



Penningpolitisk rapport

Oktober 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 25 oktober 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 den penningpolitiska uppföljningen i september **19**
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker **20**
 - Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen **21**
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin **27**

- FÖRDJUPNINGAR
 - Varför högre tillväxt i Sverige än i euroområdet och USA? **39**
 - Basel III - skärpta regler för banker **44**
 - Reporäntebanan och penningpolitiska förväntningar enligt implicita terminräntor **51**
 - Drivkrafterna bakom trenderna i ekonomin kan analyseras med en produktionsfunktion **56**

- Appendix **63**
 - Tabeller **64**
 - Översikt över fördjupningar 2007–2010 **68**
 - Tidigare räntebeslut **69**
 - Ordlista **70**

■ Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning

■■ Reporäntan höjs med 0,25 procentenheter till 1,0 procent

Den svenska ekonomin växer snabbt. Styrkan i återhämtningen i USA och Europa är däremot fortsatt osäker. Inflationstrycket är lågt i Sverige, men det väntas stiga i takt med att konjunkturläget förstärks. För att stabilisera inflationen nära målet på 2 procent och uppnå ett normalt resursutnyttjande behöver reporäntan gradvis höjas. Riksbankens direktion har därför beslutat att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,0 procent. Till följd av den svaga utvecklingen i omvärlden bedöms däremot inte reporäntan behöva höjas lika mycket de kommande åren.

■■ Sveriges ekonomi växer snabbt

Svensk ekonomi utvecklas starkt. Den globala återhämtningen har bidragit till att världshandeln stiger, vilket gynnar svensk export. En kombination av starka offentliga finanser, ett högt hushållssparande och optimism bland hushållen skapar förutsättningar för stigande konsumtion. Den breda uppgången i svensk ekonomi bidrar också till att sysselsättningen ökar snabbt.

Samtidigt är utvecklingen i omvärlden fortsatt osäker. Återhämtningen i USA kommer att ta tid och de stora finanspolitiska åtstramningarna i flera europeiska länder dämpar tillväxten i Europa. En långsam återhämtning i dessa länder medför ett måttligt inflationstryck och låga omvärldsräntor.

■■ Reporäntan höjs mot mer normala nivåer

Riksbankens direktion har beslutat att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,0 procent. Även om inflationstrycket i svensk ekonomi är lågt i dagsläget till följd av det svaga konjunkturläget i omvärlden, låga arbetskostnader för svenska företag och en starkare krona väntas det stiga i takt med att konjunkturen i Sverige förstärks. För att stabilisera inflationen nära målet på 2 procent och uppnå ett normalt resursutnyttjande behöver därför reporäntan gradvis höjas mot mer normala nivåer. Dessutom har hushållens skulder ökat påtagligt under senare år. Om skulderna under en längre tid fortsätter att öka väsentligt snabbare än inkomsterna finns det risk för att obalanser byggs upp i den svenska ekonomin.

■■ Fortsatt osäkerhet i omvärlden – reporäntebanan justeras ned

Prognosen för reporäntan justeras ned i förhållande till prognosen i september. Utvecklingen i omvärlden liksom ett lågt inflationstryck i Sverige under prognosperioden ger sammantaget skäl för att räntan inte behöver höjas lika snabbt de kommande åren.

I oktober förföll det sista av de tre lånen till fast ränta som gavs till bankerna under 2009. Dessa lån har inte ersatts av nya lån. Utvecklingen utgör en viktig del i normaliseringen av penningpolitiken.

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 tillväxten i omvärlden blir svagare till följd av att exempelvis återhämtningen i USA tappar fart eller de finanspolitiska problemen i Europa förvärras kan penningpolitiken behöva bli mer expansiv än i huvudscenariot. Det kan å andra sidan inte uteslutas att den inhemska efterfrågan i Sverige blir starkare än väntat och då kan räntan behöva höjas mer framöver.

Återhämtningen i BNP går snabbare i Sverige än i euroområdet och USA. Till skillnad från i många andra länder förbättras också läget på arbetsmarknaden relativt snabbt. I takt med att läget på arbetsmarknaden förbättras och löneökningstakten stiger ökar även inflationstrycket i den svenska ekonomin. För att stabilisera inflationen nära inflationsmålet på 2 procent och samtidigt uppnå ett normalt resursutnyttjande bedömer Riksbanken därför att det är lämpligt att fortsätta den normalisering av penningpoliti-

ken som inleddes under sommaren. Prognoserna i denna rapport baseras på att reporäntan höjs till 1 procent i oktober. Det låga resursutnyttjandet och låga inflationstrycket motiverar dock att reporäntan är lägre än normalt under hela prognosperioden. Till följd av att inflationstrycket beräknas bli lägre än tidigare förväntat, bedöms inte räntan behöva höjas lika mycket de kommande åren. Räntebanan är något nedjusterad jämfört med i september.

Sammanfattning – stark tillväxt i Sverige trots en långsam internationell återhämtning

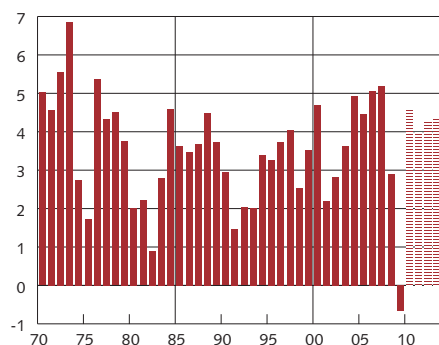
Det framgår allt tydligare att Sveriges ekonomi utvecklas starkt. Såväl nationalräkenskaper som förtroendeindikatorer tyder på att ekonomin fortsätter växa snabbt. Sverige är också ett av få länder inom OECD där arbetsmarknaden tydligt har börjat återhämta sig. Detta står i kontrast till utvecklingen i USA och delar av euroområdet, där takten i återhämtningen är långsam. Den starkare utvecklingen i Sverige har också medfört att kronan har förstärkts på senare tid.

Trots att utvecklingen i USA och euroområdet är svag bedöms återhämtningen i omvärlden som helhet fortsätta under prognosperioden. Tillväxtekonomierna i bland annat Asien, som inte påverkats lika mycket av den finansiella krisen, växer snabbt. Sammantaget bedöms tillväxten i världen bli drygt 4 procent per år under 2010–2013, vilket är mycket i ett historiskt perspektiv (se diagram 1:1 och tabell A4).

Tillväxten i USA och länderna inom euroområdet beräknas dock inte bli lika hög (se diagram 1:2). Återhämtningen har hittills fått stöd av en expansiv ekonomisk politik. Men i många länder väntas nu finansiella åtstramningar som kommer att dämpa tillväxten framöver. Inflationen i omvärlden bedöms bli måttlig under de kommande åren till följd av lågt resursutnyttjande och lågt kostnadstryck (se diagram 1:3).

