärks

Riksbankens prognoser för finanspolitiken baseras på vad som historiskt sett kan betraktas som en normal utveckling av finanspolitiken över en konjunkturcykel. Det finansiella sparandet i den offentliga sektorn låg under perioden 2005–2008 högre än målet om 1 procent överskott sett över en konjunkturcykel. Det finansiella sparandet var negativt 2009 och förväntas även vara negativt 2010 (se tabell A3). Det är främst den svaga konjunkturen som minskar de offentliga inkomsterna samtidigt som utgifterna stiger, bland annat till följd av ökad arbetslöshet. Men i jämförelse med de flesta andra OECD-länder är Sveriges offentliga finanser mycket starka (se diagram 1:6).

Riksbankens bedömning är att den regering som tillträder i höst kommer att föreslå ytterligare reformer på ungefär 20 miljarder kronor för 2011. Reformernas storlek är i linje med det som brukar föreslås i rådande konjunkturläge. I takt med att konjunkturläget förbättras kommer det finansiella sparandet att förstärkas igen. År 2012 väntas de offentliga finanserna uppvisa ett överskott på över 1 procent av BNP. Sedan i april har prognosen justerats upp, främst till följd av den högre BNP-tillväxten 2010. Därutöver stärks det finansiella sparandet varaktigt till följd av tidigare politiska reformer och beslut.

■ ■ Allt ljusare arbetsmarknad

Återhämtningen på arbetsmarknaden har fortsatt. Den snabba uppgången i arbetslösheten har bromsats upp samtidigt som sysselsättningen och antalet arbetade timmar ökar (se diagram 1:18 och 1:19).

Det nya säsongrensade BNP-förloppet, med utfall till och med det första kvartalet 2010, visar också att den svenska ekonomin vuxit under det senaste året. Denna nya bild stämmer bra överens med den positiva utvecklingen på arbetsmarknaden sedan slutet av 2009. I takt med att konjunkturen förbättras fortsätter återhämtningen på arbetsmarknaden. Antalet arbetade timmar och antalet sysselsatta stiger och arbetslösheten minskar. Arbetslösheten väntas dock minska relativt långsamt för att i slutet av prognosperioden uppgå till drygt 7,5 procent (se diagram 1:19 och tabell A6).

Den internationella krisen har drabbat svensk ekonomi främst genom att exporten har minskat kraftigt. Detta har i sin tur inneburit snabba neddragningar av produktion och sysselsättning inom industrin, där resursutnyttjandet fortfarande bedöms vara förhållandevis lågt. Bilden ser nu ljusare ut, och i takt med att exporten ökar och industrikonjunkturen förbättras kommer sysselsättningen inom industrin också att öka. Tjänstesektorn, som är mer arbetskraftsintensiv, har klarat sig betydligt bättre under krisen och antalet sysselsatta har ökat under de senaste kvartalen. Sysselsättningen inom tjänstesektorn fortsätter att öka under prognosperioden.

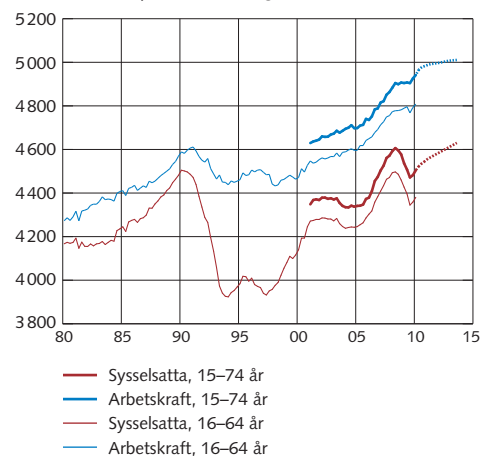
Utbudet av arbetskraft har ökat under krisen trots en fallande sysselsättning. Bedömningen är att reformer inom arbetslöshetsförsäkringen och sjukförsäkringen samt skatteavdrag för förvärvsarbetande har ökat incitamenten att vara kvar i arbetskraften. Dessa ekonomisk-politiska åtgärder tillsammans med en bättre konjunkturutveckling väntas leda till att arbetskraftsutbudet ökar ytterligare under prognosperioden.

■ ■ Resursutnyttjandet stiger under prognosperioden

Penningpolitiken syftar till att hålla inflationen nära inflationsmålet på 2 procent samtidigt som vikt läggs vid att stabilisera resursutnyttjandet kring en normal nivå. Det finns dock inget entydigt sätt att mäta resursutnyttjandet. Riksbanken använder därför ett antal olika indikatorer och statistiska metoder för att bedöma hur resursutnyttjandet kommer att utvecklas under de närmaste åren. Eftersom resursutnyttjandet inte är direkt mätbart blir bedömningarna osäkra, både av läget nu och av utvecklingen längre fram i tiden.

Den senaste tidens positiva utveckling på arbetsmarknaden med stigande sysselsättningsgrad tyder på att resursutnyttjandet ökar. Konjunkturinstitutets företagsbarometer visar att andelen företag med brist på arbetskraft har stigit något men att den fortfarande är låg. Industrins kapacitetsutnyttjande stiger nu snabbt även om det fortfarande är betydligt lägre än normalt (se diagram 3:26). På frågan om vad som främst begränsar produktionen svarar en majoritet av företagen inom de flesta branscher att det är den låga efterfrågan. Riksbankens resursutnyttjandeindikator som sammanfattar information från enkäter och arbetsmarknadsdata visar att resursutnyttjandet

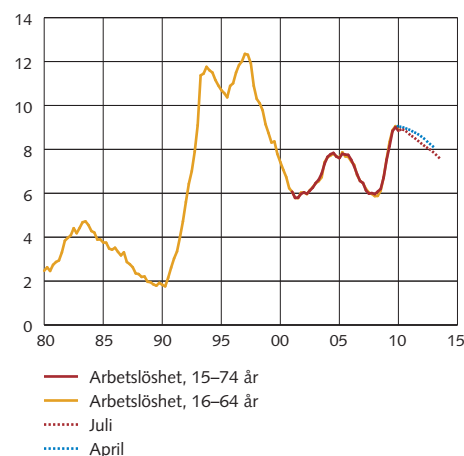
Diagram 1:18. Arbetskraft och sysselsatta
Tusentals personer, säsongrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

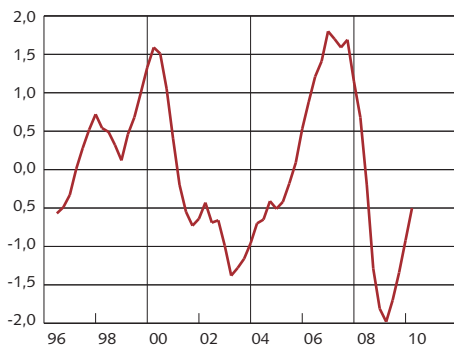
Diagram 1:19. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



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

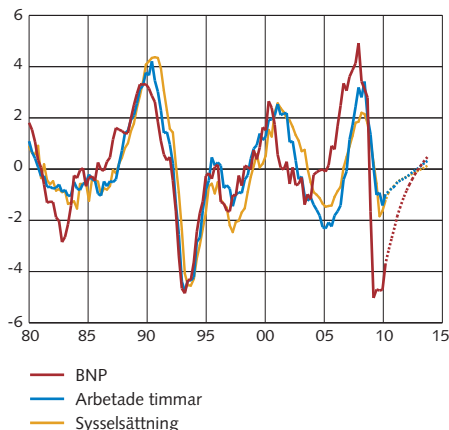
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:20. Resursutnyttjandeindikator
Standardavvikelser



Källor: SCB och Riksbanken

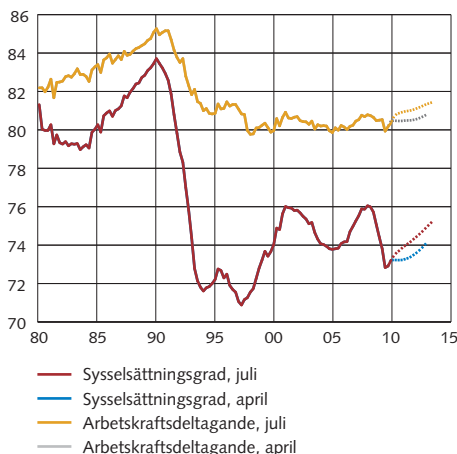
Diagram 1:21. Skattade gap
Procentuell avvikelse från HP-trend



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

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:22. Sysselsättningsgrad och
arbetskraftsdeltagande**
Sysselsättning och arbetskraft i procent av
befolkningen, 16–64 år, säsongrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

är lägre än normalt men att det nu stiger förhållandevis snabbt (se diagram 1:20).⁴ Denna indikator samvarierar i hög grad med BNP:s avvikelse från trenden. Det starka utfallet för BNP tyder på att resursutnyttjandet i dag är högre än vad som förväntades i den penningpolitiska uppföljningen i april.

Under de kommande åren ökar både produktion och sysselsättning snabbt och därmed väntas resursutnyttjandet stiga. Statistiska mått, såsom avvikelser av BNP, antalet arbetade timmar och sysselsättning från sina långsiktiga trender, tyder på en normalisering av resursutnyttjandet (se diagram 1:21). Dessa statistiska mått är dock problematiska, eftersom skattningen av trenden påverkas kraftigt av de senaste utfallen. Andra indikatorer som tyder på att resursutnyttjandet stiger är till exempel att arbetslösheten faller framöver, om än från en hög nivå, och att sysselsättningsgraden fortsätter att öka (se diagram 1:19 och diagram 1:22).

Den samlade bilden är att resursutnyttjandet är lägre än normalt men att det stiger under prognosperioden i takt med återhämtningen i konjunkturen. Jämfört med bedömningen i april är resursutnyttjandet högre under hela prognosperioden.

■■ Löneavtal slutna på låga nivåer

Löneavtal har nu slutits för stora delar av arbetsmarknaden. Avtalen, med giltighetstider som varierar mellan 18 och 35 månader, är på lägre nivåer jämfört med de nivåer som blev resultatet av förra avtalsrörelsen. De avtalsmässiga höjningarna på förbunds nivå är enligt Medlingsinstitutets preliminära statistik 1,9 procent och 1,7 procent för 2010 respektive 2011, vilket kan jämföras med 2,9 procent under 2009. I ett läge med hög arbetslöshet, låga vinster hos företagen och en exceptionellt svag produktivitet under en längre period är det rimligt att de avtalsmässiga höjningarna på förbunds nivå blir lägre. Inom vissa sektorer, till exempel industrin och byggsektorn, inträffar en stor del av de avtalsmässiga lönehöjningarna i slutet av avtalsperioderna. Inom delar av industrin förekommer ingen avtalsmässig lönehöjning över huvud taget under de första månaderna av avtalsperioden. Under resten av året löper förbundsavtal ut för ett antal avtalsområden, bland annat inom staten (september) och inom bank- och försäkringsbranschen (december).

■■ Industritjänstemännens löneavtal blev normerande

Parterna som förhandlar om tjänstemännens löner inom bland annat teknik- och kemiindustrin var först med att sluta avtal i år och blev därmed lönenormerande. Lönenormen blev 3,5 procent på 24 månader, vilket kan jämföras med normen på 10,2 procent under 36 månader i förra avtalsrörelsen. Det är första gången avtalsområden för tjänste-

⁴ Indikatorn är framtagen med hjälp av så kallad principalkomponentanalys. Det är en metod som fångar den gemensamma komponenten i en stor mängd data. För mer information om indikatorn, se Penningpolitisk rapport, februari 2010, s. 16–17.

män är först ut med att sluta löneavtal. Parterna inom dessa avtalsområden kan komma att bli först med att sluta avtal även i nästa avtalsrörelse då deras avtal löper ut först, den 30 september 2011.

Avtalsrörelsen präglades av en stark samverkan mellan medlemsföretagen inom den centrala arbetsgivarorganisationen Svenskt Näringsliv, vilket resulterade i endast små avvikelser från lönenormen för de olika avtalsområdena i näringslivet.

■ ■ Låg ökningstakt i arbetskostnader per producerad enhet de närmaste åren

Lönerna i hela ekonomin bedöms, med de definitioner som används i konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet, öka med 2,4 procent, 2,5 procent och 3,0 procent respektive år under perioden 2010–2012. Löneförväntningarna på ett och två års sikt hos arbetsmarknadens parter är 2,1 procent respektive 2,8 procent enligt Prosperas enkät i juni. Ökningstakten i arbetskostnaderna per arbetad timme bedöms vara fortsatt låg i år för att därefter öka till mer normala nivåer under resterande del av prognosperioden.

Arbetsproduktiviteten steg med 3,4 procent det första kvartalet, mätt som årlig procentuell förändring. Det var klart mer än bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen från april. Under prognosperioden mattas tillväxten i produktiviteten av något, men väntas ändå bli relativt hög. Att produktiviteten utvecklas starkt i en återhämtningsfas är i linje med hur det brukar se ut historiskt (se fördjupningen "Hur brukar återhämtningar i produktiviteten se ut?").

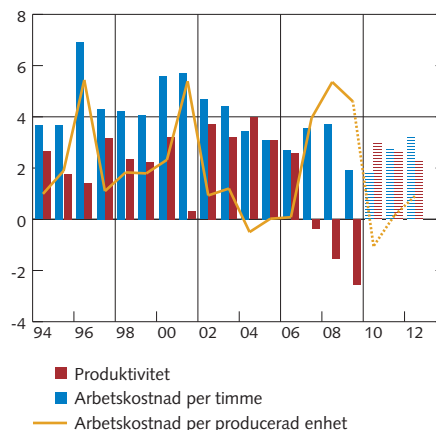
Den starka produktivitetsutvecklingen medförde att arbetskostnaderna per producerad enhet föll uttryckt i årlig procentuell förändring första kvartalet i år, vilket är första gången på över tre år. Arbetskostnaderna per producerad enhet fortsätter att minska under resten av året för att därefter öka gradvis under resterande del av prognosperioden. Tillväxten i arbetskostnaderna per producerad enhet kommer dock att vara klart lägre än historiska genomsnitt under prognosperioden (se diagram 1:23).

■ ■ Inflationen nära målet mot slutet av prognosperioden

Inflationen mätt med KPI har varit drygt 1 procent under de senaste månaderna och förväntas stiga framöver till en topp på drygt 2,5 procent i början av 2013 (se diagram 1:24). Främst beror den stigande ökningstakten i KPI under perioden på att bostadsräntorna stiger när reporäntan höjs.

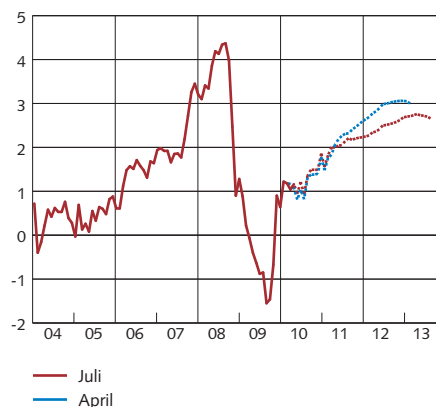
Inflationen mätt med KPIF, där bostadsräntorna hålls konstanta, uppgår för närvarande till cirka 2 procent. Företagens arbetskostnader per producerad enhet faller i år samtidigt som kronan väntas bli starkare framöver. Detta medför fallande kostnader för företagen och bidrar till att KPIF-inflationen avtar under det närmaste året och uppgår till cirka 1,5 procent om ett år (se diagram 1:25). Enligt terminspris-

Diagram 1:23. Arbetskostnader per producerad enhet i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring



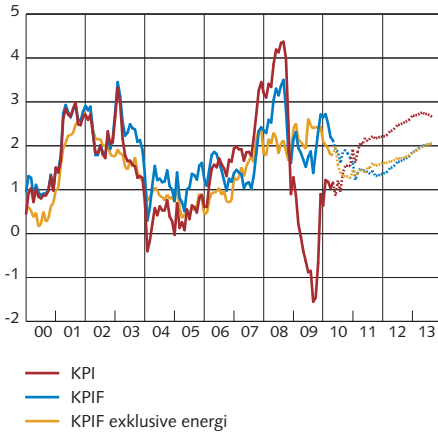
Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:24. KPI
Årlig procentuell förändring



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

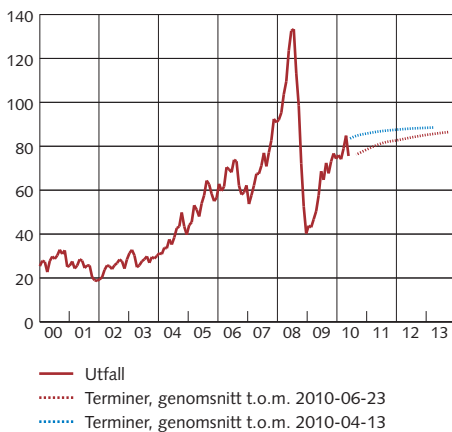
Diagram 1:25. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

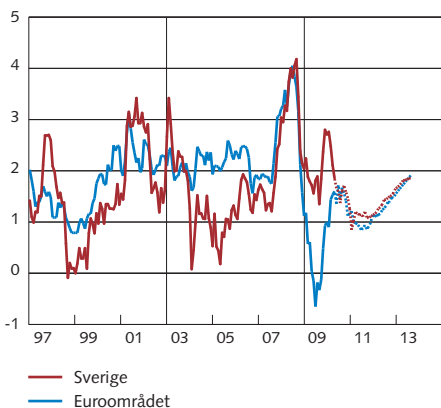
Diagram 1:26. Oljepris, Brentolja
USD per fat



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

Källor: Intercontinental exchange och Riksbanken

Diagram 1:27. HIKP i euroområdet och Sverige
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Eurostat, SCB och Riksbanken

sättningen på oljemarknaden stiger oljepriset gradvis från dagens nivå på cirka 75 dollar per fat till cirka 85 dollar per fat i slutet av 2013 (se diagram 1:26). Även elpriserna väntas stiga under det närmaste året i linje med terminsprissättningen på elmarknaden. Rensat för energipriserna faller därmed KPIF-inflationen ännu snabbare under det närmaste året.

Ökningstakten i KPIF och KPIF exklusive energi stiger under slutet av prognosperioden i takt med att arbetskostnaderna per producerad enhet stiger snabbare och konjunkturen stärks. I slutet av prognosperioden väntas KPIF och KPIF exklusive energi öka med cirka 2 procent. Bostadsräntorna kommer att bidra med en skillnad på cirka 0,5 procentenheter mellan KPI- och KPIF-inflationen i slutet av prognosperioden.

Inflationen mätt med HIKP förväntas stiga med i genomsnitt cirka 2,0 procent under 2010. HIKP är det harmoniserade konsumentprisindex som används som mått på inflation i euroområdet. HIKP påverkas liksom KPIF inte av förändrade bostadsräntor. HIKP-inflationen har det senaste året varit högre i Sverige än i euroområdet (se diagram 1:27). Detta beror främst på kronans försvagning gentemot euron under 2009.

■ ■ Normaliseringen av penningpolitiken inleds

Under 2010 bedöms inflationen falla tillbaka till följd av den högre produktivitetstillväxten och en förstärkning av kronan. Sett över hela prognosperioden är inflationen mätt med KPI något högre än 2 procent medan den mätt med KPIF är något lägre än 2 procent. Den högre KPI-inflationen förklaras av att bostadsräntorna stiger när reporäntan höjs (se också fördjupningen "KPI och mått på underliggande inflation"). Prognosen för inflationen är enligt båda måtten något nedjusterad jämfört med den penningpolitiska uppföljningen från april. Den underliggande inflationen mätt med KPIF stiger under 2012 och är nära 2 procent mot slutet av prognosperioden.

I utformningen av penningpolitiken beaktas inte bara inflationen utan också produktionen och sysselsättningen. Utvecklingen på arbetsmarknaden och den höga tillväxten i BNP visar att återhämtningen står på fast mark. Detta tillsammans med andra indikatorer tyder på att resursutnyttjandet nu är högre än vad som antogs i den penningpolitiska uppföljningen i april. Till bilden hör också att bostadspriserna stiger förhållandevis snabbt och att hushållens skuldsättning har ökat påtagligt under senare år.

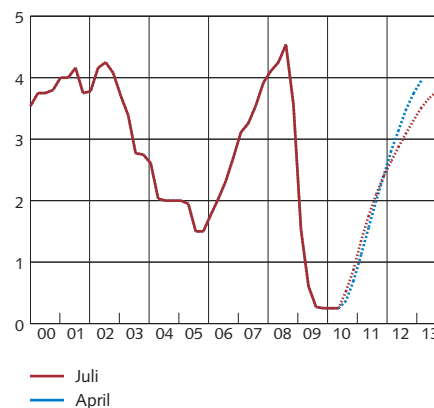
För att klara inflationsmålet på 2 procent och samtidigt få en stabil realekonomisk utveckling bedömer Riksbanken att det nu är lämpligt att inleda den normalisering av penningpolitiken som legat till grund för prognoserna sedan en ganska lång tid tillbaka. Prognoserna i denna rapport baseras på att reporäntan höjs till 0,5 procent i juli för att därefter fortsätta upp mot mer normala nivåer i takt med att åter-

hämtningen i konjunkturen fortsätter. Till normaliseringen av penningpolitiken bidrar också förfallen av de tre lån till fast ränta som gavs till bankerna under 2009. Dessa kommer inte att ersättas av nya lån till låg och fast ränta. Penningpolitiken blir därmed gradvis allt mindre expansiv.

Den statsfinansiella oron har pressat ned marknadens förväntningar om framtida styrräntor såväl i Sverige som internationellt. Även om det finns risker är utgångspunkten i huvudscenariot att saneringen av statsfinanserna inom euroområdet sker under ordnade former, så att de oroligheter som uppstått på de finansiella marknaderna avtar. De nödvändiga budgetåtgärkningarna dämpar visserligen tillväxten på kort sikt, men ger samtidigt på längre sikt en bättre ekonomisk utveckling i de berörda länderna och minskar risken för en ny orosvåg på de finansiella marknaderna. De sämre ekonomiska utsikterna i omvärlden har också lett till att bedömningen av den svenska BNP- och inflationsutvecklingen har justerats ned något på lite sikt jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april. Riksbanken bedömer att det därför kommer ta lite längre tid innan reporäntan är tillbaka på normala nivåer, vilket medfört att räntebanan justerats ned något mot slutet av prognosperioden (se diagram 1:28 och 1:29).

Kommande regleringar på de finansiella marknaderna kan komma att få betydelse för penningpolitiken, till exempel genom att öka bankernas finansieringskostnader och därmed de räntor som hushåll och företag möter.⁵ Det är dock svårt att i dagsläget kvantifiera denna typ av effekter, bland annat eftersom det är oklart exakt vilka regleringar det blir och när i tiden de kommer att införas. Sådana kommande regleringar har därför bara påverkat föreliggande prognos i den mån de redan fått effekter på marknadsräntor eller på annat sätt påverkat beteenden hos institut eller aktörer i det finansiella systemet.

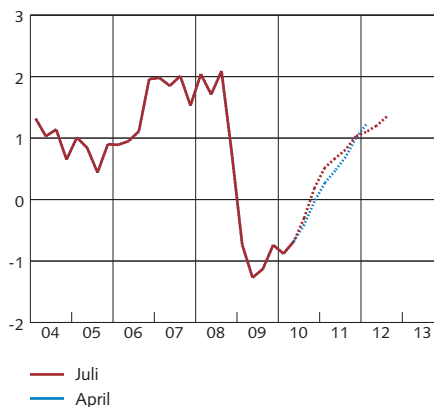
Diagram 1:28. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:29. Real reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



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

Källa: Riksbanken

⁵ Se "Penningpolitik och finansiell stabilitet – några utmaningar framöver", tal av Stefan Ingves, 2010-05-17, Sveriges riksbank.

Huvudsakliga revideringar sedan PPU april 2010

- Prognosen för euroområdet BNP-tillväxt de närmaste åren har reviderats ned till följd av större förväntade finanspolitiska åtstramningar. För resten av världen har endast mindre revideringar gjorts sedan i april, förutom för Japan då ett oväntat starkt utfall första kvartalet har medfört en upprevidering av prognosen i år.
- Prognosen för den genomsnittliga årliga BNP-tillväxten i Sverige är rejält uppreviderad i år. Detta beror främst på ett oväntat starkt utfall för första kvartalet. Under resten av prognosperioden är prognosen för BNP-tillväxten nedreviderad till följd av lägre tillväxt i euroområdet.
- Arbetsmarknaden har utvecklats oväntat starkt sedan i april och arbetslösheten väntas bli lägre även under de närmaste åren jämfört med bedömningen i april.
- Kronan har hittills utvecklats svagare än förväntat men väntas framöver stärkas i en något snabbare takt.
- KPIF-inflationen är nedreviderad under senare delen av prognosperioden till följd av lägre inflation i omvärlden och en något starkare krona.
- KPI-inflationen är något mer nedreviderad än KPIF-inflationen under senare delen av prognosperioden till följd av att reporäntan och därmed hushållens räntekostnader stiger i en något långsammare takt.
- Räntebanan är något uppjusterad under andra halvåret 2010 och första halvåret 2011. Från och med början av 2012 är dock räntebanan nedjusterad.

KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker

Tillväxten i den svenska ekonomin återhämtar sig snabbare än förväntat. Med en successiv höjning av reporäntan bedöms resursutnyttjandet vara ungefär normalt i slutet av prognosperioden samtidigt som inflationen närmar sig 2 procent. En förutsättning för denna utveckling är att återhämtningen i omvärlden fortsätter som förväntat. Om budgetsaneringen i en rad europeiska länder inte genomförs på ett sätt som skapar förtroende hos hushåll, företag och aktörer

på de finansiella marknaderna så kan dock den positiva utvecklingen brytas. En statsfinansiell kris i Europa och oro på de finansiella marknaderna skulle innebära att reporäntan behöver sättas lägre än i huvudscenariot för att motverka att resursutnyttjandet faller och att inflationen blir alltför låg. Om uppgången i den svenska ekonomin blir kraftfullare än i huvudscenariot behöver reporäntan i stället höjas snabbare.

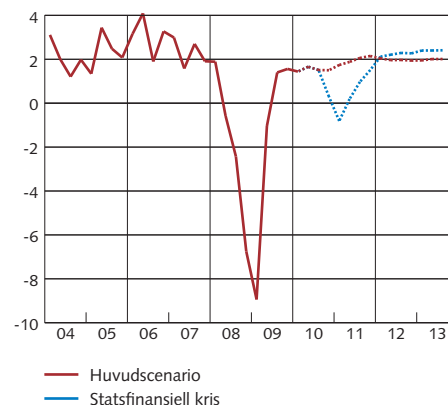
Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra. Det finns en rad omständigheter som kan ge en annorlunda ekonomisk utveckling och därigenom motivera en annan utformning av penningpolitiken än den som förväntas i huvudscenariot. I detta kapitel redovisas två alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen som skiljer sig från huvudscenariot. Det ena är ett negativt scenario där tillväxt och inflation blir lägre än i huvudscenariot, medan det andra är ett positivt scenario där resursutnyttjandet stiger snabbare än i huvudscenariot. Utöver dessa två siffersatta scenarier diskuteras även två andra osäkerhetsfaktorer. Den första rör utvecklingen av bostadspriserna och den andra handlar om att kronans växelkurs kan utvecklas svagare än väntat. Syftet med scenarierna är att belysa den osäkerhet som råder om den framtida utvecklingen och de risker som bedöms vara särskilt viktiga för tillfället. Det finns naturligtvis också en mängd andra osäkerhetsfaktorer. Dessa speglas i osäkerhetsintervallen runt prognoserna i diagram 1:1–1:4 i kapitel 1.

I det första alternativscenariot antas oron på de finansiella marknaderna eskalera, vilket framtvingar ytterligare finanspolitiska åtstramningar i framför allt euroområdet. Tillväxten och efterfrågan i omvärlden blir därmed svagare än i huvudscenariot. Detta får till följd att både resursutnyttjandet och inflationen i Sverige dämpas. Penningpolitiken blir därför betydligt mer expansiv än i huvudscenariot.

Det andra alternativscenariot presenterar vad som skulle hända om uppgången i ekonomin blev snabbare och kraftfullare än vad som har antagits i huvudscenariot. Uppgången drivs framför allt av att hushållen blir mer optimistiska om framtiden och att den inhemska efterfrågan därmed blir högre. Detta, tillsammans med att inflationen stiger, medför att reporäntan höjs i en något snabbare takt.

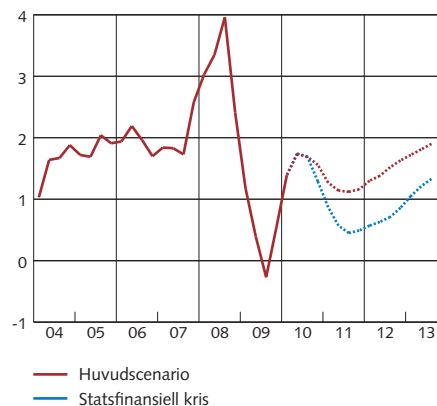
Till sist beskrivs även effekterna av två penningpolitiska handlingsalternativ. I ett första scenario höjs reporäntan snabbare än i huvudscenariot under 2010 och 2011. I det andra scenariot ligger reporäntan kvar på nuvarande nivå till och med fjärde kvartalet 2010 och börjar höjas först under början av 2011.

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



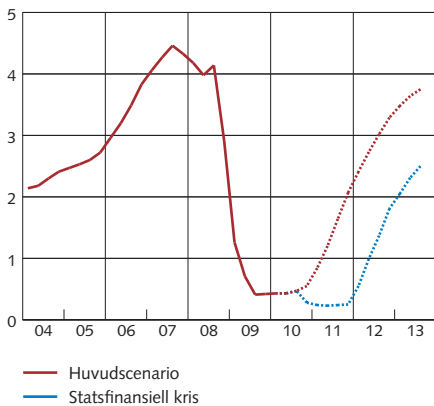
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2:2. KPI i omvärlden
TCW-vägd, årlig procentuell förändring



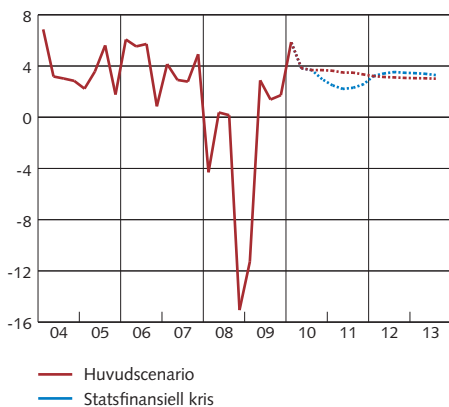
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2:3. Styrrenta i omvärlden
TCW-vägd, procent, kvartalsmedelvärden



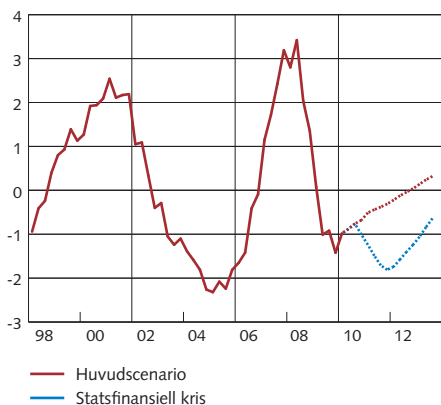
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källa: Respektive lands centralbank och Riksbanken

Diagram 2:4. BNP
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

Diagram 2:5. Timgap
Procentuell avvikelse från HP-trend



Anm. Detta gap ska inte tolkas som Riksbankens samlade bedömning av resursutnyttjandet. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen

■ ■ Statsfinansiell kris i euroområdet⁶

Under våren har oron kring den statsfinansiella situationen i flera europeiska länder vuxit, vilket har fått effekter på de finansiella marknaderna. Bland annat har räntorna på statsobligationer stigit kraftigt för exempelvis Grekland, Spanien och Portugal. Trots att IMF och EU hade enats om ett åtgärdsprogram för Grekland fortsatte oron under våren och i början av maj lanserades ett betydligt mer omfattande program, vilket lugnade marknaderna något. Den ökade pressen från marknaden har fått många länder att vidta ytterligare finanspolitiska åtgärder för att komma till rätta med de statsfinansiella problemen. Det är dock fortfarande oklart om de mest utsatta länderna kommer att kunna övertyga sparare och placerare på de finansiella marknaderna om att de kommer att lyckas genomföra åtstramningarna.

I scenariot "Statsfinansiell kris i euroområdet" antas att osäkerheten om budgetsaneringen i ett antal europeiska länder ökar. Den ökade osäkerheten leder till högre krav på riskersättning från placerarnas sida. Placerarnas mistro tvingar på detta sätt fram ännu större finanspolitiska åtstramningar i euroområdet. Sammantaget leder detta till vad som kan beskrivas som ett "double dip"-scenario där en begynnande återhämtning kommer av sig och ekonomin faller tillbaka i lågkonjunktur. För att lugna marknaderna antas länderna snabbt behöva leva upp till den finanspolitiska åtstramning som EU-kommissionen har föreslagit, vilket för euroområdet som helhet innebär en åtstramning som motsvarar 1,5 procent av BNP under 2011 och 2012. Under de kommande två åren blir BNP-tillväxten i euroområdet lägre än i huvudscenariot, både på grund av den finanspolitiska åtstramningen och genom att tillväxten i privat efterfrågan hålls tillbaka av ökat försiktighetssparande och mer återhållsam kreditgivning. Det låga resursutnyttjandet får även inflationen att falla och ECB ligger kvar med sin låga styrränta under hela nästa år.

Den finansiella oron sprider sig till USA, men där antas ingen ytterligare finanspolitisk åtstramning ske. Däremot får den sämre tillväxten i euroområdet spridningseffekter via minskad efterfrågan på export från USA och andra viktiga svenska handelspartner utanför euroområdet. Scenariot utgår från att länderna lyckas genomföra åtstramningarna, vilket så småningom leder till att stressen på de finansiella marknaderna avtar. Sammantaget blir BNP-tillväxten hos

⁶ Se även fördjupningen "Stora behov att stärka offentliga finanser" i denna rapport.

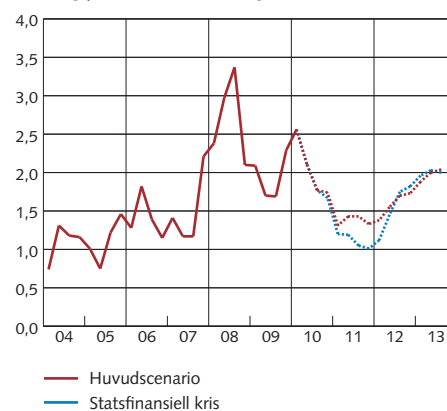
Sveriges viktigaste handelspartner (TCW-vägd omvärld) drygt 1 procentenhet lägre än i huvudscenariot 2011 och endast marginellt lägre 2012. Under 2011 blir KPI-inflationen och styrräntan i omvärlden omkring 0,5 respektive drygt 1 procentenhet lägre än i huvudscenariot. Året därpå blir KPI-inflationen knappt 1 procentenhet lägre än i huvudscenariot och styrräntan knappt 2 procentenheter lägre. Diagram 2:1, 2:2 och 2:3 visar förloppen för omvärldens BNP, KPI och styrränta för både huvudscenariot och alternativscenariot medan tabell A8 återger årsgenomsnittet.

Den internationella finansiella stressen påverkar även finansmarknaderna i Sverige och därmed hushåll och företag. Dessutom innebär den svagare tillväxten i omvärlden att efterfrågan på svenska varor minskar. Tillväxttakten i såväl export som konsumtion och investeringar blir därför lägre än i huvudscenariot. Detta får till följd att läget på arbetsmarknaden försämras och att produktionen faller. Under 2011 blir tillväxten i BNP knappt 1 procentenhet lägre än i huvudscenariot och under 2012 blir den marginellt lägre (se tabell A8). Förloppet för tillväxten i BNP visas i diagram 2:4. Den sämre utvecklingen på arbetsmarknaden får till följd att arbetade timmar faller under 2011. De återhämtar sig dock under 2012 och 2013, och i slutet av prognosperioden är timgapet, mätt som arbetade timmars avvikelse från HP-trend, ungefär minus 0,5 procent (se diagram 2:5).

En svagare efterfrågan i ekonomin gör att företagen blir tvungna att minska sina marginaler, vilket leder till att inflationen blir lägre än i huvudscenariot. Under 2011 blir KPI-inflationen 0,3 procentenhet lägre än i huvudscenariot (se tabell A8). Den svaga efterfrågan tillsammans med det lägre inflationstrycket motiverar att reporäntan följer en betydligt mer expansiv bana än i huvudscenariot. Den sänks snabbt till 0,25 procent och ligger kvar på denna nivå fram till slutet av 2011. Detta innebär att reporäntan blir runt 2 procentenheter lägre än i huvudscenariot under både 2011 och 2012 (se tabell A8). KPI-inflationen blir i snitt 0,8 procentenheter lägre än i huvudscenariot. Det handlar således om en betydligt mer expansiv penningpolitik än i huvudscenariot. Förloppen för inflationen och reporäntan visas i diagram 2:6, 2:7 och 2:8.

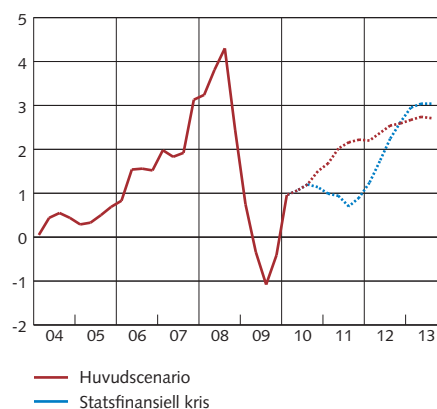
Växelkursen försvagas inledningsvis för att därefter närma sig banan i huvudscenariot, även om den inte återgår till denna fullt ut under prognosperioden (se diagram 2:9). Försvagningen av växelkursen beror inledningsvis på att placerarnas intresse av att hålla tillgångar i svenska kronor minskar när den finansiella oron tilltar, ett fenomen som kännetecknat kronmarknaden under ett antal år.

Diagram 2:6. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



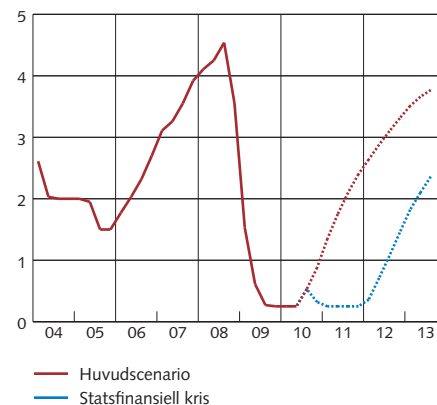
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:7. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

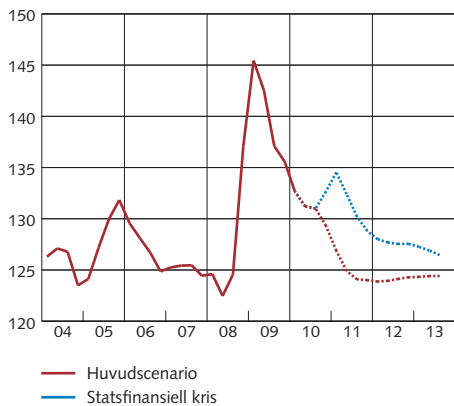


Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:8. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden

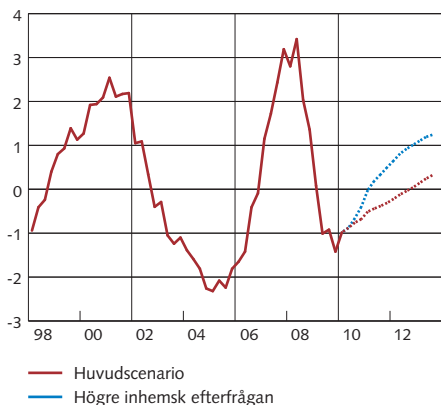


Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källa: Riksbanken

Diagram 2:9. Konkurrensvägd växelkurs, TCW Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden

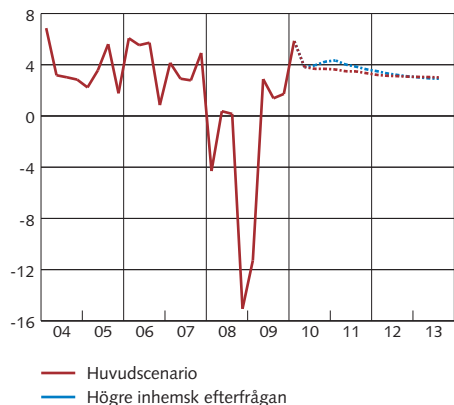
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

Diagram 2:10. Timgap
Procentuell avvikelse från HP-trend

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

Källor: SCB och Riksbanken

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

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Trots att penningpolitiken i detta scenario är mycket expansiv under hela prognosperioden så blir den ekonomiska utvecklingen påtagligt sämre än i huvudscenariot. Detta talar för att det skulle kunna finnas skäl för Riksbanken att komplettera den låga räntan med så kallade okonventionella åtgärder för att ytterligare stabilisera utvecklingen om scenariot faktiskt skulle materialiseras. Det skulle till exempel kunna handla om att Riksbanken erbjuder lån på längre löptider än normalt och accepterar flera typer av säkerheter. Sådana åtgärder skulle kunna mildra de negativa effekterna på resursutnyttjandet och inflationen, men det är svårt att i denna analys kvantifiera vad effekterna av sådana åtgärder skulle kunna bli.

■ ■ Högre inhemsk efterfrågan

Enligt den senaste statistiken har bilden av den svenska ekonomiska utvecklingen ljusnat betydligt. BNP steg kraftigt första kvartalet och Sverige är nu en av de snabbast växande ekonomierna i Europa. Det finns en möjlighet att uppgången i ekonomin kan bli snabbare och kraftfullare än vad som har antagits i huvudscenariot. Hushållens sparkvot är för närvarande på en historiskt hög nivå, och förväntas ligga på en relativt sett hög nivå även i prognosen (se diagram 1:17). I detta scenario antas hushållen bli än mer optimistiska om framtiden och ökar därför sin konsumtion. För att finansiera den högre konsumtionen drar hushållen ned på sitt försiktighetssparande.

Under 2011 blir tillväxten i konsumtionen drygt 2 procentenheter högre än i huvudscenariot och 2012 blir den knappt 0,5 procentenheter högre (se tabell A9). Även investeringarna ökar och under 2011 blir de ungefär 1 procentenhet högre än i huvudscenariot (se tabell A9).

Den högre inhemska efterfrågan ökar sysselsättningen och arbetade timmar blir därmed något högre än i huvudscenariot under hela prognosperioden (se diagram 2:10). Detta, tillsammans med att kapitalstocken blivit något större på grund av de ökade investeringarna, driver upp tillväxten i BNP (se diagram 2:11). Ökningen blir dock måttlig; under 2011 blir tillväxten 0,5 procentenheter högre än i huvudscenariot och 2012 blir den 0,3 procentenheter högre (se tabell A9).

En högre efterfrågan i kombination med att företagen passar på att öka sina marginaler driver upp inflationen. Under 2011 blir KPIF-inflationen nästan 0,5 procentenheter högre än i huvudscenariot (se diagram 2:12 och tabell A9). Det ökade inflationstrycket och den

ökade efterfrågan motiverar att reporäntan höjs mer än i huvudscenariot (se diagram 2:13). Under både 2011 och 2012 blir räntan drygt 0,5 procentenheter högre än i huvudscenariot (se tabell A9). KPI-inflationen blir därmed 0,5 procentenheter högre än annars (se diagram 2:14 och tabell A9). Det faktum att reporäntan stiger mer än KPI-inflationen medför att även realräntan, den nominella räntan deflaterad med KPI-inflationen, blir högre i detta scenario.

Effekten på den nominella växelkursen är liten (se diagram 2:15 och tabell A9). Å ena sidan tenderar den nominella växelkursen att förstärkas på grund av att den reala växelkursen förstärks när den inhemska realräntan blir högre relativt omvärlden (utvecklingen i omvärlden är oförändrad i detta scenario). Men å andra sidan stiger de inhemska priserna mer relativt utlandet, vilket tenderar att försvaga den nominella växelkursen.

■ ■ Stigande bostadspriser och försvagad växelkurs är två andra osäkerhetsfaktorer

Utöver dessa två alternativscenarier finns en rad olika omständigheter som skulle kunna ge en annorlunda ekonomisk utveckling än i huvudscenariot och som skulle kunna påverka utformningen av penningpolitiken.

En sådan risk är förknippad med en överdriven kreditgivning och snabbt stigande bostadspriser. De svenska bostadspriserna har stigit relativt snabbt under en lång period och det finns bedömare som anser att de reala bostadspriserna i dagsläget är högre än vad som är långsiktigt hållbart. Utvecklingen av de reala bostadspriserna kan mycket väl dämpas utan att bostadspriserna behöver falla, till exempel genom att bostadspriserna förblir stabila samtidigt som inflationen fortsätter att ligga kring 2 procent. Men det finns en risk att ökad arbetslöshet och stigande boräntor, till exempel till följd av en fördjupad statsfinansiell kris i Europa som diskuterats ovan, skulle kunna leda till fallande bostadspriser. I fördjupningen "Effekter av ett fall i bostadspriserna" beskrivs vilka ekonomiska konsekvenser det skulle kunna få.

En annan osäkerhetsfaktor är utvecklingen av växelkursen. Värdet på den svenska kronan har varierat kraftigt de senaste åren. I prognosen i huvudscenariot förstärks kronan, vilket bidrar till den låga inflationstakten de närmaste åren. Det kan dock inte uteslutas att kronan kan komma att försvagas. Mindre valutor tenderar att försvagas under perioder av stor osäkerhet på de finansiella marknaderna då marknadsaktörerna väljer att göra sina placeringar i mer säkra och lik-

Diagram 2:12. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

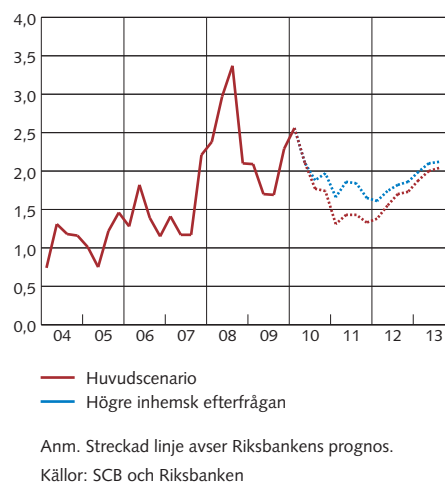


Diagram 2:13. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden

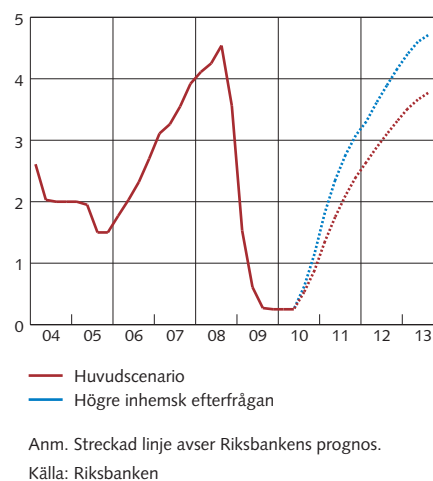


Diagram 2:14. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

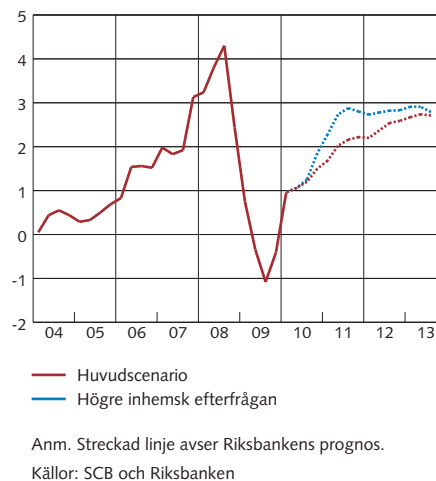
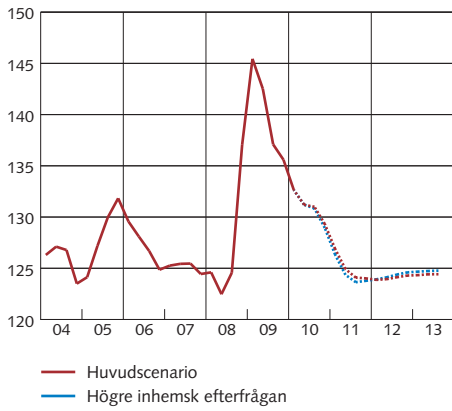


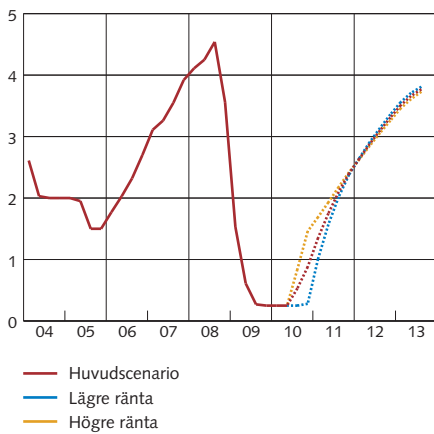
Diagram 2:15. Konkurrensvägd växelkurs, TCW Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

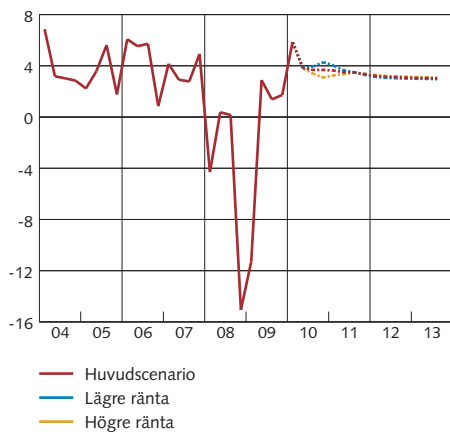
Diagram 2:16. Reporänteantagande Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

Diagram 2:17. BNP
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

vida valutor. En fördjupad finansiell kris i Europa skulle således kunna medföra att kronan åter deprecieras kraftigt. Detta skulle skapa ett högre inflationstryck i Sverige samtidigt som det skulle gynna svensk exportutveckling. I vilken utsträckning Riksbanken reagerar på en försvagning av växelkursen beror på hur varaktig försvagningen bedöms vara. Om den bedöms vara långvarig kommer det att påverka priserna mer än om den förväntas vara tillfällig.

Alternativa scenarier för reporäntan

I detta avsnitt beskrivs vad som skulle kunna hända med den ekonomiska utvecklingen om Riksbanken väljer en annan penningpolitik än vad som antas i huvudscenariot. Detta görs med två alternativa banor för reporäntan som är avsedda att belysa hur den ekonomiska utvecklingen kan påverkas om Riksbanken sätter reporäntan högre respektive lägre än i huvudscenariot.