Men osäkerheten om utvecklingen i omvärlden är stor. Osäkerheten understryks av de obalanser som finns runt om i världen. I vissa länder, till exempel USA, finns stora underskott i sparandet vilket motsvaras av stora överskott i andra länder, såsom Kina. Till detta finns kopplat risker för stora valutakursförändringar. En förnyad statsfinansiell oro skulle även kunna uppstå i euroområdet samtidigt som det finns en risk för en andra svacka i den amerikanska ekonomin. Ett scenario med svagare internationell tillväxt än i huvudscenariot beskrivs i kapitel 2 i denna rapport.

Diagram 1:1. BNP i världen
Årlig procentuell förändring

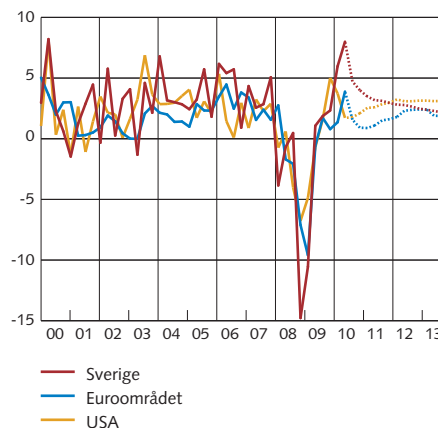


Anm. Streckad stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: IMF och Riksbanken

Diagram 1:2. Kvartalsförlopp för BNP i olika regioner och länder

Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data

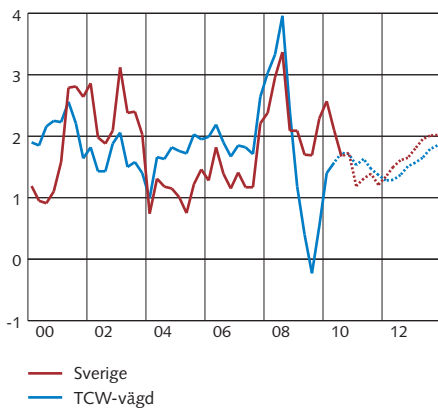


Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

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

Diagram 1:3. Konsumentpriser

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

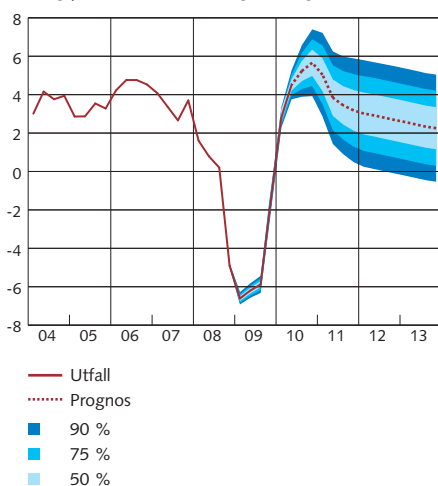


Anm. För Sverige avses KPIF-inflationen och för TCW-vägd inflation avses KPI och HIKP. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 1:4. BNP med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Osäkerhetsintervallen baseras på Riksbankens prognosfel. Det råder osäkerhet även om utfallen för BNP eftersom nationalräkenskaperna revideras flera år efter första publicering. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Den svenska ekonomin bedöms alltså växa snabbare än många andra länders ekonomier, främst i år och nästa år (se diagram 1:4). Den globala konjunkturedgången slog hårt mot den svenska exportberoende ekonomin. Med hjälp av den starka utvecklingen i tillväxtekonomierna har världshandeln nu återhämtat sig till ungefär samma nivå som före krisen och Sveriges exportmarknad väntas därför växa med cirka 10 procent i år. Detta bedöms medföra en snabb ökningstakt i Sveriges BNP det närmaste året som sedan avtar successivt resten av prognosperioden.

Ett annat skäl till att den svenska ekonomin växer relativt snabbt är de goda statsfinanserna som gör att Sverige, till skillnad från många andra länder, inte behöver någon finanspolitisk åtstramning. Till bilden hör också att hushållen har ett förhållandevis högt sparande och en ljus framtidssyn i utgångsläget. Detta talar sammantaget för att den svenska ekonomin kommer att växa snabbare än till exempel ekonomierna i euroområdet och USA, framförallt i år och nästa år (se fördjupningen "Varför högre tillväxt i Sverige än i euroområdet och USA?"). En annan skillnad är att det finns problem inom banksektorn i bland annat USA, Storbritannien och euroområdet. Bankerna i Sverige bedöms vara i bättre skick (se fördjupningen "Basel III - skärpta regler för banker").

Många indikatorer för den realekonomiska utvecklingen i Sverige ligger nu på mycket höga nivåer. Samtidigt har BNP-utfallen blivit överraskande starka, och det finns en risk att kraften i uppgången även framöver underskattats. Ett scenario med snabbare ökning av den inhemska efterfrågan i Sverige beskrivs i kapitel 2.

Den samlade bedömningen av resursutnyttjandet är att det fortfarande är lägre än normalt men att det stiger mot normala nivåer under de kommande åren. Detta kommer successivt att få genomslag på inflationen. Inflationen mätt med KPIF väntas dock fortsätta att falla något under det närmaste året för att sedan öka och nå 2 procent i början av 2013 (se diagram 1:5). Att inflationstrycket är lågt på kort sikt beror på att kronan stärks och att företagens arbetskostnader per producerad enhet faller.

För att stabilisera inflationen nära inflationsmålet på 2 procent och samtidigt uppnå ett normalt resursutnyttjande bedömer Riksbanken att det är lämpligt att fortsätta den normalisering av penningpolitiken som inleddes under sommaren. Prognoserna i denna rapport baseras på att reporäntan höjs till 1 procent i oktober. Det låga resursutnyttjandet och det låga inflationstrycket motiverar dock att reporäntan är lägre än normalt under hela prognosperioden (se diagram 1:6). När resursutnyttjandet och inflationstrycket ökar kommer reporäntan gradvis att höjas till mer normala nivåer. Höjningarna

av reporäntan innebär att bostadsräntorna stiger vilket medför att inflationen mätt med KPI är högre än inflationen mätt med KPIF. KPI-inflationen väntas tillfälligt ligga över inflationsmålet på 2 procent under senare delen av prognosperioden (se diagram 1:7).

I takt med att världsekonomin återhämtar sig väntas penningpolitiken börja normaliseras även i omvärlden. Reporäntan i Sverige höjs dock snabbare än de utländska styrräntorna eftersom den realekonomiska utvecklingen är starkare i Sverige. Nivån på de korta och långa marknadsräntorna indikerar att förväntningar på de framtida styrräntorna är låga både i Sverige och i omvärlden (se diagram 1:8 och 1:9). Det finns flera tänkbara anledningar till detta. En möjlighet är att marknadsaktörerna fäster stor vikt vid risken för en förnyad nedgång i den amerikanska ekonomin. En annan är att de åtgärder för att underlätta kreditförsörjningen som centralbanker runt om i världen har genomfört även har drivit ned räntor med längre löptider. En fördjupning som bland annat belyser effekterna på Sveriges ekonomi av lägre styrräntor i omvärlden än i huvudscenariot finns med i denna rapport. En insikt från denna fördjupning är att lägre styrräntor i omvärlden tenderar att förstärka kronkursen med bland annat lägre importpriser och inflation som följd.

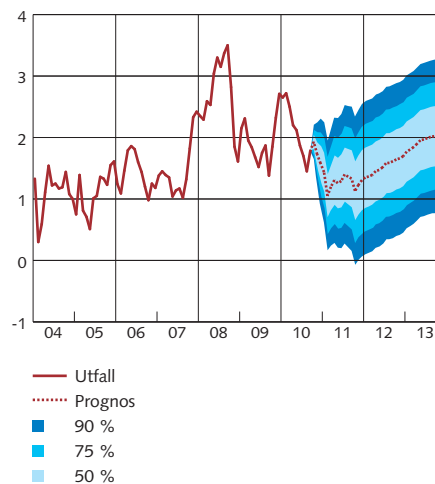
■ ■ Återhämtning under osäkerhet i USA

Efter ett år av relativt stark återhämtning – driven av stora ekonomisk-politiska stimulanser – har tillväxttakten i den amerikanska ekonomin dämpats något. Det råder fortfarande stor osäkerhet kring den framtida ekonomiska utvecklingen. Olika mått på den ekonomiska osäkerheten visar i och för sig att den minskar men fortfarande är över historiskt normala nivåer. Dessutom ligger arbetslösheten kvar på en hög nivå (se diagram 1:10). Samtidigt är läget på bostadsmarknaden fortsatt osäkert.

De finanspolitiska förutsättningarna är problematiska. Det stora budgetunderskottet i utgångsläget begränsar handlingsutrymmet för finanspolitiken. I prognosen antas att en finanspolitisk åtstramning bidrar till att dämpa BNP-tillväxten de kommande åren.

En återhämtning av den amerikanska ekonomin väntas ändå ske. Den privata konsumtionen har ökat fyra kvartal i rad och månadsstatistik indikerar att återhämtningen fortsatte under det tredje kvartalet. En annan positiv faktor är de snabbt stigande vinsterna i företagen, som innebär att det finns utrymme hos företagen att både utöka antalet anställda och öka investeringarna framöver. I prognosen förutses därför att arbetslösheten faller under prognosperioden. Dessutom bedöms bostadspriserna och bostadsbyggandet börja öka långsamt

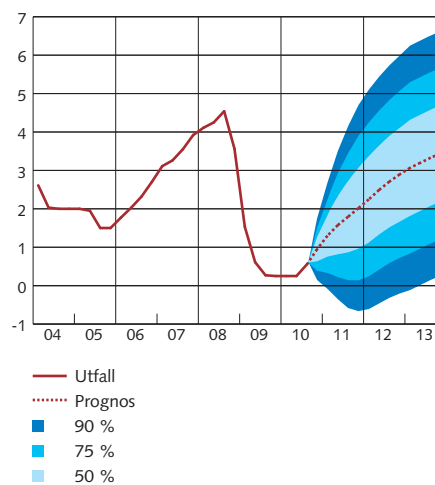
Diagram 1:5. KPIF med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen baseras på Riksbankens prognosfel för KPIX för perioden 1999 till dess att KPIF-prognoser började publiceras under 2008. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

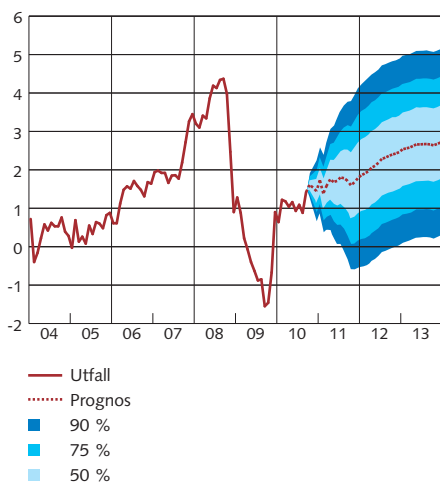
Diagram 1:6. Reporänta med osäkerhetsintervall
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på riskjusterade marknadsräntors prognosfel för perioden 1999 till dess att Riksbanken började publicera prognoser för reporäntan under 2007. Detta osäkerhetsintervall tar inte hänsyn till att det kan finnas en nedre gräns för reporäntan. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

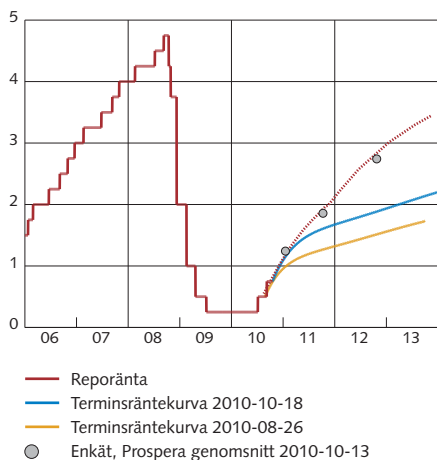
Diagram 1:7. KPI med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen baseras på Riksbankens prognosfel. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:8. 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

framöver. Till detta kommer att penningpolitiken förväntas vara fortsatt mycket expansiv till följd av det låga resursutnyttjandet och den låga underliggande inflationen. Styrräntan väntas ligga kvar på en mycket låg nivå ända till slutet av nästa år. Resursutnyttjandet och inflationen stiger dock efter hand och styrräntan bedöms höjas i linje med historiska samband mellan styrräntan och den makroekonomiska utvecklingen.

BNP-tillväxten, uttryckt i kvartalsförändring uppräknad till årstakt, var bara drygt 1,5 procent det andra kvartalet, men den beräknas stiga efter hand och uppgå till cirka 3 procent under 2012 och 2013 (se diagram 1:2). Detta innebär en betydligt lägre tillväxt än vad som är normalt efter en kraftig recession, men återhämtningar efter recessioner orsakade av finansiella kriser och korrigeringar på bostadsmarknaden brukar ta ovanligt lång tid³.

Låga löneökningar tillsammans med hög tillväxt i produktiviteten har bidragit till att arbetskostnaderna per producerad enhet har fallit. Detta har också bidragit till en låg underliggande inflation (se diagram 1:11). Inflationen förutses vara låg även framöver till följd av det låga resursutnyttjandet och det låga kostnadstrycket, även om den successivt stiger mot slutet av prognosperioden.