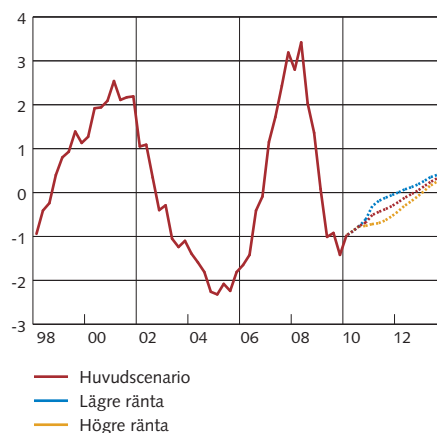
I det första scenariot för Riksbanken en mindre expansiv penningpolitik genom att höja reporäntan med 0,5 procentenheter vid de penningpolitiska mötena i juli och september. Från första kvartalet 2011 närmar sig reporäntan gradvis räntebanan i huvudscenariot (se diagram 2:16 och tabell A10).

Den högre reporäntan får till följd att hushållen konsumerar mindre och att företagen blir mer återhållsamma med sina investeringar än i huvudscenariot. Växelkursen förstärks också mer än annars, vilket bromsar exporten. Den lägre exporten och inhemska efterfrågan dämpar BNP-tillväxten (se diagram 2:17), vilket leder till att efterfrågan på kapital och arbetskraft minskar. I jämförelse med huvudscenariot minskar resursutnyttjandet, mätt som både tim- och produktionsgap, från den i huvudscenariot redan relativt låga nivån (se diagram 2:18 och 2:19). Även lönerna blir därför lägre än i huvudscenariot. Detta får till följd att företagens kostnader minskar och inflationen mätt med både KPI och KPIF blir lägre (se diagram 2:20 och 2:21). KPI-inflationen kommer närmare inflationsmålet 2 procent, men KPIF-inflationen kommer längre ifrån 2-procentsnivån.

I det andra scenariot bedriver Riksbanken i stället en mer expansiv penningpolitik där reporäntan ligger kvar på nuvarande nivå till och med fjärde kvartalet 2010. Reporäntan börjar inte höjas förrän första kvartalet 2011 och är tillbaka på huvudscenariots räntebana i slutet av 2011 (se diagram 2:16 och tabell A11).

Den lägre reporäntan stimulerar BNP-tillväxten (se diagram 2:17). I jämförelse med huvudscenariot bidrar den lägre reporäntan till att hushåll och företag vill konsumera respektive investera mer. Detta medför i sin tur att resursutnyttjandet stiger och både tim- och produktionsgap sluts tidigare än i huvudscenariot (se diagram 2:18 och 2:19). Den ökade efterfrågan gör att produktionen växer snabbare än i huvudscenariot och driver upp efterfrågan på bland annat arbetskraft. Lönerna stiger också snabbare vilket ökar produktionskostnaderna. Företagen låter de högre kostnaderna slå igenom i konsumentledet och inflationen blir därför högre än i huvudscenariot (se diagram 2:20 och 2:21). Det är dock inte bara högre inhemska produktionskostnader som bidrar till den högre inflationen. Den lägre reporäntan leder till att växelkursen försvagas jämfört med huvudscenariot, vilket ger ett högre inflationstryck via högre importpriser. KPI-inflationen hamnar i detta alternativ längre från inflationsmålet 2 procent, medan KPIF-inflationen kommer närmare 2-procentsnivån.

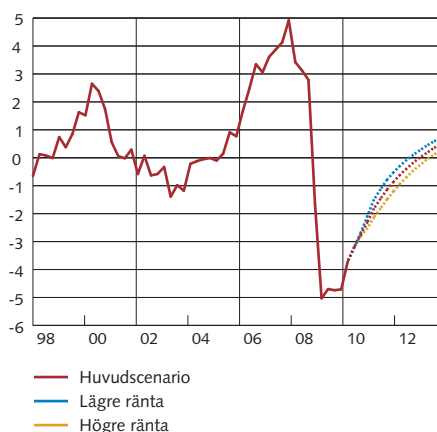
Diagram 2:18. Timgap
Procentuell avvikelse från HP-trend



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

Källor: SCB och Riksbanken

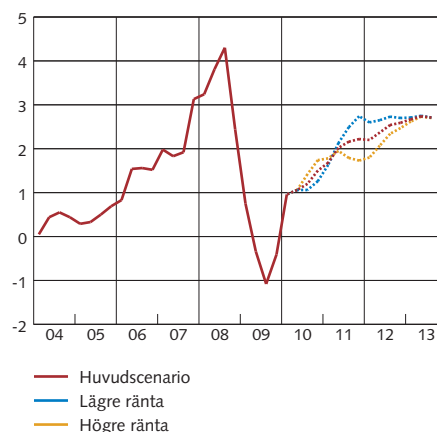
Diagram 2:19. Produktionsgap (BNP)
Procentuell avvikelse från HP-trend



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

Källor: SCB och Riksbanken

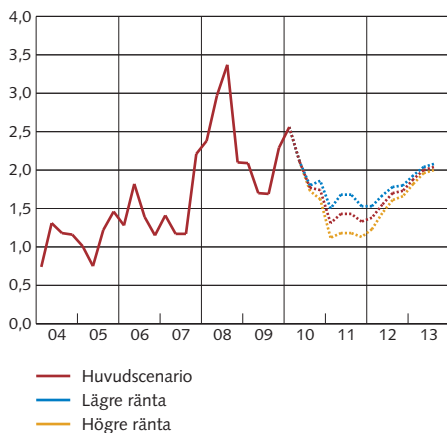
Diagram 2:20. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:21. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

De två räntescenarierna syftar till att belysa effekterna av en alternativ penningpolitik. Det är dock ingen enkel fråga att avgöra vilken räntesättning som sammantaget kan anses ge den bästa ekonomiska utvecklingen. Riksbanken bedriver vad som kallas en flexibel inflationsmålpolitik. Det innebär att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen kring målet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor.

En lägre ränta inrymmer risker för överhettningstendenser och flaskhalsproblem längre fram i tiden. Visserligen tyder inte de redovisade måtten på resursutnyttjandet på några överhettningstendenser, men dessa mått är mycket osäkra. Tillväxten är för närvarande hög, sysselsättningen har vid upprepade tillfällen överraskat positivt och förtroendeindikatorerna är genomgående starka. Sammantaget innebär detta att resursutnyttjandet kan komma att stiga snabbare än vad de redovisade måtten visar. Till bilden hör också att bostadspriser och hushållens skuldsättning har ökat påtagligt under en lång period. En kraftig korrigerings nedåt av bostadspriserna är av allt att döma i dagsläget osannolik, men en fortsatt kraftig ökning i priser och skuldsättning innebär en ökad risk för ett prisfall längre fram. Fallande bostadspriser skulle kunna få stora negativa konsekvenser för samhälls-ekonomi, se fördjupningen "Effekter av ett fall i bostadspriserna".

En högre ränta betyder å andra sidan att återhämtningen riskerar att bli onödigt utdragen. Produktionsbortfallet under hösten 2008 och inledningen av 2009 var mycket stort och tillgänglig information tyder på att det ännu finns ganska gott om lediga resurser i ekonomi. Inflationstrycket är också måttligt eftersom löneökningstakten har fallit och produktivitetstillväxten har börjat stiga. Mot en högre räntebana talar också de risker som finns kring den statsfinansiella utvecklingen i ett antal europeiska länder.

Den räntebana som presenteras i huvudscenariot försöker balansera dessa olika risker och bedöms sammantaget vara den penningpolitik som för närvarande är väl avvägd.

■ KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin

Den svenska arbetsmarknaden fortsätter att förbättras och BNP växer. Det säsongsrensade BNP-förloppet visar nu att den svenska ekonomin har växt kontinuerligt sedan ungefär ett år tillbaka. I Asien är tillväxten stark och återhämtningen fortsätter i USA. Utvecklingen i världen är nu något mer tudelad, genom att tillväxten är hög i vissa delar av världen medan den i framför allt euroområdet är fortsatt svag. I många länder i världen som till exempel Kina, Norge, Brasilien och Australien har man nu börjat dra tillbaka stimulansåtgärder och höja styrräntan. I euroområdet brottas man i stället med statsfinansiella problem och har återinfört en del av de penningpolitiska åtgärder som tidigare avvecklats. Den stats-

finansiella situationen i flera av de europeiska länderna har också medfört att en rad finanspolitiska åtstramningspaket antagits, som till en början kommer att dämpa tillväxten inom euroområdet. De finansiella marknaderna har sedan årsskiftet främst präglats av oro för de offentliga finanserna i högt skuldsatta länder. Oron på de finansiella marknaderna har medfört att investeringar i riskfyllda tillgångar har avtagit, till förmån för dem med lägre risk. Detta har inneburit att intresset för svenska statspapper ökat men samtidigt att kronan försvagats då den troligen inte anses vara tillräckligt likvid. Den svenska finansiella marknaden har i viss utsträckning påverkats av den tilltagande oron, men har ändå under perioden fungerat ganska väl.

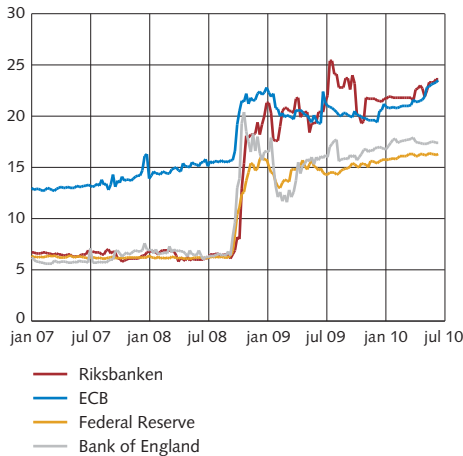
■ Oro på finansiella marknader

Under våren har de finansiella marknaderna präglats av oro för växande statskulder och stora budgetunderskott i främst de sydeuropeiska euroländerna. Detta har även avspeglats i ökade riskpremier på riskfyllda tillgångar. Det har också förekommit tecken på att vissa delmarknaders funktionssätt har försämrats. Speciellt marknaderna för dollarfinansiering har varit ansträngda med stigande kostnader och tydliga tecken på lägre likviditet. Då de finansiella marknaderna är mycket integrerade har även de svenska marknaderna påverkats av den senaste tidens turbulens. Sunda statsfinanser har gynnat svenska riskfria tillgångar vilket lett till kraftigt sjunkande svenska statsobligationsräntor under våren. Mer riskfyllda tillgångar har dock även i Sverige drabbats av stigande riskpremier men inte i samma utsträckning som i de krisdrabbade länderna.

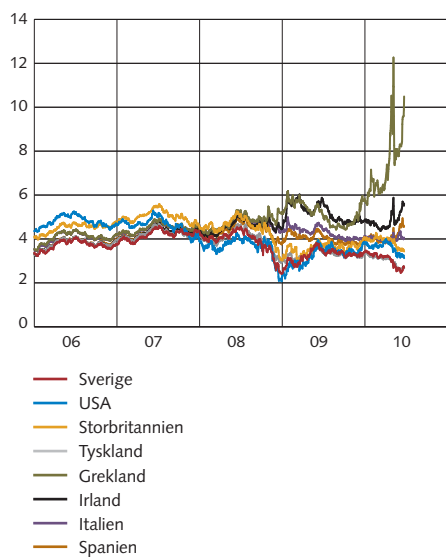
■ Skuldskris i fokus

Osäkerhet om hur stora exponeringar den europeiska banksektorn har mot högt skuldsatta länder och risk för dolda förluster har bidragit till ökad nervositet och misstro på marknaden. Oron accelererade i och med att Grekland fick svårigheter att låna på den internationella obligationsmarknaden. I början av maj tvingades Grekland ta internationell hjälp från EU och IMF. Som motkrav måste Grekland genomföra betydande budgetförstärkningar under de kommande åren. I mitten av maj enades euroländerna och IMF om ett stödpaket omfattande 720 miljarder euro till alla de euroländer som inte kan finansiera sig via kapitalmarknaden.⁷ Stödpaketet omfattar tre olika delar. European Financial Stability Facility omfattar 440 miljarder euro och innebär en

⁷ Se fördjupningen "Nytt krispaket i EU" i Finansiell stabilitetsrapport, 2010:1 för en mer detaljerad beskrivning av stödpaketets olika delar.

Diagram 3:1. Centralbankers balansomslutning
Procent av BNP

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

Diagram 3:2. Statsobligationsräntor i olika länder
Procent

Anm. Statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.

Källa: Reuters EcoWin

möjlighet för länder som inte kan marknadsfinansiera sig att låna via denna facilitet som garanteras av de medlemsländer i eurosamarbetet som själva inte är i behov av stöd. Samtidigt öppnas den existerande EU-nödfonden (Balance of Payment Facility), som tidigare använts för att hantera betalningsproblem för EU-länder utanför euroområdet, även för länder inom euroområdet. I denna facilitet finns ytterligare 60 miljarder euro att tillgå i krishantering. Därutöver förväntas IMF bidra med 220 miljarder euro.

Ett flertal länder inom euroområdet har nu tidigare lagt eller förtydligat sina planer på en stramare finanspolitik. Bland annat har Portugal, Grekland och Spanien beslutat om lönesänkningar inom offentlig sektor samt vissa skatthöjningar. Tyskland och Italien har presenterat besparingsplaner för att åtminstone nå ett budgetunderskott om högst 3 procent av BNP 2012–2013. I samband med detta har även ECB agerat och köpt statsobligationer på andrahandsmarknaden. Sammantaget har ECB:s balansräkning ökat till följd av detta men ökningen är modest jämfört med ökningen under den finansiella krisen hösten 2008 (se diagram 3:1). ECB har även återinfört en del lånefaciliteter som man avvecklat under våren 2010.

De åtgärder som ECB, EU, IMF och enskilda länder vidtagit under maj och juni har bidragit till att dämpa oron på de finansiella marknaderna. Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, har förnyat swapavtalen med bland andra ECB, vilket har inneburit att svårigheten med att få finansiering i dollar avtagit på de finansiella marknaderna.

■ ■ Skuldtyngda länder drabbas av stigande marknadsräntor

De krisdrabbade europeiska länderna har sedan april drabbats av stigande statsobligationsräntor. Särskilt i Grekland har uppgången varit dramatisk men även i länder som Portugal, Spanien och Irland har uppgångarna varit stora. I länder som inte lider av lika akuta skuldproblem – till exempel Tyskland och USA – har däremot statsobligationsräntorna sjunkit. Detta är en följd av att marknadsaktörer och investerare flytt från statsobligationer som inte längre upplevs vara lika säkra till tryggare placeringar (se diagram 3:2).

■ ■ Riskpremierna stiger men inte som under hösten 2008

Den ökade misstron och osäkerheten om motpartsrisk har bland annat visat sig i stigande riskpremier på interbankmarknaden. Detta syns tydligt i tremånaders basis-spreaden, det vill säga skillnaden mellan interbankräntan och den förväntade styrräntan, som steg under senare delen av april och maj på euromarknaden (se diagram 3:3). I USA har uppgången i basis-spreaden varit ännu mer markerad vilket bland annat speglar ett minskat utbud av dollar. Basis-spreaden har också stigit i andra länder som i Storbritannien och Sverige på grund av den nära kopplingen mellan olika finansiella institut. Nivåerna är dock alltså låga jämfört med dem som rådde under perioden efter Lehman Brothers konkurs hösten 2008.

■ ■ Breda nedgångar på aktiemarknaderna och svagare krona

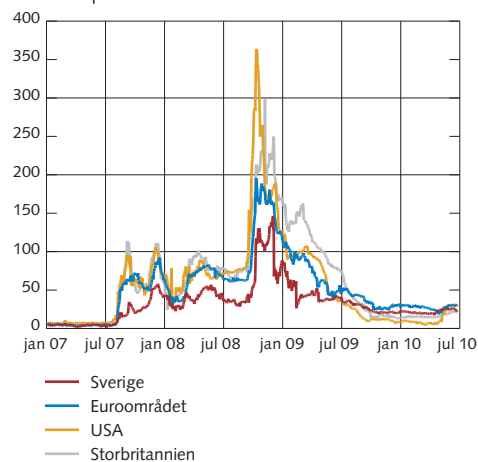
Den tilltagande oron för de offentliga finanserna i Europa har också gjort avtryck på aktiemarknaden. De olika åtstramningsåtgärder som har börjat vidtas i olika delar av världen, framför allt i Kina, har också påverkat aktiemarknaden negativt. Kurserna har sjunkit och volatiliteten har stigit (se diagram 3:4). På valutamarknaderna har speciellt euron försvagats kraftigt till följd av skuldcrisen i Europa. Även mindre valutor som den svenska kronan har försvagats mot större valutor som den amerikanska dollarn och den japanska yenen, som anses vara mer "säkra" och likvida. Den svenska kronans utveckling har varit mycket volatil och kronan har sedan den penningpolitiska uppföljningen i april försvagats i TCW-termer (se diagram 1:12).

■ ■ Förnyade åtgärder från den europeiska centralbanken

Mot bakgrund av förnyad oro på de finansiella marknaderna har ECB behövt återinföra en del av de krisåtgärder som tidigare hade avvecklats. ECB har förnyat swapavtalet med Federal Reserve och erbjuder nu åter regelbundet lån i dollar till bankerna. Vid samma tillfälle återinfördes även lånefaciliteten i euro med längre löptider om tre och sex månader med full tilldelning. Dessa faciliteter hade avvecklats tidigare i år men återinfördes för att underlätta bankernas möjlighet att få tag på finansiering. ECB införde samtidigt en ny facilitet för köp av både privata och statliga obligationer på andrahandsmarknaden. Köpen syftar framför allt till att stimulera marknader som inte fungerar tillfredsställande. I början av maj avskaffades också kravet på kreditbetyg på säkerheter i ECB:s faciliteter för grekiska statspapper. Å andra sidan har man höjt det värderingsavdrag som görs när grekiska statspapper lämnas som säkerhet för lån i ECB.

Riksbanken har fortsatt arbetet med att avveckla de extraordinära åtgärder som infördes under hösten 2008. Från och med maj har lån till rörlig ränta med 3 och 6 månaders löptid upphört. I stället erbjuder Riksbanken lån med 28-dagars löptid där banker till en kostnad fastställd av Riksbanken får möjlighet att fortsätta låna i Riksbanken. Auktionerna på dessa kommer att hållas ungefär var fjärde vecka till dess att det sista av Riksbankens tre stora lån till fast ränta förfaller i oktober. Dessa lån ger bankerna en möjlighet att refinansiera delar av Riksbankens tre stora lån till fast ränta som förfaller under sommaren och hösten.

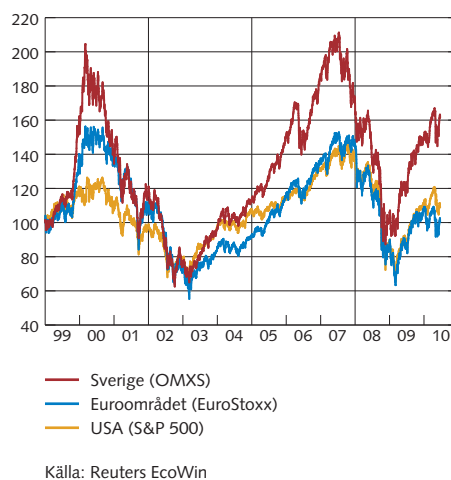
Diagram 3:3. Skillnad mellan interbankräntor och förväntade styrräntor (Basis-spread)
Räntepunkter



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

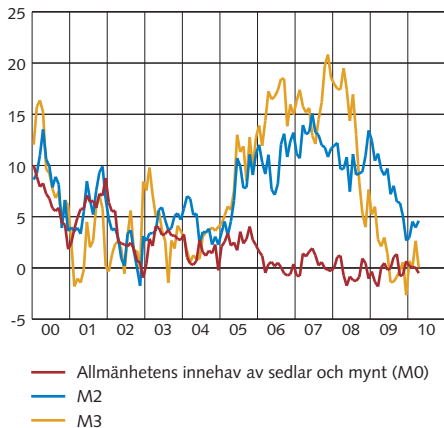
Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram 3:4. Börsutveckling
Index, 1999-01-04 = 100



Källa: Reuters EcoWin

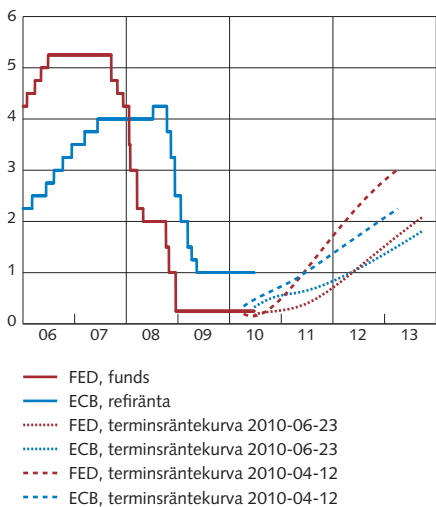
Diagram 3:5. Penningmängd
Årlig procentuell förändring



Anm. M2 är lika med allmänhetens innehav av sedlar och mynt (M0) samt bankinlåning. M3 består av M2 och repor, andelar i penningmarknadsfonder och skuldförbindelser med en löptid upp till två år.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:6. 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

■ ■ Centralbankernas balansräkningar och penningmängden i Sverige

Centralbankernas balansräkningar reflekterar ännu inte de avslutade åtgärderna (se diagram 3:1) och är fortsatt höga som andel av BNP. Värdet på centralbankernas balansräkningar beror främst på två faktorer: tillgångar som förvärvats under krisen i stödköpsprogram samt likviditetsstödande åtgärder i form av lån till banker. För Riksbankens del tillkommer även förstärkningen av valutareserven under fjolåret som en förklarande faktor. Tillgångar köpta i stödköpsprogrammen kommer att finnas kvar på centralbankernas balansräkningar tills de antingen förfaller eller avyttras. De likviditetsstödande åtgärderna försvinner från balansräkningarna vartefter lånen förfaller.

För Riksbankens del innebär detta att balansräkningen successivt krymper när framför allt lånen till fast ränta förfaller. Det kommer att synas i storleken på den monetära basen som förväntas minska till följd av detta. Penningmängden mätt i utestående sedlar och mynt (M0) har i stort sett varit oförändrad under 2010 (se diagram 3:5). Den årliga tillväxten i penningmängden mätt som M2, där också bankinlåning ingår, uppgår till cirka 4 procent och har successivt fallit tillbaka under 2009 på grund av det låga ränteläget. Det bredaste penningmängdsmåttet M3, som även inkluderar olika typer av värdepapper, har varit i stort sett oförändrat under det senaste året.⁸ Skillnaden i utvecklingen av M2 och M3 beror i hög grad på ett minskat intresse för penningmarknadsinstrument sedan 2009.

■ ■ Förväntningar om höjd styrränta i Sverige men inte i omvärlden

Till följd av skuldskrisen i Sydeuropa och tilltagande oro över konjunkturutvecklingen har de penningpolitiska förväntningarna generellt sjunkit i de flesta länder under våren. Förväntningarna om första höjningstillfället har flyttats fram i bland annat euroområdet och USA (se diagram 3:6). I Sverige har de penningpolitiska förväntningarna sjunkit på längre sikt, men på kort sikt indikerar prissättningen av räntederivat en hög förväntad sannolikhet för en höjning med 25 räntepunkter i juli i år. Prissättningen indikerar även räntehöjningar under resten av 2010 som i stort sett överensstämmer med Riksbankens ränteprognos (se diagram 3:7). De penningpolitiska förväntningarna på längre sikt har dock fallit i Sverige, liksom i Europa och USA. Detta är sannolikt en konsekvens av risken för negativa effekter på den europeiska tillväxten i kölvattnet av den statsfinansiella krisen.

⁸ Ett praktiskt problem vid beräkningen av M3 är att räntebärande värdepapper kan säljas vidare på en andrahandsmarknad. Därför är det omöjligt för utgivarna av de räntebärande värdepappren att veta hur stor del av deras skuldstock som innehas av svensk allmänhet. Som approximation används därför värdepapper emitterade av svenska monetära och finansiella institut (MFI) i SEK minus svenska MFIs egna innehav av dessa värdepapper.

■ ■ Penningpolitiska förväntningar i Sverige avviker från Riksbankens reporäntebana på sikt

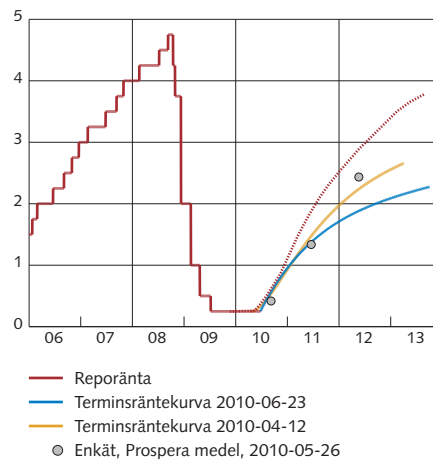
Penningmarknadens förväntningar är enligt Prosperas enkät lägre än Riksbankens ränteprognos på ett respektive två års sikt (se diagram 3:7). Marknadssprissättningen i form av terminsräntorna visar på en långsammare ökningstakt för reporäntan än vad enkätsvaren enligt Prospera indikerar. Terminsräntornas låga nivå kan dock påverkas av andra faktorer, som exempelvis stora förändringar i riskpremier, vilka är svåra att kvantifiera.