■ ■ Ansträngda offentliga finanser dämpar tillväxten i flera europeiska länder

Återhämtningen i euroområdet väntas fortsätta i linje med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i september. Takten varierar dock mellan olika länder. Tysklands ekonomi växer snabbast av de stora ekonomierna i euroområdet (se diagram 3:12).

I flera länder i euroområdet dämpas tillväxten av statsfinansiella problem och behov av omfattande finanspolitiska åtstramningar under kommande år (se diagram 1:12). Sammantaget bedöms BNP i euroområdet växa med 1,6 procent i år och med 1,8 procent i genomsnitt de kommande tre åren (se tabell A4). Detta är en måttlig tillväxttakt, vilket också betyder att arbetslösheten sannolikt förblir hög. Det dröjer till mitten av 2012 innan euroområdets BNP är tillbaka på samma nivå som före krisen (se diagram 1:13).

Trots den djupa nedgången i ekonomin har inflationen varit relativt hög i euroområdet den senaste tiden. Det beror delvis på att energipriserna har stigit. Liksom i USA är den underliggande inflationen låg. Den har dessutom sjunkit under det senaste året (se diagram 1:14). Detta är främst en följd av det låga resursutnyttjandet. De kommande åren bedöms inflationstakten i euroområdet i genomsnitt uppgå till cirka 1,5 procent (se tabell A4).

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

Tillväxten i Storbritannien bedöms bli svagare under andra halvåret i år jämfört med det första halvåret. På längre sikt väntas dock tillväxten stiga. En gradvis starkare tillväxt i omvärlden och ett svagt pund gynnar exporten framöver. Till detta bidrar också Bank of Englands expansiva penningpolitik. Betydande åtstramningar av finanspolitiken de kommande åren talar dock för att tillväxten sammantaget blir relativt måttlig.

■ ■ God tillväxt i Norden

Utvecklingen i de övriga nordiska länderna är betydelsefull för Sveriges ekonomi. Tillsammans utgör de nordiska länderna cirka en fjärdedel av Sveriges exportmarknad. I Danmark var BNP-utfallet andra kvartalet överraskande starkt och tillväxten under 2010 bedöms bli högre än vad som förutsågs i september. På längre sikt kan dock det finanspolitiska åtstramningspaket som beslutades i maj dämpa tillväxten. Även i Norge bedöms återhämtningen fortsätta, efter en svacka i början av året. Till bilden hör att de mycket starka offentliga finanserna ökar manöverutrymmet för finanspolitiken i Norge. Den finska ekonomin växte snabbt andra kvartalet och väntas i likhet med den svenska ekonomin fortsätta att utvecklas starkt framöver, drivet av en stigande exportefterfrågan.

■ ■ Stark utveckling i tillväxtekonomierna

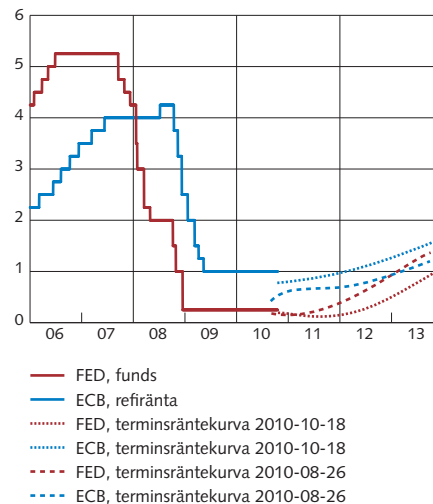
Tillväxtekonomierna i bland annat Asien bedöms även fortsättningsvis vara de som växer snabbast i världen. En inbromsning skedde i Kina och andra ekonomier i Asien under sommaren efter den mycket starka utvecklingen under första halvan av 2010. Framöver väntas tillväxten dock bli god i de flesta asiatiska ekonomier.

Ekonomin i Brasilien växte snabbt under första hälften av 2010 och denna goda utveckling bedöms fortgå under prognosperioden. Den ryska ekonomin som är starkt beroende av råvarupriser har återhämtat sig i takt med att oljepriset stigit och nästa år väntas tillväxten bli ungefär lika hög som i år.

■ ■ Låga men långsamt stigande styrräntor i omvärlden

På grund av ett lågt resursutnyttjande och ett lågt inflationstryck är styrräntorna mycket låga i bland annat USA och euroområdet, men i takt med att konjunkturen förbättras och inflationen stiger kommer styrräntorna i omvärlden att stiga. Mot slutet av prognosperioden är resursutnyttjandet och inflationen dock fortfarande lägre än normalt i bland annat euroområdet och USA. Och därför är styrräntorna i dessa områden fortfarande jämförelsevis låga vid denna tidpunkt.

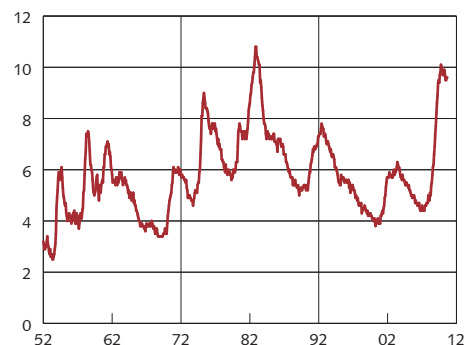
Diagram 1:9. Penningpolitiska förväntningar i euroområdet och USA
Procent



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

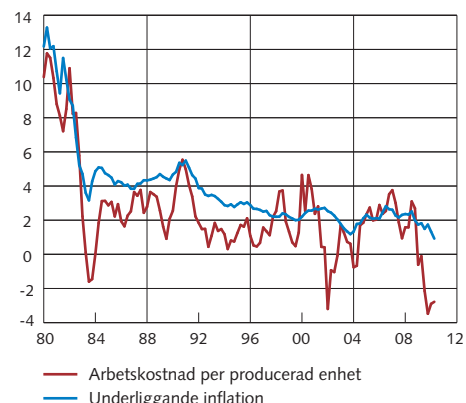
Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram 1:10. Arbetslöshet i USA
Procent



Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics

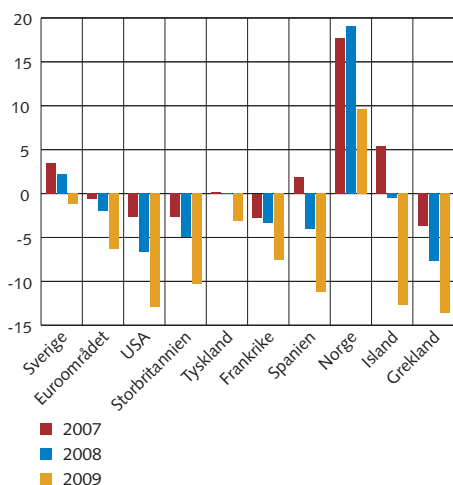
Diagram 1:11. Arbetskostnad per producerad enhet och underliggande inflation i USA
Årlig procentuell förändring



Anm. Underliggande inflation mätt med KPI exklusive energi och livsmedel.

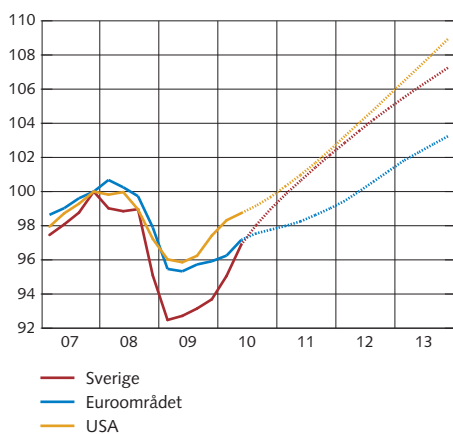
Källa: Bureau of Labor Statistics

Diagram 1:12. Finansiellt sparande i offentlig sektor
Procent av BNP



Källor: IMF och SCB

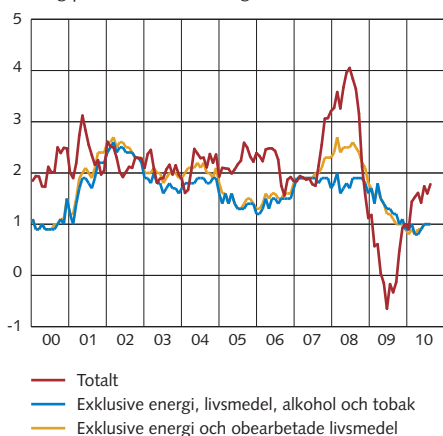
Diagram 1:13. Jämförelse av återhämtning i Sverige, euroområdet och USA
BNP-nivå, index 2007 kvartal 4 = 100



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

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

Diagram 1:14. HIKP i euroområdet
Årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat

Huvudscenariots bedömning av styrräntorna i omvärlden utgår ifrån historiska samband mellan styrräntan, inflationen och resursutnyttjandet. Under ungefär ett år framöver bedöms de utländska styrräntorna sammanfalla med marknadens prissättning, såsom de uttrycks i implicita terminräntor. Marknadens prissättning på längre sikt tyder dock på att man förväntar sig lägre styrräntor i omvärlden än vad Riksbanken gör. En fördjupning i denna rapport belyser effekterna på Sveriges ekonomi av styrräntor i omvärlden som är lägre än i Riksbankens prognos och i linje med de implicita terminräntorna.

■ ■ Sveriges ekonomi växer snabbt

Återhämtningen i Sverige går snabbare än i många andra länder. Nationalräkenskaperna visar att svensk BNP växte med 4,6 procent andra kvartalet i år jämfört med motsvarande kvartal i fjol (se diagram 1:15). Detta är starkare än enligt den snabbstatistik som publicerades i början av augusti. Uppgången är bred och samtliga efterfrågekomponenter i försörjningsbalansen stiger (se diagram 1:16). Förtroendeindikatorer och övrig månadsinformation ger dessutom tydliga signaler om att svensk BNP kommer att fortsätta växa snabbt under resten av året (se diagram 3:14 och 3:15).

Förutsättningarna för en relativt stark tillväxt även under kommande år är goda. Den globala konjunkturedgången 2008 och 2009 slog förvisso hårt mot den svenska exportberoende ekonomin. Men nu när världshandeln har tagit fart förväntas Sveriges ekonomi den närmaste tiden växa snabbare än många andra länders ekonomier. Ett annat skäl till att den svenska ekonomin växer relativt fort är de goda statsfinanserna som gör att Sverige till skillnad från många andra länder inte behöver någon finanspolitisk åtstramning. Till bilden hör också att hushållen har ett förhållandevis högt sparande som ger möjligheter att öka konsumtionen.

Detta talar sammantaget för att den svenska ekonomin kommer att utvecklas starkare än till exempel ekonomierna i euroområdet och USA, framförallt i år och nästa år (se även fördjupningen "Varför högre tillväxt i Sverige än i euroområdet och USA?"). I slutet av prognosperioden växer svensk ekonomi ungefär i samma takt som omvärlden.

Den svenska BNP-tillväxten väntas uppgå till nästan 5 procent 2010 för att därefter successivt sjunka tillbaka till cirka 2,5 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 1:15 och tabell A5). Den starka BNP-tillväxten i år beror delvis på att företagen bygger upp sina lager nu när produktionen har börjat öka.

Nivån på BNP är dock fortfarande relativt låg. Även om tillväxten förväntas bli hög under 2010 dröjer det till början av 2011 innan BNP är tillbaka på samma nivå som före krisen (se diagram 1:13). Att återhämtningen tar tid hänger samman med att fallet i BNP 2008 och 2009 var så stort.⁴

■ Kronan fortsätter stärkas

Under sommaren och början av hösten har den svenska kronan förstärkts påtagligt. Mot flera större valutor har den förstärkts till ungefär samma nivå som rådde innan den finansiella krisen bröt ut hösten 2008 (se diagram 3:3). Detta gäller även för det handelsvägda TCW-indexet (se diagram 1:17). Förstärkningen har skett i takt med att inkommande data visat att Sveriges ekonomi utvecklas starkt i förhållande till omvärlden.

Flera faktorer talar för att kronan fortsätter att stärkas något de närmaste åren. Sverige har ett stort överskott i bytesbalansen och BNP-tillväxten väntas bli högre än i omvärlden (se diagram 1:2). En högre styrränta än i omvärlden – ett resultat av den förväntade starkare ekonomiska utvecklingen – bidrar också (se diagram 1:18).

■ Exporten växer i takt med Sveriges exportmarknader

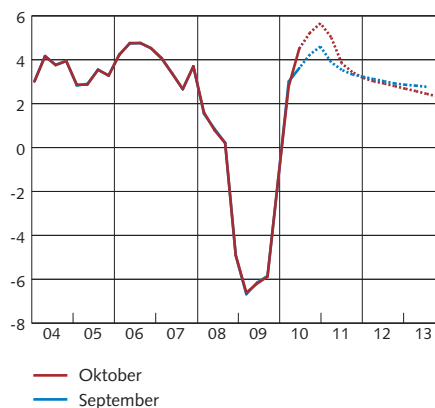
Exporten fortsatte att öka snabbt under andra kvartalet 2010. Under den finansiella krisen var det framförallt exporten av varor som drabbades hårt medan exporten av tjänster sjönk betydligt mindre. Exporten av varor står nu för den kraftigaste ökningen. Detta är i linje med utvecklingen av världshandeln med varor som ökat kraftigt och är uppe på ungefär samma nivå som innan krisen (se diagram 3:5). Den svenska exporten har fortfarande en bit kvar att växa innan nivån före krisen nås. I år växer svensk exportmarknad och svensk export med över 10 procent. Därefter avtar tillväxttakten i svensk export och uppgår till knappt 6 procent 2013 (se diagram 1:19).