Att förväntningarna om den framtida reporäntan är lägre än Riksbankens reporäntebana kan bero på att marknadens aktörer och Riksbanken har olika syn på den ekonomiska utvecklingen och/eller olika syn på hur den penningpolitiska transmissionsmekanismen fungerar. Penningmarknadsaktörernas förväntningar om den ekonomiska tillväxten enligt Prosperaenkäten är exempelvis lägre än Riksbankens bedömning av tillväxten. Enligt Prosperas undersökning från juni väntas BNP-tillväxten i Sverige bli cirka 2,2 procent på två års sikt och 2,5 procent på fem års sikt, medan Riksbankens bedömning är att BNP-tillväxten blir cirka 3,3 procent på två års sikt. Däremot är inflationsförväntningarna på ett, två och fem års sikt i linje med Riksbankens prognos för inflationen.

Riksbanken har sedan i februari 2007 publicerat sina reporänteprognoser i de penningpolitiska rapporterna. Diagram 3:8 visar den genomsnittliga avvikelserna över prognosperioden mellan de 18 första prognoserna och marknadens förväntningar enligt terminsräntor efter varje publicering. Som framgår av diagrammet har avvikelserna blivit större sedan den finansiella krisen bröt ut, men sett över hela perioden sedan 2007 verkar det inte finnas någon systematisk avvikelse åt något håll. Den genomsnittliga avvikelserna för hela perioden är ungefär noll.

Även om de penningpolitiska förväntningarna och Riksbankens räntebana skiljer sig åt i nominella termer skulle de reala penningpolitiska förväntningarna och Riksbankens realränteprognos kunna vara samstämmiga.⁹ Så är dock inte fallet nu. I såväl nominella som reala termer är marknadens förväntade reporänta lägre än Riksbankens reporäntebana. I diagram 3:9 redovisas Riksbankens prognos för realräntan i jämförelse med ett indikativt mått på de reala marknadsförväntningarna i enlighet med terminsprissättningen.¹⁰ Den reala reporäntan är för närvarande negativ, och enligt Riksbankens prognos förväntas den bli positiv i slutet av detta år för att sedan gå mot ungefär 2 procent, vilket motsvarar Riksbankens bedömning för den långsiktiga nivån på den reala reporäntan.¹¹

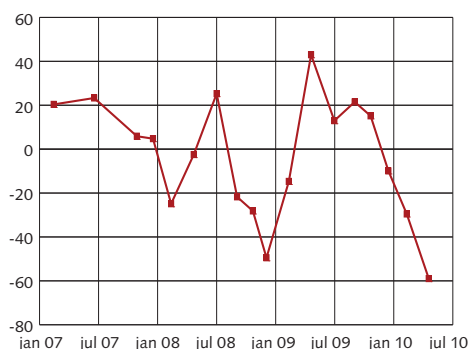
Diagram 3:7. Penningpolitiska förväntningar i Sverige enligt penningmarknadens aktörer
Procent



Anm. Terminsräntorna har justerats för riskpremier och beskriver då förväntad dagslåneränta. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Reuters EcoWin, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

Diagram 3:8. Genomsnittliga avvikelser mellan terminsräntor och hela reporäntebanan
Räntepunkter



Anm. Varje punkt motsvarar den genomsnittliga skillnaden mellan reporäntebanans tolv observationer och terminsräntor på motsvarande horisont. Terminsräntorna, som har justerats för riskpremier, avser stängningskurser samma dag som publiceringen av Riksbankens räntebana.

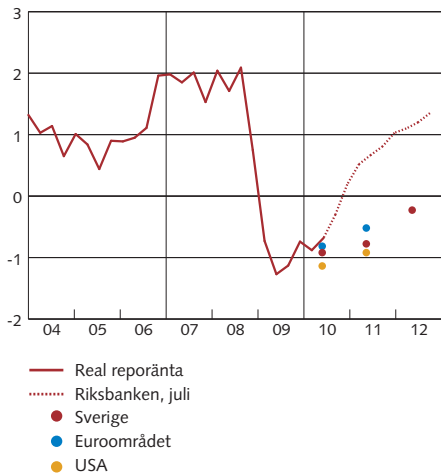
Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

⁹ Den reala räntan definieras som nominell ränta minus förväntad inflation.

¹⁰ Beräkningarna av de reala marknadsförväntningarna bör ses som indikativa på grund av svårigheten med exakta beräkningar av framför allt inflationsförväntningarna.

¹¹ Se fördjupningen "Vad är en normal reporänta?" i Penningpolitisk rapport, februari 2010, för en diskussion av en normal nivå på reporäntan. Se även B. Lagerwall, "Realräntan i Sverige", *Ekonomiska kommentarer* nr 5, 2008, Sveriges riksbank, för en diskussion av reala räntor.

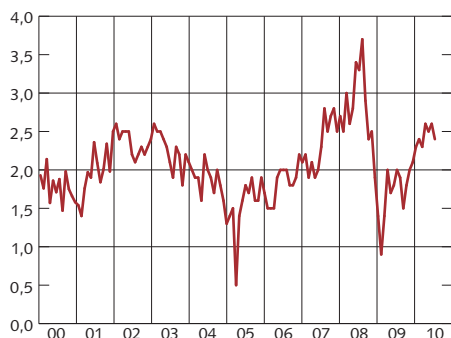
Diagram 3:9. Indikativa reala styrränteförväntningar i Sverige, USA och euroområdet
Procent



Anm. Reala styrränteförväntningar har beräknats genom att subtrahera enkätbaserade mått på inflationsförväntningar från nominella terminsräntor för motsvarande tidsperiod. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: ECB Survey of Professional Forecasters, Philadelphia Fed Survey of Professional Forecasters, Reuters EcoWin, TNS Sifo Prospera och Riksbanken

Diagram 3:10. Hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt
Procent



Källa: Konjunkturinstitutet

Som framgår av diagram 3:9 förväntar sig marknadsaktörerna lägre realräntor än Riksbanken framöver, med fortsatt negativ realränta under 2012. Ur ett historiskt perspektiv är negativ realränta under två år, som blir fallet med Riksbankens prognos, mycket ovanligt. Marknadsförväntningarna innebär en negativ realränta under 4 år, vilket är svårt att motivera med utgångspunkt ifrån marknadsförväntningar om BNP-tillväxt och inflation. En förklaring till de låga ränteförväntningarna kan vara att de är tillbakablickande och har påverkats av det senaste årets mycket låga ränta.

Även i omvärlden är den reala räntan för närvarande låg. I både USA och euroområdet är den negativ och förväntas enligt marknadsaktörerna att förbli negativ under det kommande året (se diagram 3:9). Att förväntningarna om den reala räntan sjunkit i omvärlden beror sannolikt på den ökade osäkerheten om den makroekonomiska utvecklingen i framförallt euroområdet och vilka spridningseffekter denna kommer att få. Detta har troligen även påverkat marknadsaktörernas förväntningar på realräntan i Sverige.

Skillnaden mellan Riksbankens reporäntebana och de penningpolitiska förväntningarna, både nominellt och reallt, bedöms vara tillfällig och kan antas minska i takt med att Riksbanken höjer räntan och att marknadsaktörerna blir mindre osäkra om den ekonomiska utvecklingen framöver.

■ ■ Inflationsförväntningarna i linje med inflationsprognosen

Hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt sjönk från 2,6 procent i maj till 2,4 procent i juni enligt Konjunkturinstitutets hushållsbarmeter (se diagram 3:10). Prosperas undersökning från juni visar att inflationsförväntningarna hos samtliga tillfrågade på ett års sikt är 1,5 procent, på två års sikt 2,0 procent och på fem års sikt 2,2 procent (se diagram 3:11). Förväntningarna är ungefär i linje med Riksbankens prognos för KPI. Detta visar att förtroendet för Riksbankens inflationsmål är fortsatt starkt, trots att respondenternas förväntningar om reporäntan är lägre än Riksbankens reporäntebana.

■ ■ Stark tillväxt i Asien och Sydamerika driver världsekonomin

Återhämtningen i världsekonomin fortsatte under början av året. Det gav avtryck i världshandeln som fortsatte att stiga. Redan i slutet av februari hade världshandeln återhämtat det mesta av det kraftiga fall som ägde rum i slutet av 2008 (se diagram 3:12). Tillväxtekonomierna i Asien växte under årets första kvartal med över 10 procent uppräknat till årstakt. Ytterligare en stor tillväxtekonomi är Brasilien vars BNP växte med strax över 11 procent uppräknat till årstakt under det första kvartalet. Det finns nu risk för överhettningar i vissa tillväxtekonomier och en del ekonomisk-politiska åtstramningsåtgärder har redan vidtagits, exempelvis i form av styrräntehöjningar i Brasilien och Indien. Sammantaget väntas därför en något lägre tillväxt i tillväxtekonomierna framöver, något som också bekräftas av industriproduktionens utveckling samt av indikatorer i form av till exempel inköpschefsindex som på de flesta håll fallit tillbaka något under de senaste månaderna.

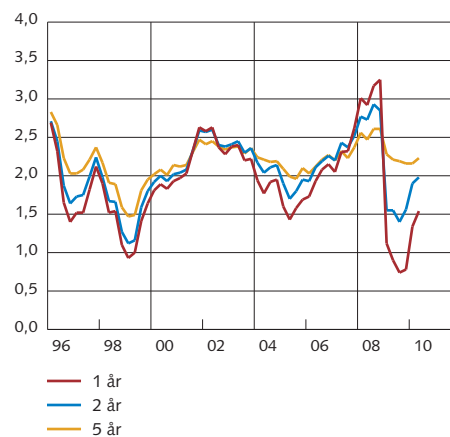
Utvecklingen i tillväxtekonomierna bidrog till en hög BNP-tillväxt i Japan under årets första kvartal på 5 procent uppräknat till årstakt (se diagram 3:13). Tillväxten i Japan väntas dock mattas av något. Det indikeras bland annat av inköpschefsindex, som visserligen pekar på en fortsatt stark tillväxt inom tillverkningsindustrin, men en försvagning av tjänstesektorn.

■ ■ Utvecklingen i euroområdet understöds av utvecklingen i Asien men stora finanspolitiska åtstramningar väntar

I euroområdet är det exporten som visar på den starkaste återhämtningen, understödd av den högre efterfrågan från tillväxtekonomierna (se diagram 3:14). Exporten utgjorde det viktigaste bidraget till den ytterst modesta BNP-tillväxten på 0,8 procent uppräknat till årstakt under årets första kvartal (se diagram 3:13). Både hushållens konsumtion och investeringarna föll under första kvartalet. Det var således ingen bred uppgång som föranledde den svagt positiva tillväxten i BNP för euroområdet.

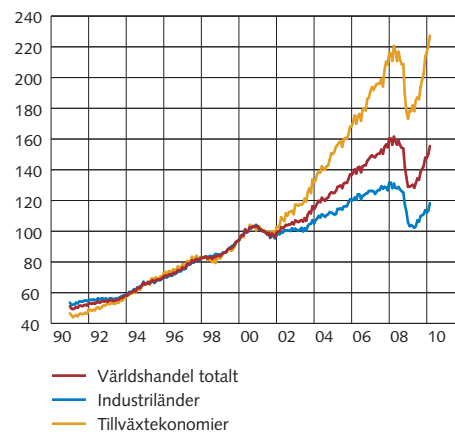
Industriproduktionen i euroområdet fortsatte att stiga i april jämfört med månaden före, vilket indikerade en stark inledning på andra kvartalet för tillverkningsindustrin. Inköpschefsindex ligger över den nivå som pekar mot stigande produktion även om också detta index fallit tillbaka något de senaste månaderna (se diagram 3:15). Tillväxten i euroområdet hålls främst tillbaka av utvecklingen i den inhemska konsumtionsefterfrågan som är fortsatt låg. Detaljhandeln har fortsatt att utvecklas svagt och hushållens förtroende är fortfarande på en relativt låg nivå. Osäkerheten inför framtiden är stor, framför allt med avseende på framtida finanspolitiska åtstramningar, och förväntningsindikatorerna har fallit tillbaka något.

Diagram 3:11. Inflationförväntningar på 1, 2 och 5 års sikt, samtliga aktörer
Procent



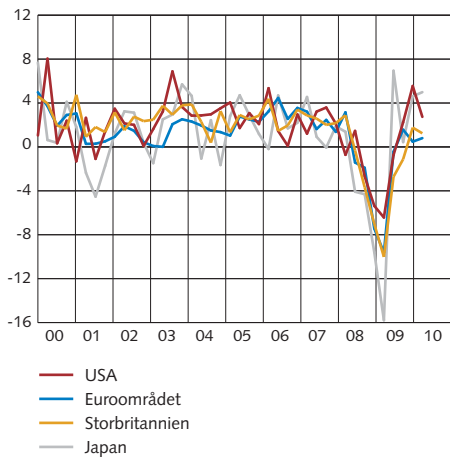
Källa: TNS SIFO Prospera

Diagram 3:12. Världshandelsvolym
World trade monitor index, 2000 = 100, säsongrensade data



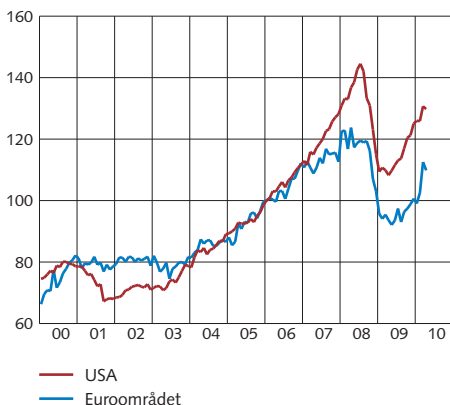
Källa: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Diagram 3:13. BNP internationellt
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



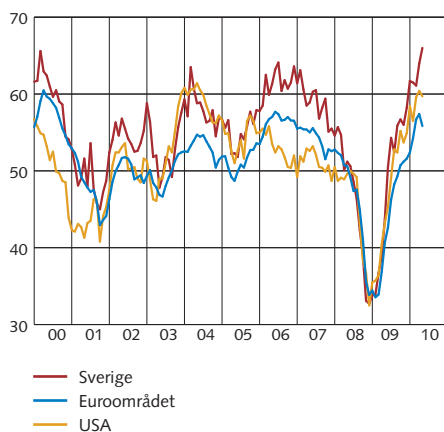
Källor: Bureau of Economic Analysis, Cabinet Office Japan, Eurostat och Office for National Statistics

Diagram 3:14. Export
Index, januari 2006 = 100, säsongrensade data



Källor: Eurostat och US Department of Commerce

Diagram 3:15. Inköpschefsindex i tillverkningsindustrin
Index över 50 indikerar tillväxt



Källor: Institute for Supply Management, Markit Economics och Swedbank

Det har länge stått klart att flera länder inom euroområdet står inför betydande utmaningar när det gäller att strama åt finanspolitiken de kommande åren. Detta krävs för att klara räntebetalningar och stigande utgifter för bland annat en åldrande befolkning utan att skulderna skjuter i höjden. De redan ansträngda offentliga finanserna försämrades ytterligare när utgifterna ökade och intäkterna sjönk i samband med finanskrisen. I spåren av ökad marknadsoro kring utsikterna för andra högt skuldsatta länder har ett flertal länder inom euroområdet tidigare eller förtydligat sina planer på en stramare finanspolitik. Förväntningar om en stramare finanspolitik i kombination med ökad finansiell oro kan dämpa förväntningarna hos hushåll och företag och hålla tillbaka återhämtningen i euroområdet på kort sikt. En trovärdig konsolidering av de offentliga finanserna kan bidra till att motverka detta då det förväntas ge positiva effekter på lite längre sikt.

■ ■ Högt förtroende och något högre tillväxt i övriga Europa

I Storbritannien steg BNP under årets första kvartal med 1,2 procent uppräknat till årstakt, främst till följd av ökade investeringar (se diagram 3:13). Den försvagning av pundet som ägt rum under den globala konjunkturedgången har gynnat Storbritanniens konkurrenskraft. Trots att kraftiga finanspolitiska åtstramningar väntar också i Storbritannien så ligger hushållens förtroende på en historiskt sett hög nivå, även om det har dämpats något de senaste månaderna. Inom industrin har man blivit alltmer optimistisk om framtiden och industriproduktionen har fortsatt att stiga. Sammantaget framträder en bild av en kvartalstillväxt som på kort sikt visserligen är återhållen men som är högre än den i euroområdet.

I Norge har konjunkturen redan vänt, men BNP-utfallet för det första kvartalet var oväntat svagt: en nedgång med 0,5 procent uppräknat till årstakt. I Danmark var däremot BNP-tillväxten hela 2,6 procent första kvartalet. Utvecklingen av industriproduktion och konfidsensindikatorer pekar mot en stabil återhämtning i såväl Norge som Danmark, med en BNP-tillväxt någonstans mellan den i euroområdet och den något starkare tillväxten i Storbritannien.

■ ■ USA växer oberoende av Europa

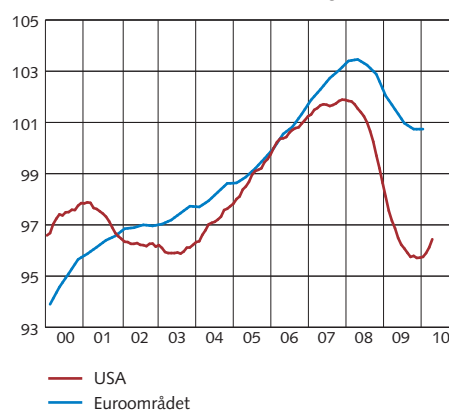
Den dämpade utvecklingen i Europa har åtminstone hittills fått små effekter på den amerikanska ekonomin. Under början av året har exporttillväxten till EU minskat, men det har kompenseras av en ökad tillväxt i exporten till Asien och Sydamerika. Under det första kvartalet steg BNP med 2,7 procent uppräknat till årstakt (se diagram 3:13). Både hushållens konsumtion och ökade lager bidrog till tillväxten. Hushållens konsumtion ökade i maj. Avslutade statliga subventioner vid köp av vitvaror bidrog tillfälligt till fallande detaljhandel i maj. Konsumentförtroendet steg dock enligt University of Michigan Index under både maj och juni. Företagens förväntningar enligt inköpschefsindex har sjunkit något, men ligger fortfarande på en historiskt sett hög nivå som indikerar fortsatt expansion (se diagram 3:15). Företagens vinstnivåer är ovanligt höga givet det rådande konjunkturläget, vilket underlättar finansieringen av investeringar. Mot den här bakgrunden är bedömningen att kvartalstillväxten i USA på kort sikt kommer att fortsätta i ungefär samma takt som under årets första kvartal.

■ ■ Arbetsmarknaderna har utvecklats mycket olika i USA och euroområdet

I USA har den vändning på arbetsmarknaden som förväntades komma under våren nu påbörjats (se diagram 3:16). Sysselsättningen steg under perioden mars–maj med i genomsnitt drygt 300 000 arbetstillfällen per månad. Den stora sysselsättningsökningen i maj var dock till allra största delen en tillfällig effekt då den offentliga sysselsättningen steg till följd av befolkningsräkningen. Den privata sysselsättningen steg endast marginellt.

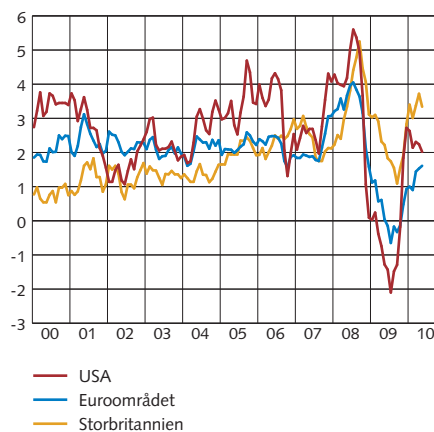
I euroområdet har arbetslösheten fortsatt att stiga, om än inte lika snabbt som tidigare. Sysselsättningen var oförändrad första kvartalet jämfört med kvartalet före (se diagram 3:16). Skillnaden mellan arbetsmarknadsutvecklingen i USA och den i euroområdet följer historiska mönster och kan tillskrivas institutionella skillnader som gör att amerikanska arbetsgivare kraftigare och snabbare anpassar sysselsättningen till variationer i efterfrågan på varor och tjänster. Fallet i sysselsättning var kraftigare i USA än i euroområdet men vändningen och uppgången går nu också snabbare där. De här skillnaderna bidrar också till att förklara varför den inhemska konsumtionsefterfrågan nu växer betydligt snabbare i USA än i euroområdet.

Diagram 3:16. Sysselsättning
Index, 2006 kvartal 1 = 100, säsongsrensade data



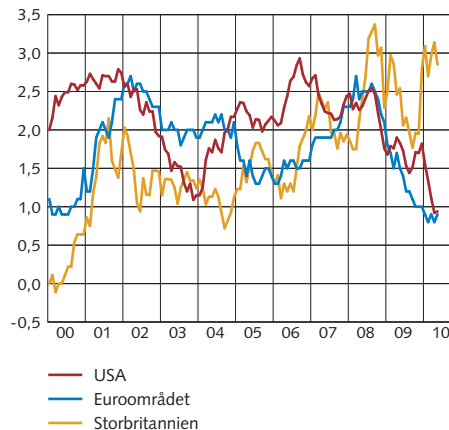
Källor: Bureau of Labor Statistics och Eurostat

Diagram 3:17. Konsumentpriser
Årlig procentuell förändring



Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och Office for National Statistics

Diagram 3:18. Konsumentpriser exklusive energi och livsmedel
Årlig procentuell förändring



Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och Office for National Statistics

Diagram 3:19. Barometerindikatorn
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Diagram 3:20. Industriproduktion och tjänsteproduktion
Index, 2005 = 100, säsongsrensade data

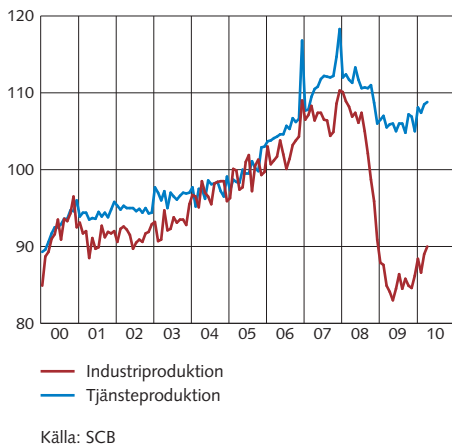
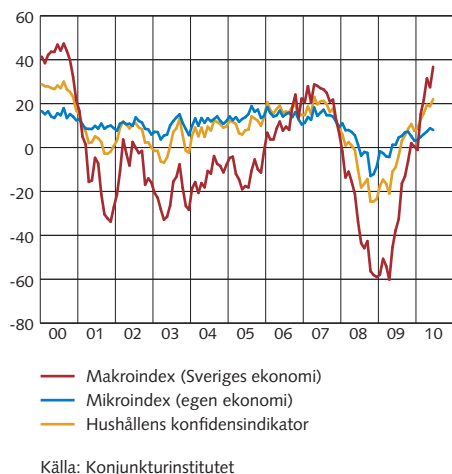


Diagram 3:21. Konfidensindikatorer för hushåll
Nettotal



■ ■ Övåntat hög men avtagande inflation

I tillväxtländerna i Asien, liksom i Brasilien, har inflationstrycket tilltagit i takt med den starka BNP-tillväxten, och centralbankerna har på olika sätt redan börjat strama åt penningpolitiken.

I Europa och USA har inflationen på sistone varit förhållandevis hög med tanke på att resursutnyttjandet fortfarande är mycket lågt (se diagram 3:17). KPI-inflationen i USA för maj uppgick till 2,0 procent mätt i årlig procentuell förändring. I euroområdet uppgick inflationen mätt enligt HIKP till 1,6 procent i maj. I Storbritannien föll inflationen till 3,4 procent i maj medan den i Danmark och Norge alltså följer en stigande trend. Den förhållandevis höga inflationen förklaras dock till stor del av tillfälliga uppgångar i energipriserna. Den underliggande inflationen har fallit och det finns därför anledning att förvänta sig en avmattning i inflationen framöver (se diagram 3:18).

■ ■ Övåntat stark tillväxt i Sverige

BNP i Sverige steg med 3 procent första kvartalet 2010 jämfört med samma kvartal 2009. I förhållande till Riksbankens prognos i april blev BNP-tillväxten första kvartalet betydligt starkare. BNP-tillväxten i Sverige blev också betydligt starkare än den i USA och euroområdet. Uppgången var bred och samtliga delar i försörjningsbalansen utvecklades starkare än förväntat i april. Lagerbidraget var stort och tyder på att produktionen nu har vänt. Det säsongsrensade BNP-förloppet visar att den svenska ekonomin nu har växt kontinuerligt sedan andra kvartalet 2009 enligt det reviderade utfallet från SCB (se diagram 1:10).

Tillgänglig information tyder på att återhämtningen i den svenska ekonomin fortsätter även under andra kvartalet. Konjunkturinstitutets barometerindikator har stigit de senaste månaderna (se diagram 3:19). Både hushållens och företagens konfidensindikatorer har bidragit till uppgången. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin steg också i maj, och mer än vad motsvarande index i euroområdet och USA gjorde (se diagram 3:15). Dessa indikatorer tyder på att såväl företagens som hushållens uppfattning om läget i ekonomin är betydligt mer optimistisk än normalt. Riksbankens företagsintervjuer, som ger möjlighet att ställa mer ingående frågor, tyder också på att uppgången kommer att fortsätta. Framtidstron bland företagen i undersökningen stiger, men den statsfinansiella utvecklingen i Europa ses av många som oroande.¹²

¹² Se även publikationen "Riksbankens företagsintervjuer maj 2010" på Riksbankens webbplats www.riksbank.se under rubriken Press & Publicerat, Rapporter.