Importen har också ökat snabbt under första halvåret 2010. Det är främst importen av varor som ökar kraftigt medan tjänsteimporten utvecklas svagare. Under prognosperioden bedöms importen fortsätta att öka i takt med att den inhemska efterfrågan och exporten ökar.

■ Investeringarna ökar från en låg nivå

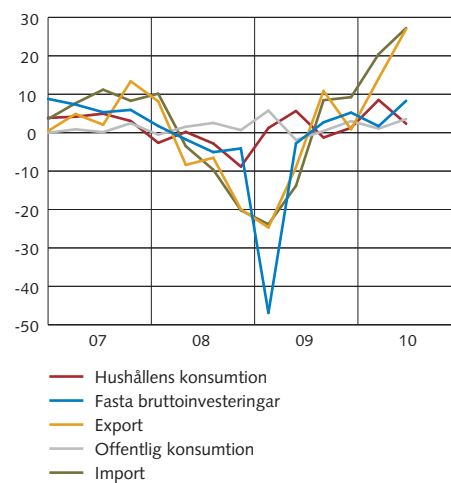
Den kraftigt vikande efterfrågan och det därmed fallande kapacitetsutnyttjandet resulterade i ett historiskt stort fall i investeringarna 2009. Investeringarna har dock under inledningen av 2010 börjat öka, om än från en mycket låg nivå. Framöver väntas de totala investeringarna öka snabbt.

Diagram 1:15. BNP
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



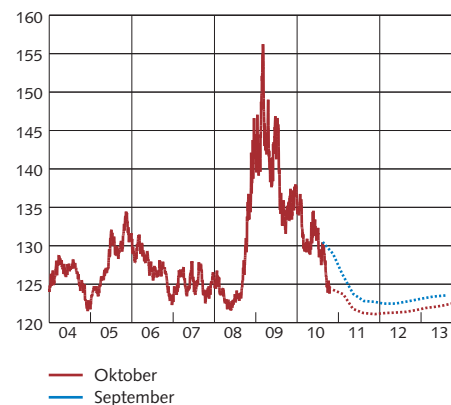
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

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



Källor: SCB och Riksbanken

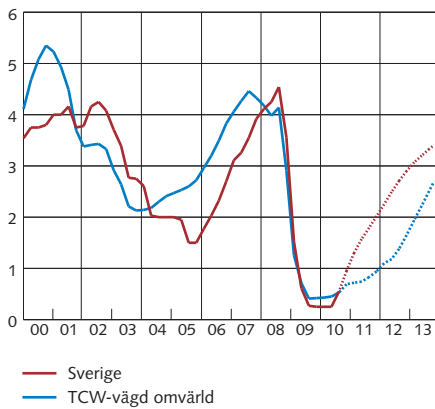
Diagram 1:17. Konkurrensvägd växelkurs, TCW Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Utfallen är dagskurser och prognoserna avser kvartalsgenomsnitt. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källa: Riksbanken

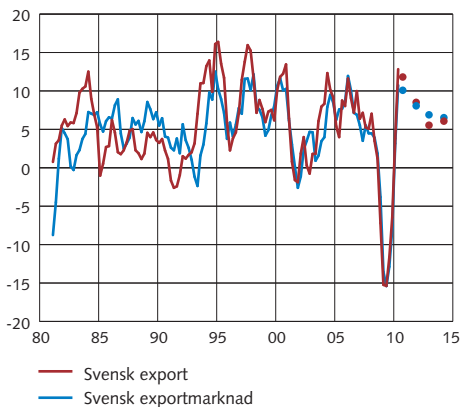
⁴ Återhämtningen har dock gått betydligt snabbare än väntat, i jämförelse till exempel med prognoserna som gjordes under förra året. Återhämtningen har dessutom gått snabbare i Sverige än i många andra länder.

Diagram 1:18. Styrrenta
Procent, kvartalsmedelvärden



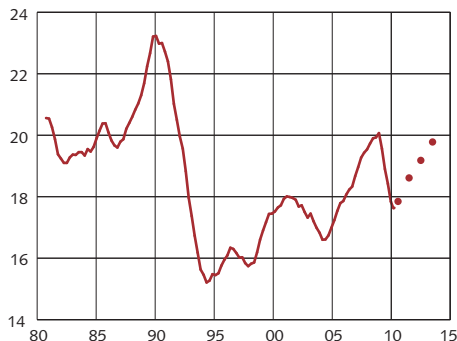
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 1:19. Export och svensk exportmarknad
Årlig procentuell förändring



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

Diagram 1:20. Investeringskvot
Procent av BNP, löpande priser



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

Näringslivets investeringar växer relativt långsamt i år. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin, som föll till rekordlåga nivåer under hösten 2008, har nu snabbt vänt uppåt men ligger fortfarande på en låg nivå. Därför bedöms företagen i nuläget inte behöva bygga ut sin produktionskapacitet. I takt med att produktionen ökar stiger dock kapacitetsutnyttjandet och därmed väntas näringslivets investeringar öka allt snabbare. Bostadsinvesteringarna, som ökat kraftigt i början av året, fortsätter att utvecklas starkt. Låga räntor och en hög efterfrågan i förhållande till utbudet talar för att investeringarna i bostäder stiger de kommande åren. Däremot väntas de offentliga investeringarna, som ökade snabbt under 2009, falla under 2010 för att därefter växa i en mer normal takt.

I år väntas de totala investeringarna öka med 5,6 procent. Därefter ökar de med i genomsnitt drygt 6 procent per år 2011 till 2013 (se tabell A5). Investeringarnas andel av BNP ökar under prognosperioden och når mot periodens slut upp till samma nivå som före krisen (se 1:20).

■■ Hushållens konsumtion fortsätter att öka

Hushållens konsumtion föll inte lika kraftigt som exporten och investeringarna under den finansiella krisen (se diagram 1:16). Det hänger samman med att krisen huvudsakligen påverkade svensk ekonomi via fallande efterfrågan från omvärlden. Att konsumtionen ändå föll kan främst förklaras av att hushållen ökade sitt sparande när osäkerheten om framtiden var stor (se diagram 1:21).

Osäkerheten bland hushållen har nu minskat och konsumentförtroendet ligger sedan en tid tillbaka på en mycket hög nivå (se diagram 1:22). Att förtroendet hos hushållen är högt samtidigt som deras sparande ligger på en hög nivå i utgångsläget gör det möjligt för dem att dra ned på sparandet och fortsätta konsumera i en god takt under kommande år. I takt med att arbetsmarknaden förbättras under prognosperioden ökar samtidigt hushållens inkomster i en allt snabbare takt (se diagram 1:21). I år väntas konsumtionen öka med 3,5 procent och kommande år med omkring 2 procent per år.

■■ Den offentliga sektorns sparande visar överskott

Riksbankens prognoser för finanspolitiken baseras på vad som historiskt sett kan betraktas som en normal utveckling av finanspolitiken i förhållande till konjunkturläget. Det finansiella sparandet i den offentliga sektorn låg under perioden 2001–2008 i genomsnitt högre än målet om 1 procents överskott över en konjunkturcykel. Det finan-

siella sparandet var negativt 2009 men förväntas vara positivt redan i år (se tabell A3). I jämförelse med de flesta andra OECD-länder är Sveriges offentliga finanser mycket starka.

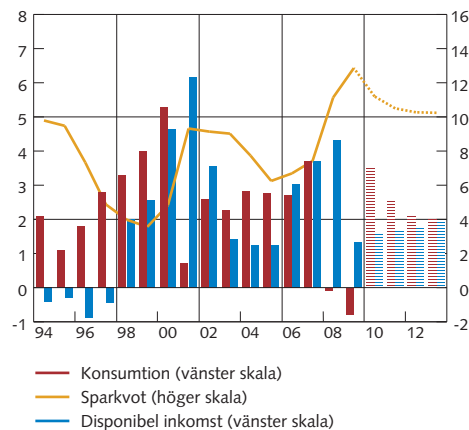
I takt med att konjunkturläget förbättras och skatteinkomsterna stiger kommer det finansiella sparandet att förstärkas ytterligare. Regeringen har i budgetpropositionen föreslagit utgifts- och inkomstförändringar på 13 miljarder kronor för 2011, vilket är i linje med Riksbankens tidigare bedömningar. Sammantaget väntas de offentliga finanserna uppvisa ett överskott på över 1 procent av BNP 2011. Enligt Riksbankens bedömning kommer regeringen att föreslå utgifts- och inkomstförändringar under 2012 och 2013 omfattande cirka 20 miljarder.

■ ■ Stadig förbättring på arbetsmarknaden

Till skillnad från i många andra länder sker en tydlig återhämtning på den svenska arbetsmarknaden. Sysselsättningen och antalet arbetade timmar har ökat sedan hösten 2009 (se diagram 1:23 och 1:24). Samtidigt fortsätter arbetslösheten att falla (se diagram 1:25). Sysselsättningsuppgången är bred. Inom industrin ökar nu sysselsättningen och företagen planerar för fortsatta nyrekryteringar den närmaste tiden. Även inom tjänstesektorn, som klarat sig betydligt bättre genom krisen, kommer sysselsättningen att fortsätta att öka framöver. I takt med att konjunkturen förbättras fortsätter återhämtningen på arbetsmarknaden. Antalet arbetade timmar och antalet sysselsatta stiger och arbetslösheten minskar.

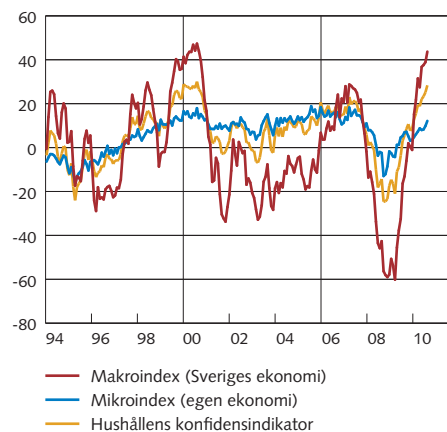
Utbudet av arbetskraft har ökat under krisen trots att sysselsättningen fallit. Bedömningen är att reformerna inom arbetslöshetsförsäkringen och sjukförsäkringen samt skatteavdragen för förvärvsarbete har ökat incitamenten att vara kvar i arbetskraften. Dessa åtgärder tillsammans med en bättre konjunkturutveckling väntas leda till att arbetskraftsutbudet ökar ytterligare under prognosperioden. Arbetslösheten väntas falla tillbaka under de närmaste åren för att i slutet av prognosperioden uppgå till drygt 6,5 procent (se diagram 1:25 och tabell A6).

Diagram 1:21. Hushållens disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot
Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



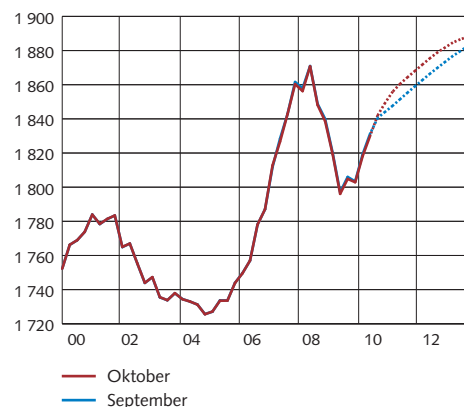
Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:22. Konfidensindikatorer för hushåll
Nettotal



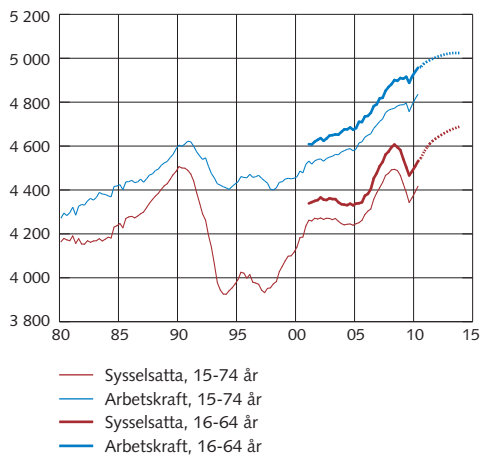
Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 1:23. Arbetade timmar
Miljoner, säsongsrensade data



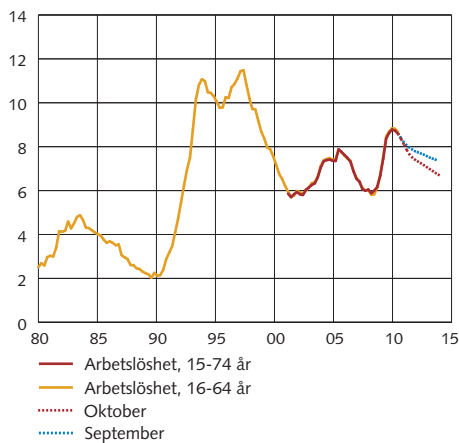
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:24. Arbetskraft och sysselsatta
Tusentals personer, säsongrensade data