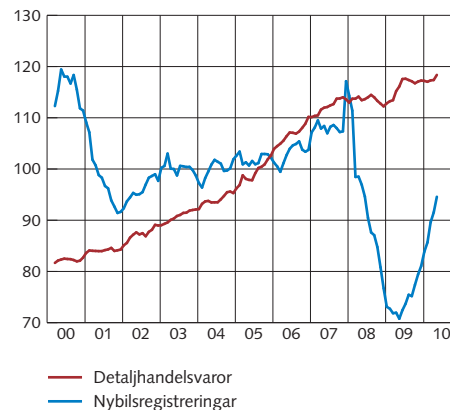
Både industri- och tjänsteproduktionen har fortsatt att stiga till och med april (se diagram 3:20). Under krisen föll produktionen betydligt mer i industrin än i tjänstesektorn. Nu stiger produktionen snabbare inom industrin än inom tjänstesektorn, vilket minskar den tudelning som tidigare präglade utvecklingen. Samma mönster gör sig gällande på arbetsmarknaden.

■ ■ Optimistiska hushåll konsumerar

Hushållen ser ljusst på den ekonomiska utvecklingen. Det är framför allt hushållens syn på Sveriges ekonomi som har stärkts (se diagram 3:21). Det senaste utfallet för nationalräkenskaperna visar också att hushållens konsumtion har stigit kontinuerligt sedan ungefär ett år tillbaka. Konsumtionen är nu nästan tillbaka på samma nivå som innan den började falla i början av 2008. Under första kvartalet i år ökade konsumtionen mer än förväntat i den penningpolitiska uppföljningen i april. Uppgången var relativt bred, men utvecklingen för hushållens inköp av bilar framstår som särskilt stark. Konsumtionen av detaljhandelsvaror har varit svag men steg något i maj (se diagram 3:22). Bedömningen är att hushållens konsumtion kommer att fortsätta stiga även framöver i takt med att arbetslösheten fortsätter att minska.

Hushållens reala inkomster ökade med 0,7 procent mätt som årlig procentuell förändring första kvartalet, samtidigt som konsumtionen ökade med strax över 3 procent. Sparkvoten är hög men har alltså börjat sjunka och väntas falla tillbaka ytterligare under de närmaste kvartalen.

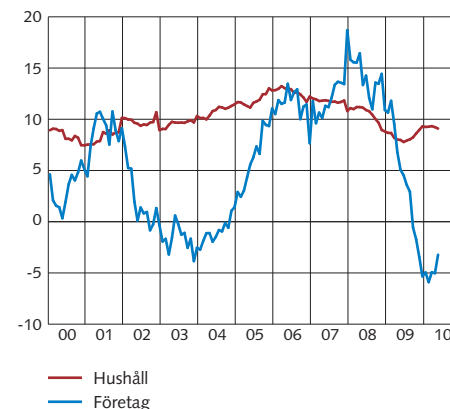
Diagram 3:22. Hushållens konsumtion av detaljhandelsvaror och bilar
Index 2005 = 100, säsongsrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Hushållens detaljhandelsindex avser hushållens konsumtion inom detaljhandeln exklusive bensinstationer.

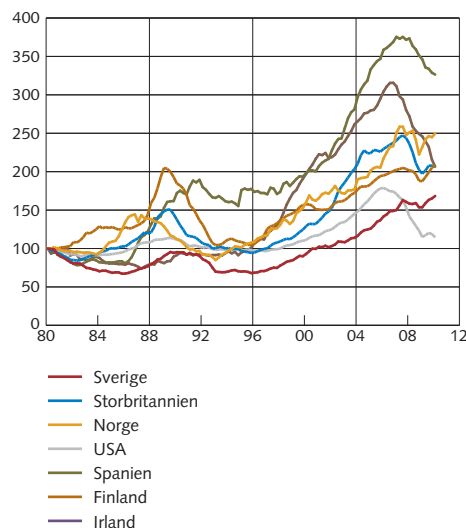
Källa: SCB

Diagram 3:23. Bankutlåning till företag och hushåll
Årlig procentuell förändring



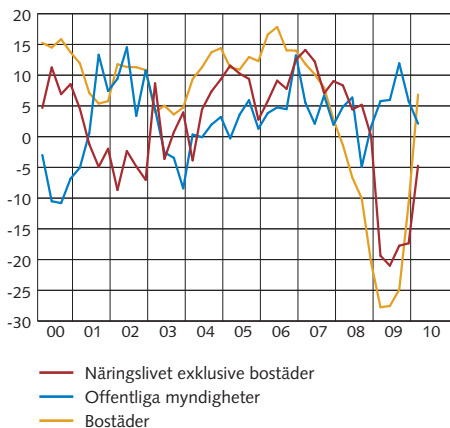
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:24. Reala huspriser i olika länder
Index, 1980 = 100



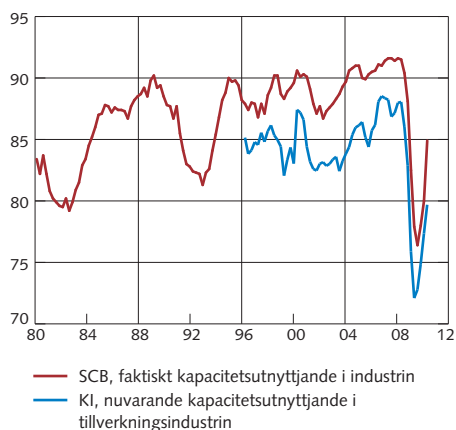
Källor: BIS, Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram 3:25. Fasta bruttoinvesteringar
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Diagram 3:26. Industrins kapacitetsutnyttjande
Procent, säsongrensade data



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

■ ■ Hushållens upplåning är fortsatt hög

Hushållens upplåning från svenska finansiella institut är fortsatt hög. Sedan december förra året har den årliga ökningstakten varit kring 9 procent (se diagram 3:23). En mycket stor andel av hushållens lån utgörs av lån med bostaden som säkerhet. En fortsatt stark hushållsupplåning kan förklaras av faktorer som ökad optimism bland hushållen, låga räntenivåer och stigande bostadspriser. Den största andelen av hushållens lån har kort räntebindningstid (upp till tre månader). Tillsammans med en hög skuldkvot innebär detta att hushållen påverkas snabbare av ränteförändringar.

Bostadspriserna har fortsatt att stiga i Sverige. Uppgången i bostadspriserna har nu raderat ut prisnedgången som följde efter finanskrisen. Utvecklingen förklaras av faktorer som påverkar både utbud och efterfrågan. Till dessa hör förbättrade konjunkturutsikter, låga bostadsräntor och det faktum att det byggs färre nya bostäder nu jämfört med perioden 2006–2008. Den reala prisutvecklingen visar också att återhämtningen på bostadsmarknaden har gått mycket snabbt i Sverige (se diagram 3:24). Utvecklingen i andra länder har varit blandad. I Norge och Finland har de reala bostadspriserna stigit med ungefär samma takt som i Sverige. I Spanien och Irland där nedgången har varit som störst har priserna fortsatt att falla. I andra länder som Storbritannien och USA har de reala bostadspriserna planat ut.

■ ■ Starka offentliga finanser och fortsatt ökad offentlig konsumtion

Offentlig konsumtion fortsatte att öka svagt under första kvartalet 2010. Statens konsumtion ökade främst till följd av köp av arbetsmarknadsinsatser. Samtidigt steg konsumtionen svagt inom kommuner och landsting.

Det finansiella sparandet blev -1,0 procent av BNP under 2009 och därmed inte så lågt som befarades för ett år sedan. Delvis kan detta förklaras av att den ekonomiska utvecklingen har blivit bättre än väntat. Framför allt har arbetsmarknaden inte försämrats i den utsträckning som befarades. Enligt historiska samband borde det finansiella sparandet dock ha varit lägre. Detta tyder på att finanspolitiken har varit mindre expansiv än normalt givet konjunkturläget. Reformerna som regeringen infört i arbetslöshets- och sjukförsäkringarna har också hållit tillbaka utgifterna mer än förväntat. Månadsutfallet för statsbudgeten till och med maj tillsammans med en bättre makrobild jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april leder till starkare offentliga finanser framöver.

■ ■ Investeringarna stiger

De totala investeringarna föll snabbt i samband med det kraftiga produktionsbortfallet under hösten 2008, och nedgången fortsatte under hela fjolåret. Under 2009 minskade de totala investeringarna med hela 16 procent. Det är den största nedgången under ett enskilt

år i modern tid. Det säsongsrensade investeringsförloppet visar nu att investeringarna har fallit sedan andra kvartalet 2008 men att de åter har börjat stiga under första kvartalet 2010 (se diagram 1:14). Jämfört med första kvartalet 2009 minskade de totala investeringarna med 1,6 procent. I näringslivet exklusive bostäder faller fortfarande investeringarna. Däremot ökade bostadsinvesteringarna efter att ha utvecklats svagt under en längre period samtidigt som de offentliga investeringarna fortsatte att stiga första kvartalet 2010 mätt som årlig procentuell förändring (se diagram 3:25).

De totala investeringarna väntas stiga framöver i takt med att näringslivets investeringar exklusive bostäder stabiliseras och bostadsinvesteringarna ökar. I SCB:s senaste investeringsenkät över näringslivets planerade investeringar för 2010 uppger en majoritet av företagen att de nu planerar att öka sina investeringar jämfört med föregående år. Detta är en mer positiv bild än vad företagen gav i den föregående enkäten.

Återhämtningen av kapacitetsutnyttjandet inom industrin talar också för en kommande stabilisering av näringslivets investeringar, även om kapacitetsutnyttjandet fortfarande är lågt i ett historiskt perspektiv (se diagram 3:26). De offentliga investeringarna fortsätter att öka, men i en långsammare takt än tidigare. Det är framför allt pågående infrastrukturprojekt som bidrar till att hålla nivån uppe. Bostadsinvesteringarna gynnas nu av historiskt låga räntor och rotavdraget och väntas fortsätta öka. Sammantaget väntas de totala investeringarna stiga framöver, mer än vad som förväntades i prognosen från den penningpolitiska uppföljningen i april.

■ ■ Fortsatt svag efterfrågan på krediter bland företagen

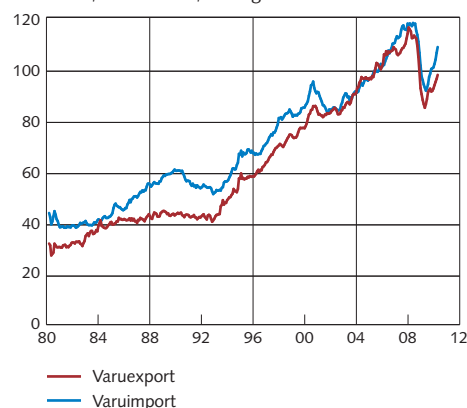
Utlåningen till företag föll med drygt 3 procent i maj mätt i årlig procentuell förändring, vilket var ett något mindre fall än i april (se diagram 3:23). Investeringarna i näringslivet är fortsatt låga, men fallet har dämpats betydligt vilket troligen bidrar till att förklara varför kreditgivningen nu också verkar ha stabiliserats och faller mindre. I takt med att investeringarna ökar väntas också kreditgivningen till företag öka. Almis låneindikator från första kvartalet visar också att bankerna tror att utlåningen till företagen kommer att öka något under 2010.

Undersökningar som exempelvis Riksbankens företagsintervjuer och Konjunkturinstitutets barometer visar att tillgången till finansiering fortsätter att förbättras. En del företag, framför allt inom byggindustrin, uppger att det fortfarande finns svårigheter med att få lånefinansiering. Detta förklaras främst av konjunkturella faktorer som bland annat medfört att dessa företag fått lägre kreditvärdighet.

■ ■ Exporten oväntat stark

Exporten blev oväntat stark första kvartalet 2010 och ökade med 4,2 procent jämfört med första kvartalet 2009. Det var framför allt exporten av varor som ökade där metallvaror, teleprodukter,

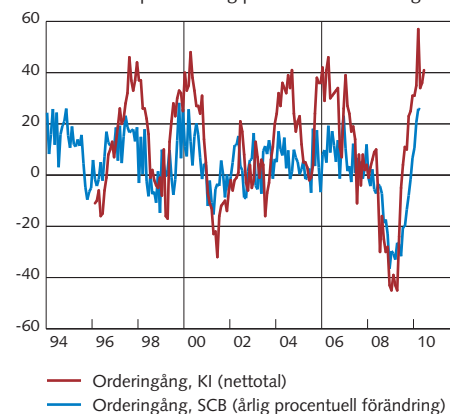
Diagram 3:27. Utrikeshandel med varor
Index, 2005 = 100, säsongsrensade data



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

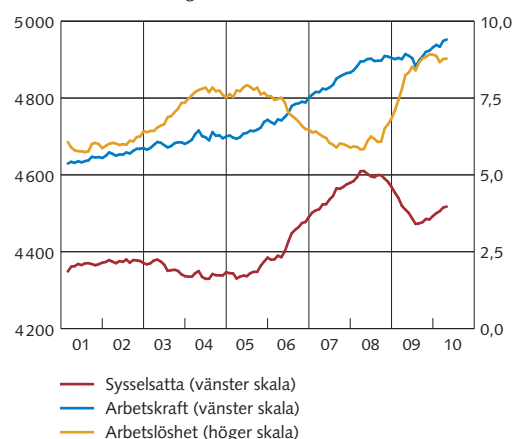
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:28. Exportordergång
Nettotal respektive årlig procentuell förändring



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

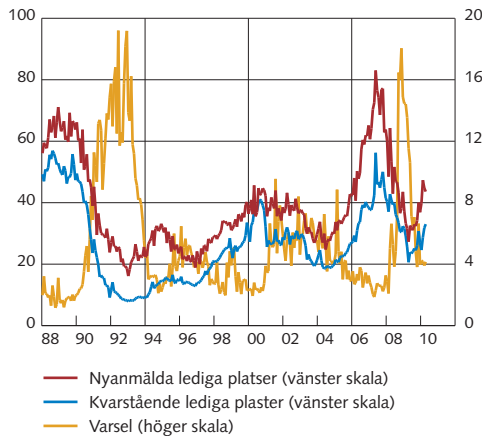
Diagram 3:29. Sysselsatta, arbetskraft och arbetslöshet
1000-tals personer respektive procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongsrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde.

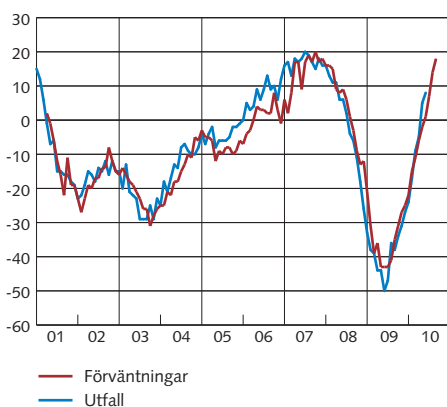
Källa: SCB

Diagram 3:30. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel
1 000-tal, säsongsrensade data



Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken

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



Anm. Förväntningarna är tidsförskjutna 3 månader framåt till den period de avser.

Källa: Konjunkturinstitutet

petroleumprodukter och motorfordon stod för den största ökningen. Även importen överraskade och blev starkare än förväntat. Importen ökade med 4,4 procent jämfört med motsvarande kvartal 2009. Den månatliga statistiken för utrikeshandeln med varor var fortsatt stark i april och maj (se diagram 3:27). Exportorderingen har utvecklats starkt de senaste månaderna och tyder på att exporten kommer att fortsätta öka (se diagram 3:28).

■ ■ Sysselsättningen ökar

Det reviderade utfallet från SCB visar att BNP, efter det kraftiga fallet, nu har stigit under de senaste fyra kvartalen. Denna bild av BNP-utvecklingen överensstämmer också bättre med att arbetsmarknadssituationen stabiliserades under slutet av 2009. Sysselsättningen började då öka och uppgången i arbetslösheten bromsade in (se diagram 3:29). Fortfarande kvarstår dock bilden att arbetsmarknaden har klarat sig förvånansvärt väl genom krisen i förhållande till historiska samband med BNP.

Nya utfall till och med maj visar att antalet sysselsatta har utvecklats något starkare än Riksbankens bedömning i april och att arbetslösheten har blivit något lägre. Både utfall och indikatorer tyder på att arbetsmarknadssituationen har förbättrats och fortsätter att förbättras. Arbetsförmedlingens statistik visar att efterfrågan på arbetskraft stadigt ökar och att antalet varsel om uppsägning är tillbaka på samma nivåer som under våren 2008 (se diagram 3:30). Enligt Konjunkturinstitutets företagsbarometer planerar allt fler företag också att fortsätta nyanställa (se diagram 3:31). Det handlar om en bred uppgång i anställningsplanerna. Företag inom de flesta branscher är positiva, även de företag inom industrin som drabbats hårt av konjunkturedgången med kraftiga neddragningar i produktion och sysselsättning. Detta utgör ytterligare en indikation på att tudelningen inom ekonomin minskar. Riksbankens egna företagsintervjuer stödjer också bilden av att personalstyrkan hos de flesta företagen i dag inte längre är för stor i förhållande till produktionen samt att man avser att öka sysselsättningen.

■ ■ Svag löneutveckling och lågt kostnadstryck

Preliminära löneutfall för första kvartalet enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet har publicerats sedan den penningpolitiska uppföljningen i april. Lönerna i hela ekonomin ökade preliminärt med 3,2 procent i årlig procentuell förändring under det första kvartalet, och det definitiva utfallet bedöms bli 3,5 procent. Lönerna inom industrin ökade mer än övriga sektorer under första kvartalet (se diagram 3:32), vilket framför allt beror på en framskjuten lönerevision som överenskommit i samband med de tidigare krisavtalen. Den offentliga sektorns löner steg mer än näringslivets löner under första kvartalet. Under det andra och tredje kvartalet i år väntas den totala

löneökningstakten falla till ungefär 2,1 procent. Nedväxlingen i löneökningstakten beror på att de nya förbundsavtalen ligger på en lägre nivå.

Även lönesummor enligt nationalräkenskaperna har publicerats för det första kvartalet i år. Enligt denna statistik ökade timlönerna klart långsammare under det första kvartalet än vad konjunkturlönestatistiken indikerade. En förklaring till detta kan vara att konjunkturlönestatistiken inte innehåller löneförmåner som till exempel olika typer av bonussystem. Det styrks av att timlönerna inom den finansiella sektorn har minskat mycket enligt nationalräkenskaperna.

Arbetsproduktiviteten, mätt som årlig procentuell förändring, steg med cirka 3 procent under det första kvartalet, vilket var klart mer än bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen från april. Den starka produktivetsutvecklingen medförde att arbetskostnaderna per producerad enhet föll för första gången på över tre år. Arbetskostnaderna per producerad enhet väntas fortsätta falla i år, men än i allt långsammare takt.

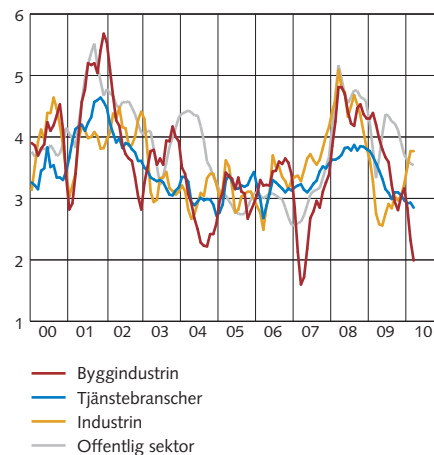
■ ■ Inflationen har utvecklats enligt förväntan

I maj steg KPI med 1,2 procent i årlig procentuell förändring. Att KPI fortsatt har en låg ökningstakt beror på att hushållens räntekostnader för egna hem fortfarande faller kraftigt mätt i årlig procentuell förändring. Inflationen mätt med KPIF, där bostadsräntorna hålls konstanta, uppgick till 2,1 procent i maj. Exkluderas därtill effekterna av energi så uppgick inflationen mätt med KPIF exklusive energi till 1,8 procent i maj jämfört med samma månad året före (se diagram 3:33). Utfallen för respektive mått var i linje med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i april.

■ ■ Varu- och tjänstepriserna ökar långsammare

Den årliga förändringstakten i varupriserna (exklusive energi och livsmedel) har under våren varit förhållandevis hög trots att den sedan årsskiftet minskat (se diagram 3:34). I maj steg varupriserna med cirka 1 procent, mätt som årlig procentuell förändring. Priserna på varaktiga varor i producentledet har dock fallit under våren, vilket sannolikt beror på att förstärkningen av kronan fram till i april har slagit igenom på priserna i producentledet. Detta medför att priserna på varor i konsumentledet sannolikt kommer att fortsätta öka något långsammare framöver. Den årliga ökningstakten i tjänstepriserna föll också tillbaka något under maj månad och uppgick till 1,8 procent (se diagram 3:34).

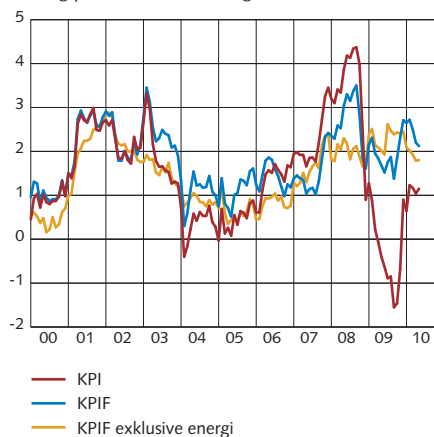
Diagram 3:32. Löner i näringslivet och offentlig sektor
Årlig procentuell förändring



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

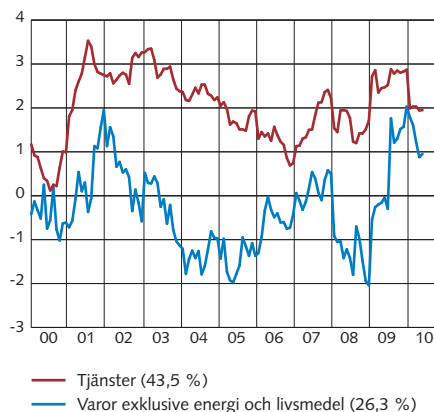
Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

Diagram 3:33. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

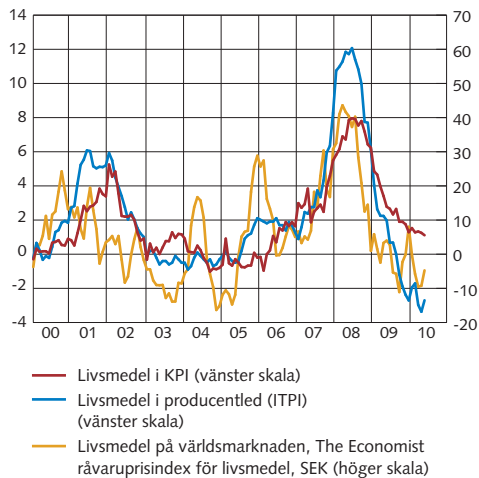
Diagram 3:34. Varu- och tjänstepriser i KPI
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges respektive komponents vikt i KPI.

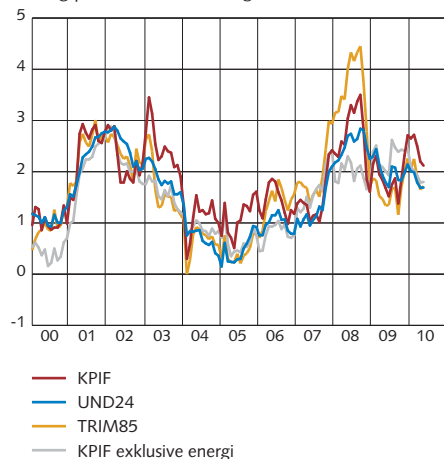
Källa: SCB

Diagram 3:35. Livsmedelspriser i olika led
Årlig procentuell förändring



Källor: The Economist och SCB

Diagram 3:36. Olika mått på underliggande inflation
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

■ ■ Fortsatt svag utveckling av livsmedelspriserna

I maj föll livsmedelspriserna på världsmarknaden med nästan 5 procent jämfört med maj 2009 (se diagram 3:35). Livsmedelspriserna i producentledet i Sverige fortsätter att sjunka och föll i maj med 2,7 procent jämfört med samma månad året före. Prisutvecklingen för livsmedel på världsmarknaden och i producentledet talar således för fortsatt låga förändringstakter för livsmedelspriserna i konsumentledet. Den årliga ökningstakten i livsmedelspriserna i konsumentledet uppgick till 1,1 procent i maj.

■ ■ Energipriserna fortsatt höga

Förändringstakten i energipriserna har under våren varit mycket hög, delvis på grund av de höga elpriser som rådde tidigt i våras. De senaste månaderna har dock ökningstakten fallit för att uppgå till drygt 5 procent i maj, mätt i årlig procentuell förändring. Oljepriset uppgick i maj till i genomsnitt cirka 76 dollar per fat, vilket var klart lägre än de cirka 85 dollar per fat som priset uppgick till i april. Terminspriserna på olja ligger nu på en lägre nivå än vid den penningpolitiska uppföljningen i april medan terminspriserna på el ligger på en högre nivå, främst på kort sikt (se diagram 1:26). Energipriserna väntas också stiga ännu en tid mätt i årlig procentuell förändring.

■ ■ Lågt inflationstryck den närmaste tiden

Den underliggande inflationen fortsätter att minska (se diagram 3:36). Detta tyder på att inflationen mätt som KPIF också kommer att fortsätta sjunka. Bidragande orsaker till detta är sannolikt den låga ökningstakten i arbetskostnader per producerad enhet samt det faktum att kronan stärkts under en lång period (se diagram 1:12). Under den senaste månaden har dock kronan försvagats något och förväntas ligga kvar på denna nivå ytterligare någon tid innan den fortsätter stärkas. Arbetskostnaderna per producerad enhet förväntas fortsätta falla den närmaste tiden.

Sammantaget medför detta att inflationen mätt som KPIF och KPIF exklusive energi förväntas avta på kort sikt. KPI väntas dock fortsätta stiga under samma period, i takt med att fallet i hushållens räntekostnader för egnahem dämpas. Prognosen för samtliga mått på inflationen under de närmaste månaderna är i linje med bedömningen i den senaste penningpolitiska uppföljningen från april (se diagram 1:25).

■ Stora behov att stärka offentliga finanser

Sämre offentliga finanser i högt skuldsatta länder har bidragit till att marknadsoron har tilltagit igen. För att dämpa den oron och undvika att driva upp långa räntor samt för att klara framtida åtaganden är det nödvändigt för många länder att strama åt sina budgetar. Det kan förväntas hålla tillbaka tillväxten i den globala ekonomin de kommande åren. Men en ökad finanspolitisk disciplin i euroområdet och i högt skuldsatta länder utanför euroområdet är nödvändig för att skapa stabilitet och minska sårbarheten i framtiden.

Många länder har svaga offentliga finanser

En expansiv finanspolitik sedan 2008 har i de flesta utvecklade ekonomier bidragit till att dämpa de negativa effekterna av finanskrisen, men också till att ytterligare försämra ekonomiernas offentliga finanser. Många länder hade budgetunderskott redan innan krisen bröt ut, trots flera års relativt god tillväxt. Till exempel hade flera EU-länder brutit mot stabilitetspaktens krav om ett budgetunderskott på högst 3 procent av BNP. I samband med krisen har finanspolitiska stimulansprogram i kombination med fallande tillväxt, och därmed lägre skatteintäkter samt ökade utgifter för exempelvis arbetslöshetsunderstöd, bidragit till att underskotten ökat och därmed byggt på redan höga skuldnivåer. För OECD-länderna ökade de offentliga budgetunderskotten i genomsnitt från drygt 1 procent av BNP 2007 till cirka 8 procent 2009 – underskott som finansierats genom lån på den finansiella marknaden.

I Grekland, där budgetunderskottet uppgick till nära 14 procent och den offentliga skulden till 115 procent av BNP förra året, har svaga offentliga finanser lett till svårigheter att låna på den internationella obligationsmarknaden. I stället har landet tvingats ta hjälp av Internationella valutafonden, IMF, samt andra länder inom EU för att klara offentliga utgifter och räntebetalningar. Andra länder, till exempel Spanien och Portugal, har också nyligen fått sänkta betyg hos ratinginstituten och uppmanats att strama åt sin finanspolitik för att inte hamna i en liknande situation. Men ännu fler euroländer kommer att behöva strama åt finanspolitiken betydligt framöver, liksom Storbritannien och USA. Att Greklands krisen har lett till ett ökat fokus på stora budgetunderskott och statsskulder även i andra länder är ett exempel på hur oro bland internationella investerare kan sprida sig och påverka den ekonomiska utvecklingen.

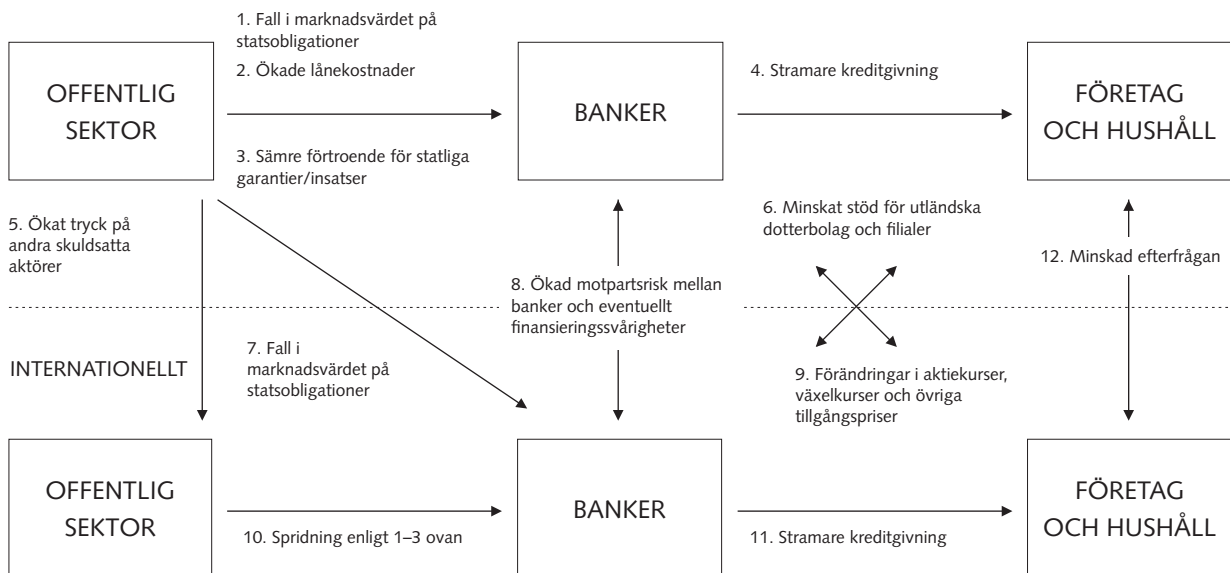
Problemen kan spridas till andra länder via flera kanaler

Den realekonomiska utvecklingen i andra länder kan påverkas av ökad statsfinansiell oro i ett land genom flera kanaler: direkt genom ett minskat handelsutbyte och indirekt genom olika spridningsmekanismer i finanssektorn. I diagram R1 visas en schematisk skiss över de olika spridningskanalerna.

När oron kring ett lands offentliga finanser och landets betalningsförmåga ökar gör det att dess lånekostnader stiger.

Diagram R1. Hur statsfinansiell oro kan spridas inom och mellan länder

INOM LANDET



Historiskt sett har långa statsobligationsräntor tenderat att stiga med cirka 20–30 räntepunkter när budgetunderskottet har ökat med 1 procentenhet i förhållande till BNP, och då mer i de länder som redan i utgångsläget har en hög offentlig skuld.¹³ Högre statsobligationsräntor betyder att bankers och även andra finansiella aktörers innehav av dessa obligationer tappar i värde (kanal 1 i diagram R1). Detta kan bidra till att bankerna också ses som mindre kreditvärda och får betala mer för att refinansiera sina lån. Samtidigt gör sämre offentliga finanser att det finns litet utrymme för staten att stödja banksektorn i det egna landet (kanalerna 2 och 3). Sämre kapitaltäckning i bankerna kan tvinga dem att även strama åt kreditgivningen till företag och hushåll (kanal 4), vilket dämpar den inhemska efterfrågan och kan leda till fallande priser på andra tillgångar såsom fastigheter och aktier. Ökad misstro mot bankernas finansiella situation kan i värsta fall leda till en uttagsanstormning. I Greklands fall har bankernas högre refinansieringskostnader delvis motverkats av möjligheten att låna via ECB med grekiska statsobligationer som säkerhet.

De inhemska bankerna är i sin tur exponerade mot banker och finansinstitut i andra länder, vilket gör att problemen kan sprida sig över gränserna. Flera bankkoncerner har filialer eller dotterbolag på andra marknader, och en sämre finansiell situation för moderbolaget kan bidra till att även dessa måste strama åt kreditgivningen eller vice versa när det är filialer eller dotterbolag som ligger i problemlandet (kanal 6). Utländska aktörer kan också ha direkta innehav av problemstatens obligationer (kanal 7). De aktörer som bedöms hålla osäkra

13 Se till exempel IMF:s, The State of Public Finances Cross Country Fiscal Monitor, november 2009.

tillgångar riskerar att få betala mer för sin refinansiering och kan i värsta fall helt stängas ute från kapitalmarknaderna om motpartsrisken bedöms som alltför stor (kanal 8). Gemensamt för Grekland, Spanien och Portugal är att en stor del av deras skuldsättning är till utlandet, särskilt till banker i Frankrike och Tyskland. Svenska banker har en relativt liten direkt exponering mot banker i Grekland, Portugal och Spanien.¹⁴

Däremot har Sverige påverkats av fallande aktiekurser när osäkerheten ökat (kanal 9). Vidare har kronan försvagats, vilket den ofta gör när osäkerheten ökar och internationella investerare söker sig till andra större valutor. Samtidigt har långa svenska obligationsräntor fallit eftersom svenska offentliga finanser bedöms vara i relativt bra skick. I diagram R2 syns att det är stora skillnader mellan hur olika länders långa obligationsräntor har utvecklats, här i jämförelse med Tyskland.

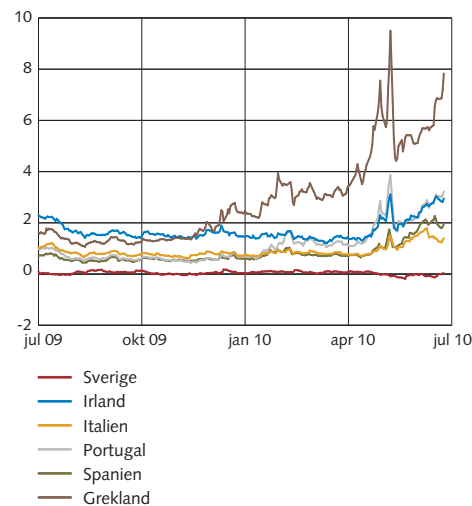
En andra direkt kanal till realekonomin går genom internationell handel där en stramare finanspolitik till följd av den statsfinansiella oron kan leda till lägre efterfrågan på varor och tjänster (kanal 12). Effekterna via denna kanal kan förstärkas av spridningsmekanismerna i finanssektorn. Grekland, Spanien och Portugal tar emot mindre än 5 procent av Sveriges totala export medan euroområdet som helhet tar emot cirka 40 procent.

Stora åtstramningar att vänta framöver

För att Grekland ska få tillgång till finansiering från IMF och euroområdets medlemsländer är motkravet att landet ska uppnå en budgetförstärkning på åtminstone 10 procent av BNP under de kommande åren, så att underskottet i budgeten uppgår till högst 3 procent av BNP år 2014. Även om Greklands situation är extrem måste de flesta utvecklade ekonomier göra stora åtstramningar de kommande åren, till exempel Frankrike, USA och Storbritannien. Det är nödvändigt för att inte skulderna ska accelerera på grund av högre räntekostnader. Det är också nödvändigt på grund av högre utgifter och lägre skatteinkomster i framtiden mot bakgrund av en åldrande befolkning. Förbättringen kan ske antingen genom högre tillväxt eller genom att det offentliga sparandet ökar till följd av politiska beslut. Att sikta på att lösa problemen bara genom högre tillväxt är troligtvis inte tillräckligt i de utvecklade ekonomierna.

För flera EU-länder gör EU-kommissionen bedömningen att finanspolitiken måste stramas åt med 1–2 procentenheter per år de närmaste åren, i termer av det konjunkturjusterade finansiella sparandet (se tabell R1). Detta är nödvändigt för att närma sig stabilitetspaktens krav på en offentlig skuld om 60 procent och ett finansiellt sparande på lägst -3 procent av BNP. För att euroländernas offentliga finanser ska vara långsiktigt hållbara de närmaste decennierna, det vill säga

Diagram R2. Skillnad i olika länders tioåriga statsobligationsräntor mot Tyskland
Procentenheter



Källa: Reuters EcoWin

¹⁴ Enligt BIS var franska bankers totala exponering mot Grekland, Irland, Portugal och Spanien cirka 387 miljarder dollar och tyska bankers cirka 514 miljarder dollar i slutet av 2009. Svenska bankers exponering var cirka 11 miljarder dollar.

Tabell R1. Indikatorer på skuldsättning i några euroländer, Japan, Storbritannien, Sverige och USA
Procent av BNP

	Offentligt finansiellt sparande (2009)	EU-kommissionens förslag på årlig åtstramning*	Offentlig skuld, brutto (2009)	Nettoutlandsställning, finansiella tillgångar minus skulder (2008)
Belgien	-6,0	0,75	97,3	31,4
Finland	-2,2	-	44,0	-8,1
Frankrike	-7,5	1,25	77,4	-18,1
Grekland	-13,6	2,0	115,1	-70,9
Irland	-14,3	2,0	64,5	-55,2
Italien	-5,3	0,5	115,8	-20,3
Japan	-6,9	-	217,7	50,8
Nederländerna	-5,3	0,75	59,7	10,4
Portugal	-9,4	1,25	77,1	-91,8
Spanien	-11,2	1,75	55,2	-76,6
Storbritannien	-11,5	1,75	68,2	-3,2
Sverige	-0,5	-	40,9	-5,8
Tyskland	-3,3	0,5	72,5	25,3
USA	-11,0	-	83,2	-24,0
Österrike	-3,4	0,75	67,3	-14,4

* Ändring i konjunkturjusterat sparande per år, procentenheter. För Irland och Storbritannien gäller 2010–2014, Tyskland och Österrike 2011–2013, Italien och Belgien 2010–2012 och för Grekland 2009–2014. Övriga 2010–2013.

Anm. Offentligt finansiellt sparande för Europa enligt EU:s konvergenskriterier. För att få jämförbarhet mellan länder används i tabellen offentlig bruttoskuld enligt IMF, som skiljer sig något från definitionen enligt EU:s konvergenskriterier.

Källor: EU-kommissionen och IMF

klara budgetförsämringen bland annat till följd av en åldrande befolkning utan att skuldnivåerna stiger till mycket höga nivåer, krävs inte bara att de uppfyller stabilitetspaktens gräns för budgetunderskottet utan också att de i snitt når ett strukturellt överskott.¹⁵

Många av de länder som i dag har problem med offentliga finanser har också en högt skuldsatt privat sektor. Ett sätt att mäta detta är hela landets totala finansiella nettoställning. Den visar totala tillgångar minus totala skulder gentemot utlandet (se även tabell R1). Gemensamt för Grekland, Portugal, Spanien och Irland är att de har stor utlandsskuld. Om både offentlig och privat sektor har ett sparandeunderskott måste landet låna utomlands. För att minska en stor utlandsskuld och klara räntebetalningar måste länderna generera ett överskott i bytesbalansen, genom lägre import och/eller högre export.

Att förbättra de offentliga finanserna för att undvika en accelererande skuldbörda blir en balansgång mellan att skapa trovärdighet för att undvika onödigt höga räntor på den offentliga skulden utan att samtidigt dämpa efterfrågan alltför mycket. Men även om en stramare finanspolitik allt annat lika kan förväntas hålla tillbaka den ekonomiska återhämtningen på flera håll de kommande åren är det nödvändigt med ökad finanspolitisk disciplin i euroområdet och i andra högt skuldsatta länder. Förbättrade offentliga finanser är nödvändigt för att skapa stabilitet och minska sårbarheten i framtiden.

¹⁵ European Commission Sustainability Report, november 2009.

Bostadspriser och hushållens skuldsättning har ökat snabbt under en längre tid. Utvecklingen kan till stor del förklaras av ett litet utbud, stigande inkomster, skattesänkningar och ett relativt lågt ränteläge. Ett större fall i bostadspriserna kan dock inte helt uteslutas. Ett sådant skulle kunna innebära betydande negativa effekter för ekonomin. Det finns därför all anledning att försöka undvika ett kraftigt fall i bostadspriserna.

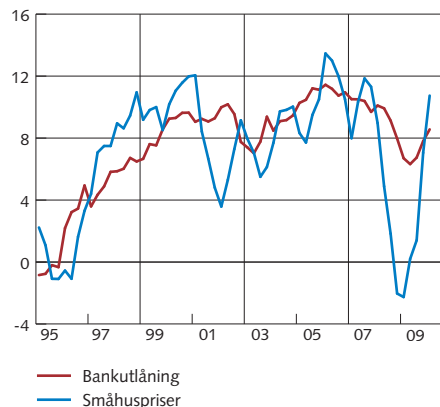
Sedan mitten av 1990-talet har bostadspriserna ökat med i genomsnitt ungefär 8 procent per år. Även under den finansiella krisen har bostadspriserna utvecklats förvånansvärt starkt. Priserna föll till exempel betydligt mindre i Sverige än i många andra länder under krisens mest akuta fas och har därefter åter börjat öka i en takt som är jämförbar med den före krisen. Parallellt med den snabba ökningen av bostadspriserna har hushållens upplåning ökat kraftigt. Den genomsnittliga ökningstakten har varit cirka 8 procent per år sedan 1996 (se diagram R3).

Ett större fall i bostadspriserna kan inte helt uteslutas

Till stor del kan prisökningarna på bostäder förklaras av utvecklingen av utbud och efterfrågan. Det har exempelvis byggts förhållandevis få nya bostäder samtidigt som snabbt stigande inkomster, skattesänkningar och ett relativt lågt ränteläge bidragit till en hög efterfrågan.¹⁶ I den mån det finns rimliga ekonomiska förklaringar till att priserna har stigit är risken liten för dramatiska korrigeringar nedåt. Det kan dock inte helt uteslutas att uppgången delvis beror på orealistiska framtidsförväntningar vad gäller ränte- och prisutvecklingen, vilket i så fall medför en risk för framtida fall i bostadspriserna. Riksbanken har gjort bedömningen att utvecklingen på bostadsmarknaden i dagsläget inte utgör något problem. Samtidigt framstår den starka trendmässiga tillväxten i bostadspriserna och hushållens upplåning inte som långsiktigt hållbar utan kan, om den fortsätter, bidra till att problem uppstår framöver.

Huvudspåret i Riksbankens analys är att prisuppgången på bostäder sannolikt kommer att dämpas på lite längre sikt i takt med att nybyggnationen ökar, men att det inte handlar om några dramatiska prisjusteringar. Trots detta kan det finnas skäl att försöka skapa sig en uppfattning om hur ekonomin skulle påverkas om en större korrigering nedåt av bostadspriserna skulle inträffa. Vad skulle det innebära för inflationen, BNP-tillväxten och arbetslösheten?

Diagram R3. Småhuspriser och bankutlåning till hushåll
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

¹⁶ Utvecklingen av bostadspriserna diskuteras mer i detalj i fördjupningen "Bostadspriserna i Sverige" i Penningpolitisk rapport, oktober 2009.

Ett räkneexempel där bostadspriserna faller med 20 procent

I denna fördjupning visas ett räkneexempel där bostadspriserna faller med 20 procent. Det är storleksmässigt i linje med prisfallet under 1990-talskrisen. Ett så stort prisfall skulle med största sannolikhet inte ske av sig självt – det finns normalt någon utlösande faktor, till exempel en oväntat snabb konjunkturedgång. Skälen till att ett prisfall skulle äga rum är dock inte fokus för denna fördjupning. Här analyseras enbart den isolerade, partiella effekten av ett fall i bostadspriserna. Det kan dock vara värt att ha i åtanke att de faktorer som skulle kunna utlösa ett prisfall mycket väl skulle kunna förstärka de negativa effekterna på ekonomin av prisfallet som sådant.

Förändringar i bostadspriser påverkar efterfrågan i ekonomin via olika kanaler.¹⁷ När bostadspriserna stiger, ökar hushållens förmögenhet. När hushållen på detta sätt blir rikare upplever de att utrymmet att konsumera ökar. Bostaden kan också fungera som säkerhet för lån, och om värdet på bostaden ökar kan det bli lättare för hushållen att ta mer lån och detta till bättre villkor. Vid ett fall i bostadspriserna är mekanismerna förstås de motsatta.

Analysen görs i form av simuleringar i en ekonomisk modell, som i huvudsak bygger på ovanstående mekanismer.¹⁸ Det bör understrykas att simuleringarna ska ses som räkneexempel och att de specifika resultaten bör tolkas med försiktighet. Bostadspriserna antas falla med 20 procent under en ettårsperiod. Penningpolitiken antas reagera enligt en Taylorregel, som innebär att räntan styrs av inflationens avvikelse från målet och resursutnyttjandet i ekonomin.¹⁹ För att tydliggöra de isolerade effekterna av fallet i bostadspriserna redovisas även resultat då penningpolitiken inte ändras. Resultaten av simuleringarna visas i tabell R2.

Tabell R2. Förändring vid ett fall i bostadspriserna med 20 procent
Avvikelse i procentenheter

Med sänkning av reporäntan	År 1	År 2	År 3
Reporänta	-0,6	-0,5	-0,2
KPIF-inflation	-0,1	-0,1	-0,1
Arbetslöshet	0,6	0,8	0,6
BNP-tillväxt	-0,9	-0,3	0,3
Utan sänkning av reporäntan			
KPIF-inflation	-0,2	-0,7	-0,6
Arbetslöshet	0,8	1,5	1,4
BNP-tillväxt	-1,2	-0,9	0,1

Källa: Riksbanken

¹⁷ Se exempelvis F.S. Mishkin, "Housing and the Monetary Transmission Mechanism", i *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, 2007.

¹⁸ Mer precis handlar det om simuleringar med hjälp av två olika modeller: dels en modell som fångar sambanden mellan bostadsmarknaden och andra delar av ekonomin (beskriven i P. Sellin och K. Walentin, "Bostadspriser och samhällsekonomin", *Ekonomisk kommentar* nr 6, 2008, Sveriges riksbank), dels Riksbankens allmänna jämviktsmodell Ramses.

¹⁹ Taylorregeln kommer från modellen som inbegriper bostadsmarknaden. Det bör noteras att en Taylorregel innebär en "förenklad" penningpolitik som inte nödvändigtvis är den bästa möjliga.

Som framgår av tabell R2 kommer prisfallet på bostadsmarknaden att leda till en lägre bana för reporäntan. Tillväxten i BNP bromsar ändå in relativt mycket och inflationen blir något lägre. Arbetslösheten stiger med som mest knappt 1 procentenhet, vilket inträffar ett år efter det att bostadsprisfallet har skett. De penningpolitiska lättnaderna förmår mildra effekterna en del, men utvecklingen blir ändå tydligt svagare. Utan sänkningar av reporäntan blir de negativa effekterna större. Nu ökar arbetslösheten med 1,5 procentenheter ett år efter det att prisfallet inträffat. Men effekterna skulle också kunna begränsas ytterligare med en ännu mer expansiv penningpolitik, förutsatt att en sådan är genomförbar.

Skäl att tro att räkneexemplet underskattar effekterna på ekonomin

Det finns skäl att anta att effekterna av ett motsvarande prisfall i verkligheten skulle kunna bli ännu större än vad modellsimuleringarna tyder på. Ett skäl är att modellen inte fångar alla de aspekter som kan vara viktiga drivkrafter för prisrörelser på bostadsmarknaden. Den modell som använts bygger exempelvis, liksom de flesta modeller, på att ekonomins aktörer agerar rationellt och har tillgång till all den information som krävs för att fatta bästa möjliga beslut. I verkligheten hänger faktorer som förväntningar om framtiden, "stämningläget" och attityden till risk antagligen ihop med tillgångspriser på ett mer komplicerat sätt än vad som antas i modellerna. Prisrörelserna kan bli särskilt stora om uppgångsfasen kännetecknas av en överdriven optimism och en hög riskbenägenhet. Fallet nedåt kan då bli kraftigt när utvecklingen vänder. Priserna faller, stämningläget förbyts i överdriven pessimism, långivare och låntagare blir alltmer ovilliga att ta på sig risk och bankernas kreditförluster ökar. Resultatet kan bli en lång period där hushåll och företag håller hårt i plånboken för att stärka upp och få balans i sin ekonomi. Sådana psykologiska faktorer kan göra att effekterna på ekonomin i samband med ett fall i bostadspriserna kan bli avsevärt större än vad simuleringarna indikerar.

Ett annat skäl är det som redan berörts ovan, nämligen att bostadspriser sällan börjar falla utan anledning. Vanligtvis sammanfaller ett fall i bostadspriserna med andra negativa händelser i ekonomin. Det kan exempelvis handla om en överraskande nedgång i konjunkturen eller tilltagande oro på de finansiella marknaderna. I sådana lägen kan de sammantagna effekterna bli betydligt större än vad simuleringarna här indikerar. Det gäller i synnerhet om det penningpolitiska handlingsutrymmet skulle vara begränsat i meningen att reporäntan redan sänkts så mycket som bedömts vara möjligt.

Sammantaget kan konstateras att det finns omständigheter under vilka det kan bli svårt att stabilisera ekonomin om det sker ett stort fall i bostadspriserna, vilket också understryks av erfarenheter från olika länder där detta skett.

Vid utformningen av penningpolitiken tas hänsyn till bostadsmarknaden i den mån Riksbanken bedömer det nödvändigt med hänsyn till de makroekonomiska riskerna. Mycket talar för att det i vissa lägen kan bli svårt att dämpa effekterna av ett dramatiskt fall i bostadspriserna och att det därför finns all anledning att försöka undvika att priserna utvecklar sig på ett sådant sätt som ökar risken för att detta ska ske. Reporäntan är dock ett förhållandevis trubbigt verktyg när det gäller att påverka bostadspriser. I ett läge där kreditexpansionen och huspriserna bedöms öka på ett ohållbart sätt skulle även andra instrument, kontrollerade av andra instanser än Riksbanken, kunna användas.

Hur brukar återhämtningar i produktiviteten se ut?

De senaste tre åren har arbetsproduktiviteten, mätt som produktion per arbetad timme eller produktion per sysselsatt, varit väldigt låg. Under delar av denna period sjönk produktiviteten exceptionellt mycket sett ur ett historiskt perspektiv. I denna fördjupning diskuteras några tänkbara orsaker till att dessa förändringar i produktivitetstillväxten har inträffat. Med hjälp av data för flera OECD-länder studeras perioder med svag produktivitetstillväxt och skeenden efter dessa perioder. En sådan analys kan vara betydelsefull för bland annat Riksbankens bedömningar av utvecklingen av BNP, antalet arbetade timmar och antalet sysselsatta under de närmaste åren.

Produktivitetsutvecklingen har betydelse för penningpolitiken

Produktiviteten, det vill säga den mängd varor och tjänster som produceras i relation till insatsen av produktionsfaktorer, kan mätas på många olika sätt. Ett ofta använt mått är arbetsproduktiviteten, som är produktionen per arbetsinsats mätt med antalet arbetade timmar eller antalet sysselsatta.²⁰ Diagram R4 visar hur dessa två mått på arbetsproduktiviteten har utvecklats i Sverige. Serierna har enligt diagrammet samvarierat relativt väl.²¹

I den ekonomiska litteraturen nämns flera olika förklaringsfaktorer till varför variationer i produktivitetstillväxten uppkommer i en ekonomi, till exempel förändringar av kapitalinvesteringar, graden av teknologisk utveckling, olika strukturella faktorer såsom politik, lagstiftning med mera men även variationer av resursanvändandet.²² Produktivitetstillväxten får konsekvenser för penningpolitiken eftersom den påverkar utvecklingen av företagets kostnader, vilket i sin tur får konsekvenser för företagets prissättning och därmed också för inflationsutvecklingen i ekonomin. Förändringar av produktivitetstillväxten har också betydelse för realekonomins utveckling, vilket skapar ytterligare en koppling till penningpolitiken.

Stora variationer i produktivitetstillväxten under senare år

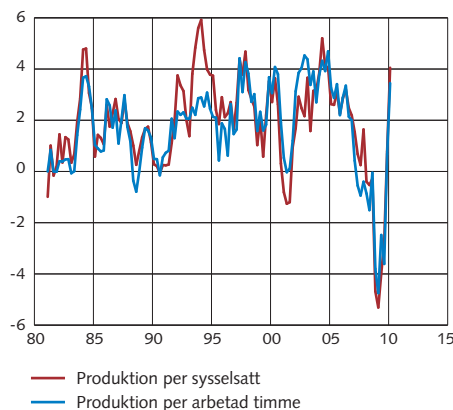
Tillväxten i arbetsproduktivitet har varierat kraftigt över tiden (se diagram R4). Under perioden 2002–2006 ökade arbetsproduktiviteten (mätt som produktion per arbetad timme) i den svenska ekonomin med nästan 3,5 procent per år, medan den under perioden 2007–2009 föll med 1,5 procent per år. Utvecklingen av arbetsproduktiviteten under slutet av 2008 och de tre första kvartalen 2009 är exceptionell i ett historiskt perspektiv.

²⁰ Ett annat vanligt produktivetsmått är totalfaktorproduktiviteten (TFP) eller annorlunda uttryckt multifaktorproduktiviteten (MFP) där produktionen relateras till insatsen av en kombination av flera produktionsfaktorer.

²¹ Under framför allt en period är det dock en relativt stor skillnad i utvecklingen av de två produktivetsmått. I början av 1990-talet var nämligen tillväxten i produktion per sysselsatt i genomsnitt högre än tillväxten i produktion per arbetad timme. Detta kan delvis förklaras av att antalet sysselsatta som var frånvarande minskade kraftigt vilket bidrog till att öka det genomsnittliga antalet arbetade timmar per sysselsatt. En annan tänkbar förklaring är att företagets övertidsuttag ökade.

²² Se till exempel K. Stiroh, "What Drives Productivity Growth?", *Economic Policy Review*, mars 2001, Federal Reserve Bank of New York, fördjupningen "Produktivitetens drivkrafter" i Penningpolitisk rapport 2007:2, och B. Andersson m.fl., "Att förstå produktivitetstillväxten", *Ekonomisk kommentar* nr 1 2009, Sveriges riksbank.

Diagram R4. Två mått på produktiviteten i Sverige
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

En bidragande orsak till den högre produktivitetstillväxten under perioden 2002–2006 kan vara stora investeringar som höjde andelen IKT-kapital (informations- och kommunikationsteknologi) i den svenska ekonomin. Även tekniska framsteg inom bland annat teleproduktindustrin bidrog sannolikt till den högre produktivitetstillväxten under denna period. Andra strukturella faktorer, till exempel avregleringar och internationalisering, ökade konkurrensen i näringslivet och därmed incitamenten att effektivisera produktionsprocesserna, vilket sannolikt också spelade roll för den högre produktivitetstillväxten under denna period.²³

Produktiviteten påverkas även starkt av konjunkturläget. Framför allt inom industrin samvarierar produktivitetstillväxten mycket tydligt med konjunkturen. Tidigt i en uppgångsfas ökar vanligtvis produktiviteten snabbt. Men när ekonomin har haft hög tillväxt under en längre tid är det normalt att produktivitetstillväxten dämpas. Under perioden 2006–2007 steg resursutnyttjandet snabbt till nivåer högre än normalt. Detta bidrog sannolikt till nedgången i produktivitetstillväxt under denna period. Delar av industrin hade under denna tid nära fullt kapacitetsutnyttjande och kunde därför inte öka produktionen mer än marginellt på kort sikt. Samtidigt ökade sysselsättningen kraftigt under denna period och nya grupper av oerfaren arbetskraft kom in på arbetsmarknaden. Inläringen av den nya arbetskraften samt administration och andra kringtjänster i takt med att företagen expanderar kan också ha bidragit till att dämpa produktivitetstillväxten. Under delar av perioden 2008–2009 har den mycket svaga konjunkturen sannolikt bidragit till den negativa produktivitetstillväxten. När efterfrågan viker i en konjunktturnedgång faller vanligtvis produktionstillväxten snabbare än antalet arbetade timmar och antalet sysselsatta, vilket medför att produktiviteten mattas av eller till och med faller. Det finns flera orsaker till detta. Företagen bedömer att nedgången i efterfrågan är endast temporär och kan därför välja att behålla befintlig personal. Hög personalomsättning är också dyrt för företagen. Uppsägning av personal och kanske i ett senare skede nyanställning och utbildning av nyanställd personal är kostsamt.²⁴

85 perioder med svag produktivitet har identifierats i ett urval av OECD-länder

En viktig fråga är hur produktivitetstillväxten kommer att utvecklas framöver givet den mycket svaga utvecklingen under senare år. Det är därför intressant att studera hur produktivitetstillväxten tidigare har utvecklats efter perioder med svag eller sjunkande produktivitet. För detta ändamål har OECD:s produktivitetsdatabas använts.²⁵ I databasen finns officiell statistik för arbetsproduktiviteten (produktion per

²³ Se till exempel fördjupningarna "Högre trendmässig produktivitetstillväxt" i Konjunkturläget mars 2004, Konjunkturinstitutet och "Hur uthållig är den senaste tidens produktivitetsuppgång?" i Inflationsrapport 2004:1.

²⁴ Se till exempel fördjupningen "Negativ produktivitetstillväxt: orsaker och implikationer framöver", Konjunkturläget augusti 2008, Konjunkturinstitutet.

²⁵ Se OECD Productivity Database (<http://www.oecd.org>).

Tabell R3. En jämförelse av perioder med svag arbetsproduktivetsutveckling (produktion per sysselsatt), 1970–2009

Antal länder, procent respektive antal kvartal, årlig procentuell förändring

Ekonomisk kris/period	OPEC I (1973–1974)	1977–1978	OPEC II (1979–1980)	1984–1986	1990-talskrisen (1989–1991)	1994–1996	Asienkrisen (1997–1998)	IKT-krisen (2000–2001)	Finanskrisen (2006–)	Genomsnitt
Antal OECD-länder	12	3	12	8	12	8	5	11	14	9
Andel av undersökta OECD-länder	85,7	21,4	85,7	57,1	85,7	57,1	35,7	78,6	100,0	64,3
Genomsnittlig längd (kvartal)	6,7	5,7	8,6	7,6	10,3	7,8	6,0	10,0	8,9	8,4
Genomsnittlig produktivitetstillväxt	-0,81	-0,29	-0,12	-0,43	0,19	0,57	-0,26	0,23	-1,06	-0,26
Efterföljande perioder										
Genomsnittlig produktivitetstillväxt, kv1–kv4	3,37	3,28	2,85	3,04	2,51	2,07	3,83	2,11	---	2,79
Genomsnittlig produktivitetstillväxt, kv5–kv8	1,63	0,23	2,65	2,05	2,27	1,45	1,81	1,77	---	1,91

Anm. Starttidpunkten för de aktuella perioderna med svag produktivitet inträffar under något av kvartalen under åren som anges i första raden i tabellen. Produktivitetstillväxten i starttidpunkten för en period med svag produktivitet måste vara under 1,5 procent i årlig procentuell förändring. Därefter krävs ytterligare minst två kvartal med en produktivitetstillväxt som är lägre än 1,5 procent för att perioden ska räknas som en period med svag produktivitet. När produktivitetstillväxten är högre än 1,5 procent i årlig procentuell förändring räknas perioden med svag produktivitet vara över. Summeras siffrorna i andra raden i tabellen (ej genomsnittet) fås siffran 85, det vill säga det totala antalet perioder med svag produktivitet som är utgångspunkt för beräkningarna i tabellen.

Källor: OECD och Riksbanken

sysselsatt) för OECD-länderna. För undersökningen har 14 OECD-länder valts ut. Tabell R3 visar en jämförelse av perioder med låg eller negativ produktivitetstillväxt sedan 1970. Urvalskriteriet för att en period ska räknas som en period med svag produktivetsutveckling är att produktivitetstillväxten måste vara lägre än 1,5 procent i årlig procentuell förändring under minst tre kvartal i rad. Sedan 1970 har 9 perioder identifierats då större eller mindre grupper av länder har haft svag produktivitet. Dessa 9 perioder består av sammanlagt 85 perioder med svag produktivitet för de olika OECD-länderna.²⁶

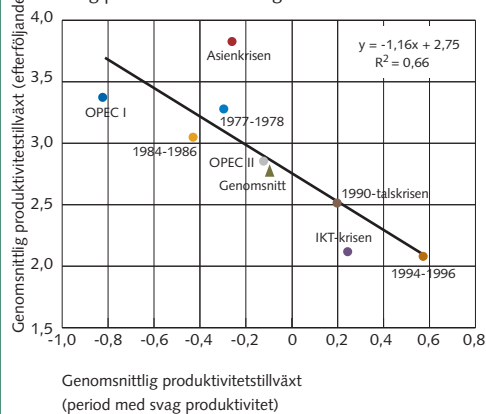
Perioder med svag produktivitet sammanfaller ofta med ekonomiska kriser

Sammanställningen visar att perioder med svag produktivitet ofta sammanfaller med lågkonjunkturer eller ekonomiska kriser, vilket syns tydligt i tabellen då ett större antal länder drabbas under sådana perioder. Produktivetsnedgången under den senaste finanskrisen, då samtliga länder i urvalet drabbades, är den bredaste sedan 1970. Närmast jämförbar vad det gäller omfattningen bland de under-

26 I ett par fall under längre sammanhängande perioder med svag produktivitet har produktivitetstillväxten under ett enskilda kvartal tillåts att vara högre än 1,5 procent i årlig procentuell tillväxt. Urvalskriteriet har valts utifrån vad som har bedömts vara en rimlig nivå för att räknas som en period med svag produktivitetstillväxt. Valet av urvalskriterium är subjektivt, vilket kan understrykas i detta sammanhang. Eftersom serierna för produktivitetstillväxten är volatila så minskar antalet perioder med svag produktivitet relativt mycket med ett snävare urvalskriterium. Med ett sådant urvalskriterium, till exempel att produktivitetstillväxten måste vara lägre än 0 procent i årlig procentuell tillväxt under minst tre kvartal i rad, kan 32 perioder med fallande produktivitetstillväxt i årlig procentuell förändring identifieras i stickprovet. Resultaten ändras också till viss del; genomsnittslängden blir kortare, den genomsnittliga produktivitetstillväxten under perioderna med sjunkande produktivitet blir mer negativ och återhämtningen efter perioderna blir svagare.

Diagram R5. Sambandet mellan genomsnittlig produktivitetstillväxt under en period med svag produktivitet och genomsnittlig produktivitetstillväxt under året efter en sådan period

Årlig procentuell förändring



Anm. De olika punkterna i diagrammet avser olika genomsnitt av sammanlagt 71 perioder med svag produktivitet i OECD-länderna. Det saknas alltså 14 perioder i diagrammet jämfört med tabell R3 (85-71 = 14), vilket beror på att produktivitetens utfall för de efterföljande perioderna saknas för den senaste finanskrisen (se tabell R3). R^2 är ekvationens förklaringsgrad, det vill säga 66 procent av variationen i den genomsnittliga produktivitetstillväxten under efterföljande period (året efter) kan förklaras av den genomsnittliga produktivitetstillväxten under perioden med svag produktivitet.

Källa: Riksbanken

sökta OECD-länderna är första oljekrisen (OPEC I), andra oljekrisen (OPEC II) samt 1990-talskrisen.

Tabell R3 redovisar även den genomsnittliga längden (mätt i kvartal) av perioder med svag produktivitet för de olika grupperna av OECD-länder. Under 1990-talskrisen och IKT-krisen i början av 2000-talet var den genomsnittliga perioden med låg produktivitet cirka 2,5 år, vilket är de två längsta perioderna med svag produktivitet i sammanställningen. Den genomsnittliga längden under den senaste finanskrisen kan dock komma att bli något längre än de nästan 9 kvartal som anges i tabellen, eftersom sista utfallet för arbetsproduktiviteten i OECD-länderna i databasen är fjärde kvartalet 2009.

Produktiviteten återhämtar sig normalt snabbt efter en nedgångsperiod

Under den senaste finanskrisen har produktivitetstillväxten i genomsnitt varit den lägsta, cirka -1,1 procent i årlig procentuell förändring, jämfört med de andra perioderna i tabellen. Närmast jämförbar är den första oljekrisen (OPEC I) med ett genomsnittligt produktivitetensfall på drygt 0,8 procent i årlig procentuell förändring. Under perioderna med svag produktivitet har produktivitetstillväxten i genomsnitt varit -0,3 procent, vilket kan jämföras med ett genomsnitt på drygt 1,8 procent i årlig procentuell förändring för samtliga observationer i stickprovet.

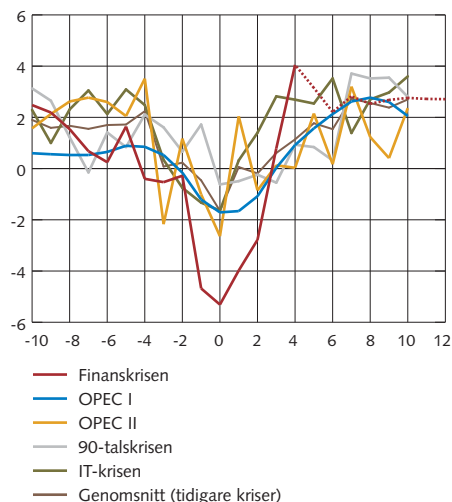
Tabell R3 redovisar också hur produktiviteten har utvecklats efter en period med svag produktivitet. Efter samtliga sådana perioder återhämtar sig produktivitetstillväxten. Återhämtningen har också genomgående varit större under det första året jämfört med det andra året efter en period med svag produktivitet. I genomsnitt är produktivitetstillväxten under återhämtningsperioderna 2,8 procent respektive 1,9 procent i årlig procentuell förändring under det första året respektive det andra året.

Det finns också ett starkt negativt samband mellan den genomsnittliga produktivitetstillväxten under en period med svag produktivitet och den genomsnittliga produktivitetstillväxten under året efter en sådan period (se diagram R5). Sambandet visar att ju svagare produktivitetens utveckling det är under en period desto högre blir produktivitetstillväxten under den efterföljande perioden. Ett sådant samband är inte särskilt förvånande. Under lågkonjunkturer eller perioder med ett lågt resursutnyttjande, som ofta sammanfaller med perioder med svag produktivitet, finns nämligen mycket lediga resurser i ekonomin. Tidigt i en uppgångsfas då efterfrågan stiger och de lediga resurserna börjar användas i produktionen igen ökar produktionen vanligtvis snabbt, vilket bidrar till att produktivitetstillväxten ökar snabbare än normalt.

Riksbanken tror på en relativt stark återhämtning i produktiviteten på kort sikt efter den senaste nedgången

Under senare år har den svenska arbetsproduktiviteten fallit under en längre sammanhängande period. Studier av hur arbetsproduktiviteten tidigare har utvecklats efter en sådan period kan vara ett av flera underlag i ett prognosarbete. Sådana studier kan ju ge en indikation på hur en avmattning eller nedgång i arbetsproduktiviteten brukar se ut och hur utvecklingen under den efterföljande perioden normalt brukar bli. Diagram R6 visar utvecklingen av tillväxten i arbetsproduktiviteten (produktion per sysselsatt) under den senaste finanskrisen jämfört med fyra andra perioder med svag arbetsproduktivitet i Sverige. Diagrammet visar att nedgången i produktivitetstillväxt under senare tid har varit djupare och de negativa tillväxttalen har bestått under en längre sammanhängande period än under de tidigare produktivetsnedgångarna i Sverige.²⁷ Detta kan tala för att återhämtningen i produktiviteten blir särskilt stark i år. Produktivitetstillväxten blev också stark första kvartalet i år, enligt utfallsstatistiken. Diagram R5 visar också att ju svagare produktiviteten är under en period desto starkare tenderar återhämtningen att bli. Återhämtningen i produktiviteten efter de senaste årens produktivetsnedgång bedöms mot denna bakgrund bli starkare på kort sikt jämfört med en typisk (genomsnittlig) nedgång i produktiviteten (se diagram R6). Därefter bedöms produktiviteten utvecklas ungefär i linje med utvecklingen under en typisk återhämtningsperiod.

Diagram R6. En jämförelse mellan fem perioder med svag arbetsproduktivitet
Årlig procentuell förändring



Anm. Horisontell axel visar antalet kvartal före respektive efter kvartalet med lägst produktivitetstillväxt under respektive period. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: OECD och Riksbanken

²⁷ Detta blir ännu tydligare om arbetsproduktiviteten mäts i produktion per arbetad timme.

■ KPI och mått på underliggande inflation

Riksbanken har sedan början av 2009 valt att lyfta fram det underliggande inflationsmålet KPIF som ett särskilt viktigt mått för penningpolitiken. Detta betyder dock inte att inflationsmålet har ändrats. Målet är alltså att uppnå en inflation på 2 procent i termer av KPI. Men reporäntan har sänkts kraftigt sedan finanskrisen utbröt och väntas återgå mot mer normala nivåer under prognosperioden. Under sådana omständigheter kommer KPI-inflationen att påverkas kraftigt, via effekterna på hushållens räntekostnader. För att tydliggöra hur KPI påverkas av dessa förändringar i reporäntan har Riksbanken valt att komplettera KPI-prognoserna med prognoser för KPIF. Om penningpolitiken utformas så att KPIF hamnar nära 2 procent kommer också KPI att göra det när effekterna av alla ränteförändringar ebbat ut. Så länge som prognoserna för KPI och KPIF skiljer sig åt under hela prognosperioden och skillnaden i första hand beror på Riksbankens politik är det naturligt att även lyfta fram KPIF som ett viktigt mått på underliggande inflation.

Inflationsmålet är definierat i termer av KPI ...

I riksbankslagen anges att "målet för Riksbankens verksamhet skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde". Riksbanken har preciserat att det operationella målet är att inflationen, mätt som förändringen i konsumentprisindex (KPI), ska vara 2 procent per år. Denna målformulering har legat fast ända sedan inflationsmålet annonserades 1993.²⁸ Målformuleringen har befasts i de förtydliganden av den penningpolitiska strategin som publicerats sedan dess.²⁹ Att målet är definierat i termer av KPI beror på att det är ett brett prisindex som representerar vanliga inköp och som är välkänt för allmänheten. KPI-statistiken har dessutom god kvalitet, revideras normalt inte och publiceras kort efter månadens slut.

Penningpolitiken kan inte användas för att varaktigt höja nivån på produktion och sysselsättning. Däremot påverkar förändringar i reporäntan realekonomin kortsiktigt. Genom att sträva efter att stabilisera produktion och sysselsättning kring långsiktigt hållbara utvecklingsbanor bidrar Riksbanken till att de allmänna ekonomisk-politiska målen om god tillväxt och hög sysselsättning uppnås. I praktiken innebär detta att Riksbanken bedriver en flexibel inflationsmålspolitik genom att i sin räntesättning sträva efter att både stabilisera inflationen kring inflationsmålet och resursutnyttjandet kring en normal nivå.

... men penningpolitiken vägleds ofta av andra mått på underliggande inflation

Även om inflationsmålet är definierat i termer av KPI:s ökningstakt följer och analyserar Riksbanken regelmässigt utvecklingen av olika mått på underliggande inflation. Med detta menas inflationsmätt där

²⁸ Se Pressmeddelande nr 5, 1993, Sveriges riksbank.

²⁹ Se L. Heikensten, "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och valutapolitik* 1999:1, Sveriges riksbank, samt "Penningpolitiken i Sverige, 2010", Sveriges riksbank.

prisutvecklingen på vissa varor eller tjänster rensats bort. Ibland påverkas KPI av faktorer som bara ger tillfälliga effekter på inflationen och som Riksbanken därför inte behöver motverka med penningpolitiken. Genom att exkludera sådana komponenter ur KPI kan man få ett inflationsmått som ger insikter om den mer varaktiga inflationen, vilket kan vara användbart i analys- och prognosarbetet.³⁰ Det kan exempelvis handla om förändringar i reporäntan, som påverkar KPI via räntekostnader för egnahem. I sådana fall kan analysen kompletteras med prognoser för olika mått på underliggande inflation. Syftet är då att illustrera hur olika komponenter i KPI utvecklas under prognosperioden och att tydliggöra vilka inflationsstörningar som Riksbanken väljer att inte motverka med penningpolitiken.

Metodförändringar i prognosarbetet har minskat behovet av mått på underliggande inflation

När inflationsmålet infördes gjorde Riksbanken prognoser två år framåt i tiden. Dessa prognoser var baserade på antagandet att reporäntan hölls oförändrad under prognosperioden. Behovet av att redovisa olika mått på underliggande inflation var stort, eftersom det var relativt vanligt att olika tillfälliga inflationsstörningar inte hann klinga av inom tvåårsperioden.³¹ Sedan dess har det penningpolitiska prognosarbetet på Riksbanken förändrats. Prognoshorisonten förlängdes från två till tre år i samband med att den första inflationsrapporten publicerades 2005. För att kunna göra realistiska prognoser, som sträcker sig tre år framåt, övergavs antagandet om en oförändrad reporänta. Från och med denna rapport antogs i stället att reporäntan följde marknadens förväntningar, såsom de speglades i de så kallade implicita terminsräntorna, och sedan den första penningpolitiska rapporten 2007 redovisar Riksbanken sin egen prognos över den framtida reporäntan.³² Syftet med att förlänga prognosperioden var att på ett tydligare sätt illustrera hur inflationsutvecklingen ibland påverkas av tillfälliga inflationsstörningar. Tanken var att tillfälliga inflationsstörningar som inte hunnit klinga av inom den tidigare tvåårshorisonten skulle hinna göra det inom tre år. Behovet av att redovisa mått på underliggande inflation där tillfälliga inflationsstörningar rensats bort skulle därmed bli mindre.³³

KPIF kan användas för att illustrera hur penningpolitiken påverkar räntekostnaderna i KPI

Även när det gäller vilka mått på underliggande inflation som används har det skett förändringar. Inflationsmättet KPIX (tidigare kallat

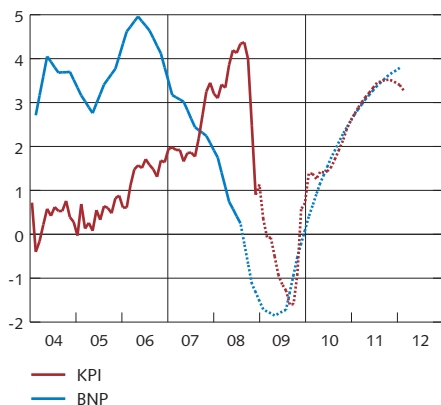
30 Se J. Hansson, J. Johansson & S. Palmqvist, "Varför behöver vi mått på underliggande inflation?", *Penning- och valutapolitik*, 2008:2, Sveriges riksbank.

31 Se fördjupningsrutan "Riksbankens penningpolitik – mål och indikatorer" i Inflationsrapport 2003:3.

32 Inflationsrapporten bytte namn till Penningpolitisk rapport när Riksbanken började publicera en egen räntebana 2007.

33 Se fördjupningsrutorna "Metodförändringar i Riksbankens prognosarbete" i Inflationsrapport 2005:1 och "Riksbanken publicerar egen prognos för reporäntan" i Penningpolitisk rapport 2007:1.

Diagram R7. KPI och BNP. Utfall och prognoser från Penningpolitisk rapport, februari 2009
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

UND1X) hade länge en speciell status i Riksbankens penningpolitiska analys. Men det visade sig att KPIX rensade bort lite för mycket. Förutom de direkta effekterna av Riksbankens ränteändringar exkluderades ökningarna i fastighetspriser samt effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner. Eftersom fastighetspriserna stigit mycket under en lång period skulle KPIX inte sammanfalla med KPI ens på lång sikt. Det gick då inte längre att använda KPIX för att illustrera hur tillfälliga inflationsstörningar, som exempelvis förändringar i reporäntan, påverkade KPI-inflationen. I den andra penningpolitiska rapporten 2008 introducerades därför ett nytt mått på underliggande inflation, kallat KPIF (KPI med fast ränta). I detta mått är den enda skillnaden mot KPI att bostadsräntorna hålls konstanta. KPIF har därför egenskapen att det sammanfaller med KPI på lång sikt.³⁴

Reporäntan har sänkts kraftigt under finanskrisen för att bromsa fallet i BNP-tillväxten

När KPIF introducerades var tanken att det främst skulle användas i utfallsanalysen för att illustrera hur Riksbankens egna ränteförändringar påverkar räntekostnaderna i den aktuella KPI-inflationen. KPIF skulle inte få samma särställning som KPIX tidigare haft, utan den penningpolitiska diskussionen skulle fokusera mer direkt på KPI.³⁵ Sedan kom finanskrisen. Under hösten 2008 sänktes reporäntan i rask takt från 4,75 till 2 procent och under det första halvåret 2009 fortsatte sänkningarna ner till 0,25 procent. Ett viktigt motiv till dessa sänkningar var att försöka bromsa det kraftiga fall som skett i BNP-tillväxten. Riksbanken valde då att föra en penningpolitik som innebar att KPI-inflationen väntades avvika kraftigt från inflationsmålet för att uppnå en bra balans mellan å ena sidan stabiliseringen av inflationen kring inflationsmålet och å andra sidan stabiliseringen av real ekonomin. Detta exemplifieras i diagram R7 med det beslutsläge som gällde när den penningpolitiska rapporten från februari 2009 publicerades. För att illustrera hur Riksbankens ränteförändringar påverkar KPI-inflationen under prognosperioden och tydliggöra vilka avvikelser från inflationsmålet som kan accepteras har Riksbanken valt att även publicera prognoser för KPIF sedan denna rapport.

När reporäntan ändras mycket kommer räntekostnaderna att variera mycket

Riksbankens prognoser för reporäntan har sedan dess indikerat att reporäntan visserligen ska hållas på en låg nivå länge, men att den under prognosperioden ska börja återgå mot mer normala nivåer. Under sådana omständigheter kommer reporäntan först att bidra till att sänka räntekostnaderna för egnahem för att sedan, i takt med att

³⁴ Se fördjupningsrutan "Ökningstakten i KPIX understiger KPI under lång tid" i Penningpolitisk rapport 2008:2.

³⁵ Se fördjupningsrutan "Hur används måttet på underliggande inflation i den penningpolitiska analysen?" i Penningpolitisk rapport 2008:2 och "Riksbankens inflationsmål – KPI, andra inflationsmått och utfasning av KPIX" tal av Barbro Wickman-Parak, 2008-06-09.

reporäntan höjs, pressa upp dem igen. Detta illustreras i diagram R8, som visar utfall och prognoser för reporäntan och hushållens räntekostnader. Bortom den ordinarie prognoshorizonten antas att reporäntan ligger still på ungefär 4 procent. De stora förändringarna i reporäntan gör att räntekostnaderna faller med knappt 20 procent under det andra kvartalet 2010 jämfört med motsvarande kvartal i fjol för att under de kommande åren stiga med som mest drygt 30 procent.

På sikt sammanfaller KPI och KPIF

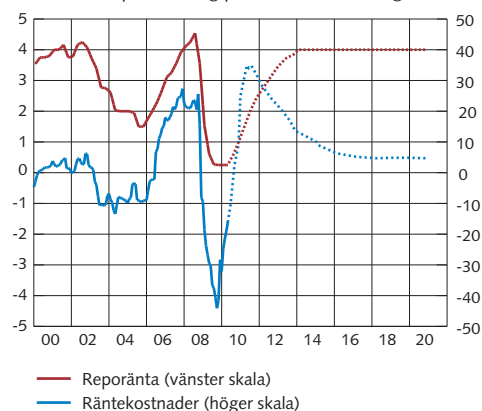
Vad blir konsekvenserna för KPI under dessa antaganden? Med så stora fluktuationer i reporäntan och räntekostnaderna är inte ens tre år tillräckligt lång tid för att de tillfälliga inflationsstörningarna ska hinna klinga av.³⁶ Räntekostnader för egnahem utgör i dagsläget drygt 6 procent av KPI och bidrar till att pressa ner KPI-inflationen med ungefär 1 procentenhet under KPIF. I takt med att reporäntan väntas höjas sker det omvända och räntekostnaderna pressar upp KPI med knappt 1 procentenhet över KPIF.³⁷

Den enda skillnaden mellan KPI och KPIF är att bostadsräntorna hålls konstanta i KPIF. Därför kommer de två måtten att sammanfalla när effekterna av ränteförändringarna ebbat ut och räntekostnaderna stabiliserats. Detta illustreras i diagram R9, som visar utfall och prognoser för de två inflationsmåten. Bortom prognosperioden antas att KPIF sammanfaller med inflationsmålet. Av detta mycket stiliserade exempel framgår att om penningpolitiken utformas så att KPIF hamnar nära 2 procent kommer målvariabeln, KPI, också att göra det på sikt. KPIF kan ses som en indikator på hur KPI kommer att utvecklas på längre sikt. Men det framgår också att de två måtten kommer att skilja sig åt under en lång period framöver som en direkt följd av Riksbankens penningpolitik.

I KPIF hålls alla förändringar i marknadsräntorna konstanta

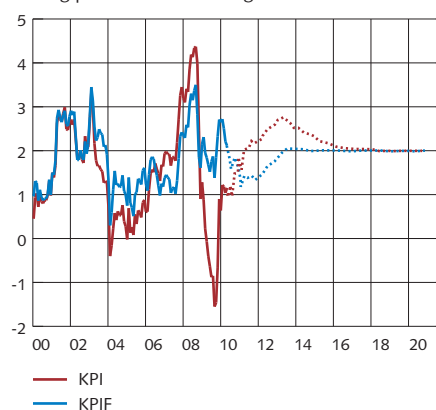
Även KPIF rensar bort lite för mycket. Syftet med måttet är att rensa bort de direkta effekter som en förändring av reporäntan har på hushållens räntekostnader. Den ränta som ingår i beräkningen av hushållens räntekostnader är dock inte reporäntan utan bostadsräntor med olika löptider. Vid beräkningen av KPIF hålls alla förändringar i dessa marknadsräntor konstanta. När reporäntan ändras så mycket som den gjort sedan finanskrisen bröt ut och väntas göra framöver kommer marknadsräntorna att variera mycket som en direkt följd av förändringarna i reporäntan. Men marknadsräntorna kan också ändras av andra skäl än att reporäntan ändras. Exempelvis skulle de långa marknadsräntorna kunna stiga om trovärdigheten för inflationsmålet mins-

Diagram R8. Reporänta och räntekostnader för egnahem, utfall, prognos och framskrivning
Procent respektive årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram R9. KPI och KPIF, utfall, prognos och framskrivning
Årlig procentuell förändring



Anm. Bortom prognosperiodens slut antas att KPIF ökar med 2 procent och att reporäntan går till 4 procent för att därefter ligga still fram till 2020.

Källor: SCB och Riksbanken

36 Att sådana omständigheter skulle kunna uppstå noterades även av J. Hansson, J. Johansson och S. Palmqvist, "Varför behöver vi mått på underliggande inflation?", *Penning- och valutapolitik*, 2008:2, Sveriges riksbank.

37 Approximativt kan bidraget från räntekostnaderna på KPI-inflationen beräknas genom att man multiplicerar räntekostnadernas vikt (6 procent) med den årliga procentuella förändringen i räntekostnaderna. För en mer exakt beräkningsmetod, se fördjupnings-PM nr 4 2010, "Räntekostnadernas bidrag till KPI-inflationen", publicerat av Konjunkturinstitutet.

kade, vilket skulle pressa upp KPI via högre räntekostnader för egnahem. I sådana fall är det inte troligt att man vill låta penningpolitiken vägledas av ett mått på underliggande inflation där alla marknadsräntor konstanthålls på det sätt som görs i KPIF.³⁸

Målet är alltjämt att uppnå 2 procent i termer av KPI

Som Riksbanken betonat vid ett flertal tillfällen finns det inget enskilt mått på underliggande inflation som fungerar i alla lägen och som alltid rensar bort exakt det som har tillfälliga effekter på KPI-inflationen. Så länge som prognoserna för KPI och KPIF skiljer sig åt under hela prognosperioden och skillnaden i första hand beror på Riksbankens politik är det naturligt att även lyfta fram KPIF som ett viktigt mått på underliggande inflation. Detta innebär lika lite som tidigare att målet för penningpolitiken ändrats. Inflationsmålet är definierat i termer av KPI, ett brett prisindex som representerar vanliga inköp och som är välkänt för allmänheten.³⁹

³⁸ I KPI ingår hushållens räntekostnader för egnahem som en del av boendekostnaderna. Därför finns det en direkt koppling mellan marknadsräntorna och boendekostnaderna. Men även med andra metoder att beräkna boendekostnader, såsom exempelvis hyresekvivalensansatsen, kommer det att finnas en koppling mellan marknadsräntorna och boendekostnaderna, eftersom hyrorna normalt stiger om marknadsräntorna stiger.

³⁹ Se även "Penningpolitiken i Sverige, 2010", s. 4, Sveriges riksbank.

■ Appendix

- Tabeller
- Översikt över fördjupningar 2007–2010
- Tidigare räntebeslut
- Ordlista

Tabeller

Bedömningen i föregående penningpolitiska uppföljning (april 2010) anges inom parentes.

Tabell A1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	Kv 2 2010	Kv 3 2010	Kv 4 2010	Kv 3 2011	Kv 3 2012	Kv 3 2013
Reporänta	0,25	0,5 (0,4)	0,9 (0,7)	2,1(2,0)	3,1 (3,5)	3,8

Källa: Riksbanken

Tabell A2. Inflation, årsgenomsnitt

Årlig procentuell förändring

	2009	2010	2011	2012
KPI	-0,3 (-0,3)	1,2 (1,1)	2,0 (2,1)	2,4 (2,9)
KPIF	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	1,4 (1,3)	1,6 (1,8)
KPIF exklusive energi	2,3 (2,3)	1,6 (1,6)	1,5 (1,4)	1,7 (1,8)
HIKP	1,9 (1,9)	1,9 (2,0)	1,1 (1,1)	1,4 (1,6)

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A3. Finansiella prognoser i sammanfattning

Årsgenomsnitt, procent om ej annat anges

	2009	2010	2011	2012
Reporänta	0,7 (0,7)	0,5 (0,4)	1,9 (1,8)	3,0 (3,3)
10-årsränta	3,3 (3,3)	3,0 (3,5)	3,5 (4,0)	4,1 (4,4)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	140,2 (140,2)	131,0 (128,9)	125,0 (126,0)	124,1 (126,4)
Offentligt finansiellt sparande*	-1,0 (-0,8)	-0,5 (-1,2)	0,5 (0,0)	1,1 (1,0)

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	2009	2010	2011	2012
Euroområdet	-4,1 (-4,0)	0,8 (0,9)	1,3 (1,6)	1,9 (2,2)
USA	-2,4 (-2,4)	3,2 (3,2)	3,0 (3,0)	2,8 (2,8)
Japan	-5,2 (-5,2)	2,8 (1,9)	1,8 (2,0)	1,7 (1,8)
OECD	-3,3 (-3,4)	2,6 (2,3)	2,5 (2,6)	2,5 (2,7)
TCW-vägd	-3,8 (-3,8)	1,4 (1,3)	1,8 (2,0)	2,0 (2,2)
Världen	-0,7 (-0,7)	4,2 (4,0)	4,2 (4,2)	4,2 (4,2)

KPI	2009	2010	2011	2012
Euroområdet (HIKP)	0,3 (0,3)	1,4 (1,2)	1,0 (1,3)	1,3 (1,7)
USA	-0,3 (-0,3)	1,9 (1,9)	1,7 (1,9)	2,0 (2,2)
Japan	-1,4 (-1,4)	-0,7 (-1,0)	-0,1 (0,0)	0,3 (0,5)
TCW-vägd	0,5 (0,5)	1,6 (1,4)	1,2 (1,4)	1,5 (1,8)

	2009	2010	2011	2012
Råoljepris, USD/fat Brent	62 (62)	77 (82)	81 (87)	84 (88)
Svensk exportmarknad	-12,6 (-13,2)	5,0 (5,0)	6,9 (7,9)	6,8 (8,2)

Anm. Svensk exportmarknad beräknas genom en sammanvägning av importen i de 15 länder som mottar mest svensk export. Cirka 70 procent av den svenska exporten går till dessa länder. Vikterna utgörs av respektive lands andel av svensk varuexport.

Källor: Eurostat, IMF, Intercontinental Exchange, OECD och Riksbanken

Tabell A5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2009	2010	2011	2012
Hushållens konsumtion	-0,8 (-0,8)	3,5 (2,2)	2,4 (2,4)	1,9 (2,0)
Offentlig konsumtion	1,7 (2,1)	1,3 (1,0)	1,2 (0,6)	0,6 (0,6)
Fasta bruttoinvesteringar	-16,0 (-15,3)	2,6 (2,0)	6,3 (5,6)	5,7 (6,0)
Lagerinvesteringar*	-1,5 (-1,5)	1,2 (1,8)	0,4 (0,5)	0,2 (0,0)
Export	-12,4 (-12,5)	7,2 (4,0)	6,7 (7,5)	6,2 (7,2)
Import	-13,2 (-13,4)	8,2 (7,8)	6,4 (6,4)	6,0 (6,5)
BNP	-5,1 (-4,9)	3,8 (2,2)	3,6 (3,7)	2,8 (3,1)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,1 (-4,7)	3,5 (1,8)	3,6 (3,7)	3,2 (3,5)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	-3,1 (-2,8)	2,6 (1,7)	2,6 (2,3)	2,1 (2,2)
Nettoexport*	-0,5 (-0,5)	0,1 (-1,3)	0,6 (0,9)	0,5 (0,8)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	7,2 (7,2)	6,3 (5,8)	6,7 (6,4)	6,9 (7,0)

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A6. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2009	2010	2011	2012
Folkmängd, 16–64 år	0,7 (0,7)	0,5 (0,5)	0,2 (0,2)	0,0 (0,0)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,1 (-4,7)	3,5 (1,8)	3,6 (3,7)	3,2 (3,5)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	-2,6 (-2,6)	0,6 (0,0)	1,0 (0,6)	0,9 (0,8)
Sysselsatta, 15–74 år	-2,0 (-2,0)	0,6 (0,2)	0,9 (0,3)	0,6 (0,5)
Arbetskraft, 15–74 år	0,2 (0,2)	1,1 (0,9)	0,5 (0,0)	0,2 (0,1)
Arbetslöshet, 15–74 år*	8,4 (8,4)	8,9 (9,0)	8,5 (8,8)	8,1 (8,4)

* Procent av arbetskraften

Källor: Arbetsförmedlingen, SCB och Riksbanken

Tabell A7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data

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

* 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 säsongrensat förädlingsvärde i fast pris.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Tabell A8. Alternativscenario med statsfinansiell kris i euroområdet, årsgenomsnitt
Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2009	2010	2011	2012
Reporänta, procent	0,7	0,3 (0,5)	0,2 (1,9)	0,9 (3,0)
KPIF	1,9	2,0 (2,0)	1,1 (1,4)	1,5 (1,6)
KPI	-0,3	1,1 (1,2)	0,9 (2,0)	2,0 (2,4)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,1	3,5 (3,5)	2,7 (3,6)	3,0 (3,2)
Timgap, procent	-0,8	-0,9 (-0,8)	-1,6 (-0,4)	-1,5 (-0,1)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	140,2	131,9 (131,0)	131,5 (125,0)	127,7 (124,1)
Omvärldens styrränta, procent	0,7	0,4 (0,5)	0,2 (1,4)	1,2 (2,9)
Omvärldens KPI	0,5	1,5 (1,6)	0,6 (1,2)	0,7 (1,5)
Omvärldens BNP	-3,8	1,4 (1,4)	0,4 (1,8)	1,8 (2,0)

Anm. Timgap avser arbetade timmars avvikelser från HP-trend och ska inte tolkas som Riksbankens samlade bedömning av resursutnyttjandet.
TCW-vägda omvärldsvariabler. Huvudscenariots prognos inom parentes.
Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

Tabell A9. Alternativscenario med högre inhemsk efterfrågan, årsgenomsnitt
Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2009	2010	2011	2012
Reporänta, procent	0,7	0,6 (0,5)	2,5 (1,9)	3,7 (3,0)
KPIF	1,9	2,1 (2,0)	1,8 (1,4)	1,8 (1,6)
KPI	-0,3	1,3 (1,2)	2,7 (2,0)	2,8 (2,4)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,1	3,6 (3,5)	4,1 (3,6)	3,5 (3,2)
Timgap, procent	-0,8	-0,7 (-0,8)	0,3 (-0,4)	0,8 (-0,1)
Hushållens konsumtion	-0,8	3,9 (3,5)	4,6 (2,4)	2,3 (1,9)
Fasta bruttoinvesteringar	-16,0	2,8 (2,6)	7,1 (6,3)	5,7 (5,7)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	140,2	130,9 (131,0)	124,5 (125,0)	124,3 (124,1)

Anm. Timgap avser arbetade timmars avvikelser från HP-trend och ska inte tolkas som Riksbankens samlade bedömning av resursutnyttjandet.
Huvudscenariots prognos inom parentes.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A10. Alternativscenario med högre reporänta, årsgenomsnitt
Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2009	2010	2011	2012
Reporänteantagande, procent	0,7	0,7 (0,5)	2,1 (1,9)	2,9 (3,0)
KPIF	1,9	2,0 (2,0)	1,2 (1,4)	1,5 (1,6)
KPI	-0,3	1,3 (1,2)	1,8 (2,0)	2,2 (2,4)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,1	3,5 (3,5)	3,3 (3,6)	3,3 (3,2)
Real reporänta, procent	-1,0	-0,1 (-0,4)	0,9 (0,8)	
Timgap, procent	-0,8	-0,8 (-0,8)	-0,7 (-0,4)	-0,3 (-0,1)
Produktionsgap (BNP), procent	-4,8	-3,0 (-3,0)	-1,7 (-1,3)	-0,6 (-0,3)

Anm. Produktions- och timgap avser produktion och arbetade timmars avvikelser från HP-trend och ska inte tolkas som Riksbankens samlade bedömning av resursutnyttjandet. Huvudscenariots prognos inom parentes.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A11. Alternativscenario med lägre reporänta, årsgenomsnitt
Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2009	2010	2011	2012
Reporänteantagande, procent	0,7	0,3 (0,5)	1,7 (1,9)	3,0 (3,0)
KPIF	1,9	2,1 (2,0)	1,6 (1,4)	1,7 (1,6)
KPI	-0,3	1,1 (1,2)	2,2 (2,0)	2,7 (2,4)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,1	3,6 (3,5)	3,9 (3,6)	3,2 (3,2)
Real reporänta, procent	-1,0	-0,7 (-0,4)	0,6 (0,8)	
Timgap, procent	-0,8	-0,8 (-0,8)	-0,2 (-0,4)	0,1 (-0,1)
Produktionsgap (BNP), procent	-4,8	-2,9 (-3,0)	-1,0 (-1,3)	0,0 (-0,3)

Anm. Produktions- och timgap avser produktion och arbetade timmars avvikelser från HP-trend och ska inte tolkas som Riksbankens samlade bedömning av resursutnyttjandet. Huvudscenariots prognos inom parentes.
Källor: SCB och Riksbanken

Översikt över fördjupningar 2007–2010⁴⁰

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
- 2009 **Oktober** Utvärdering av olika penningpolitiska alternativ
- 2009 **Oktober** Okonventionella åtgärder och risk för inflation
- 2009 **Oktober** Utfasning av okonventionella åtgärder
- 2009 **Oktober** Bostadspriserna i Sverige

2010

- 2010 **Februari** Vad är en normal reporänta?
- 2010 **Februari** Årets avtalsrörelse bedöms ge låga löneökningar

⁴⁰ En förteckning över fördjupningar från och med 1993 och framåt finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Tidigare räntebeslut⁴¹

Mötesdatum	Reporänta (procent)	Beslut (procentenheter)	Penningpolitisk rapport
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	4,5	+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	Juli 2009
2 september	0,25	0	Penningpolitisk uppföljning
21 oktober	0,25	0	Oktober 2009
15 december	0,25	0	Penningpolitisk uppföljning
2010			
10 februari	0,25	0	Februari 2010
19 april	0,25	0	Penningpolitisk uppföljning

41 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, inklusive till exempel bonus, arbetsgivaravgift, avtalade kollektiva avgifter och löneberoende produktionsskatter.

Avkastningskurva: Binder samman marknadens räntesatser för olika löptider.

Basis-spread: Anger skillnaden mellan interbankränta och förväntad styrränta med samma löptid.

ECB: Europeiska centralbanken.

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

Enhetsarbetskostnad: Arbetskostnad (se definition) per producerad enhet.

Exportmarknad: Avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Beräknas genom en sammanvägning av importen i de 15 länder som mottar mest svensk export. Cirka 70 procent av den svenska exporten går till dessa länder. Vikterna utgörs av respektive lands andel av svensk varuexport.

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 rate: Federal Reserves styrränta.

Finansiella marknader: Samlingsnamn för marknader där finansiella instrument handlas. De fyra viktigaste marknaderna är valutamarknaden, räntemarknaden, aktiemarknaden och derivatmarknaden.

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 i dag. 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 som har utvecklats som ett inom EU jämförbart mått på inflationen. HIKP skiljer sig från KPI vad avser både beräkningsmetoder och täckning, till exempel ingår inte bostadsräntor i HIKP.

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

Implicita terminsräntor: Räntan på exempelvis två obligationer med olika löptider kan användas för beräkning av framtida räntor, det vill säga implicita terminsräntor, under obligationernas löptid. Denna metod används när det inte finns marknadsnoterade terminsräntor. 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, sin produktion, sina anställningsplaner med mera.

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

KPIF: KPI med fast bostadsränta, påverkas inte direkt av en förändring av bostadsräntorna. Hela förändringen av delindex för räntekostnader kommer från förändringen av värdet på husstocken.

Kreditspread: Avser ränteskillnaden mellan ett värdepapper med kreditrisk och ett riskfritt värdepapper med samma löptid.

Köpeskillingskoefficient: En fastighets köpeskilling dividerat med dess taxeringsvärde.

Löpande priser: Uttrycker det nominella värdet av ett flöde eller en stock och är inte justerat för värdeförändringar som orsakas av inflation. Se även fasta priser.

Monetär bas: Definieras i Sverige som utestående sedlar och mynt, penningpolitiska motparters inlåning i Riksbanken samt fordringar på Riksbanken till följd av emitterade riksbankscertifikat.

Nettotal: Andelen företag eller hushåll som i en enkätundersökning uppger en positiv utveckling minus andelen som anger en negativ utveckling.

Obligationsmarknad: Se räntemarknad.

Penningmarknad: Se räntemarknad.

Penningmarknadsinstrument: Se räntemarknad.

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 riskfria 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 Fisherekvationen som nominalräntan minus förväntad inflation.

Refirränta: Den europeiska centralbankens styrränta.

Reporänta: Riksbankens viktigaste 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 som en kompensation för risk.

Räntemarknad: På räntemarknaden handlar man med instrument som ger en fastställd avkastning, en ränta. Räntemarknaden brukar ofta delas in i en obligationsmarknad och en penningmarknad. På obligationsmarknaden handlas värdepapper – obligationer – med löptider från i regel ett år och uppåt. Handeln på penningmarknaden omfattar instrument som till exempel statsskuldväxlar och certifikat, vanligen med löptider upp till ett år.

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

Spotpris: Priset på en vara för omedelbar leverans, kallas även för avistapris.

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

STINA: Stockholm Tomnext Interbank Average, ett räntederivatkontrakt där två parter byter ett fast ränteflöde respektive ett rörligt ränteflöde med varandra. Ränteflödena baseras 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.

Styrräntor: De räntor som en centralbank sätter i penningpolitiskt syfte. I Sverige är det reporäntan samt in- och utlåningsräntan.

Subprime-lån: Bostadslån till hushåll med låga eller icke verifierade inkomster.

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

TCW-index: Index för den svenska kronans växelkurs.

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

TED-spread (ursprungligen treasury/euro-dollar-spread): Anger skillnaden mellan interbankränta och ränta på en statsskuldväxel med samma löptid.

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

Terminsränta: Ett terminsräntekontrakt innebär en skyldighet för ingående parter att fullfölja ett köp eller en försäljning av en räntetillgång till en förutbestämd ränta, terminsräntan, och vid en förutbestämd tidpunkt. Terminsräntan i ett kontrakt avspeglar marknadsaktörernas förväntade räntenivå under terminskontraktets löptid.

Tillgångspriser: I huvudsak avses priset på aktier och fastigheter.

Underliggande inflation: Inflationsmått som på olika sätt rensar bort eller viktar 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. Omräkning till årstakt underlättar jämförelser av förändringar på olika frekvens. Anta exempelvis att BNP ökar med 0,5 procent mellan första och andra kvartalet, vilket i uppräknad årstakt blir cirka 2 procent och är en indikation på vad kvartalsförändringen kan ge för helårsutveckling.

Sveriges riksbank
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