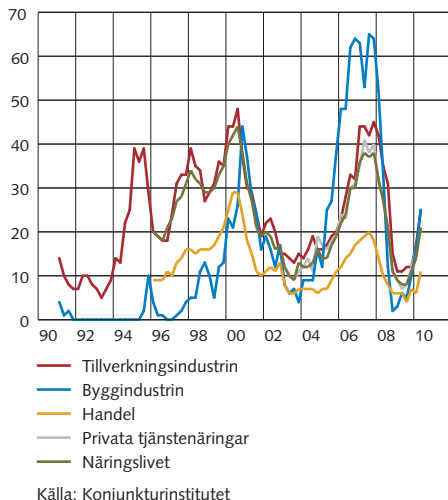
Anm. Data före 1987 är länkade av Riksbanken.
Streckad linje avser Riksbankens prognos, 15-74 år.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:25. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Anm. Data före 1987 är länkade av Riksbanken.
Streckad linje avser Riksbankens prognos, 15-74 år.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:26. Andel företag med brist på arbetskraft
Procent, säsongrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

■ ■ Resursutnyttjandet stiger successivt

Penningpolitiken syftar normalt till att uppnå en lämplig balans mellan å ena sidan att hålla inflationen nära inflationsmålet på 2 procent och å andra sidan att stabilisera realekonomin kring en långsiktigt hållbar nivå. Det finns dock inget entydigt sätt att mäta i vilken utsträckning ekonomins produktiva resurser, kapital och arbete, används i förhållande till vad som är långsiktigt hållbart. Riksbanken har valt en bred ansats i analysen av resursutnyttjandet och 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 med nödvändighet osäkra, både av nuläget och av utvecklingen längre fram i tiden. Riksbanken har i denna rapport kompletterat analysen av resursutnyttjandet med mått baserade på en produktionsfunktion, vilken beskrivs mer utförligt i en fördjupning.

Den positiva utvecklingen på arbetsmarknaden med stigande sysselsättningsgrad tyder på att resursutnyttjandet ökar. Konjunkturinstitutets företagsbarometer visar att såväl andelen företag med brist på arbetskraft som kapacitetsutnyttjandet inom industrin har stigit snabbt (se diagram 1:26 och 3:19). Inom vissa branscher, såsom byggsektorn, har bristen på arbetskraft stigit särskilt snabbt och företagen uttrycker där oro för rekryteringsproblem. På frågan om vad som främst begränsar produktionen svarar fortfarande en majoritet av företagen inom de flesta branscher att det är den låga efterfrågan, men andelen som svarar så har fallit. Riksbankens resursutnyttjandeindikator som sammanfattar information från enkäter och arbetsmarknadsdata visar att resursutnyttjandet är lägre än normalt men att det nu stiger förhållandevis snabbt (se diagram 1:27)⁵. Det överraskande starka utfallet för BNP andra kvartalet tyder också på att resursutnyttjandet i dag är högre än vad som förväntades i den penningpolitiska uppföljningen i september.

Under de kommande åren ökar BNP, arbetade timmar och sysselsättning och närmar sig sina skattade potentiella nivåer. Därmed väntas resursutnyttjandet fortsätta stiga (se diagram 1:27 och 1:28). Mot slutet av prognosperioden är samtliga gap, som visar skillnaden mellan faktiska och potentiella nivåer, slutna eller svagt positiva. Andra indikatorer som tyder på att resursutnyttjandet stiger under prognosperioden är till exempel att arbetslösheten faller förhållandevis snabbt framöver och att sysselsättningsgraden fortsätter att stiga (se diagram 1:29 och 1:25). Den samlade bilden är att resursutnyttjandet normaliseras under prognosperioden i takt med återhämtningen i konjunkturer. Jämfört med bedömningen i september är resursutnyttjandet högre under hela prognosperioden.

⁵ För en beskrivning av indikatorn, se C. Nyman, "En indikator på resursutnyttjandet", *Ekonomiska kommentarer* nr 4, 2010, Sveriges Riksbank.

■ ■ Låg men stigande löneökningstakt

Det förbättrade arbetsmarknadsläget under prognosperioden väntas medföra att lönerna ökar snabbare det kommande året delvis som en följd av att löneökningar utöver förbundsavtal (löneglidning) ökar. Riksbankens företagsintervjuer från september ger stöd för denna bedömning⁶. Fler företag tror att löneglidningen kommer att öka under de kommande tolv månaderna jämfört med i den förra undersökningen från i maj.

Även ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet bedöms öka under prognosperioden. Arbetsproduktiviteten har de senaste kvartalen ökat snabbare än arbetskostnaderna per timme, vilket har inneburit att arbetskostnaderna per producerad enhet fallit. Ökningstakten i produktiviteten väntas dock avta under prognosperioden samtidigt som ökningstakten i lönerna stiger (se diagram 1:30).

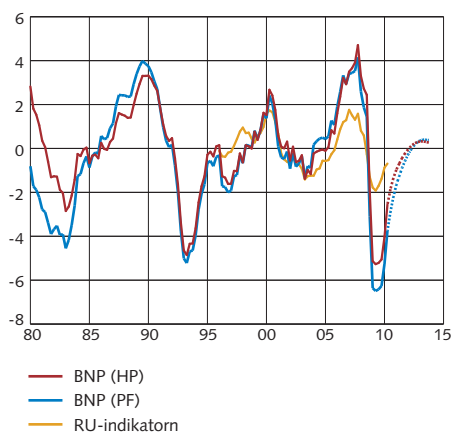
■ ■ Stigande inflation mot slutet av prognosperioden

Den underliggande inflationen, mätt med KPIF där hushållens bostadsräntor hålls konstanta, har fallit under det senaste året (se diagram 1:31). Detta hänger samman med den låga ökningstakten i arbetskostnaderna och förstärkningen av kronan, vilka tillsammans medfört att företagens kostnader fallit. Under prognosperioden förbättras arbetsmarknadsläget och löneökningstakten stiger, vilket bidrar till att inflationstrycket också stiger.

Inflationen mätt med KPI väntas stiga från dagens nivå på knappt 1,5 procent till som högst 2,7 procent mot slutet av 2013 (se diagram 1:31). Den stigande ökningstakten i KPI beror delvis på att hushållens bostadsräntor stiger när Riksbanken höjer reporäntan. Inflationen mätt med KPIF förväntas däremot stiga mer måttligt och uppgå till ungefär 2 procent mot slutet av prognosperioden. På längre sikt, när reporäntan har nått mer normala nivåer, bedöms även KPI-inflationen bli omkring 2 procent.

Enerpriserna stiger under de kommande åren. Enligt terminsprissättningen på oljemarknaden stiger oljepriset gradvis från dagens nivå på strax under 80 dollar per fat till strax under 90 dollar per fat i slutet av prognosperioden. Även elpriserna väntas stiga i linje med terminsprissättningen på elmarknaden. Ökningstakten i KPIF exklusive energi blir därmed något lägre än ökningstakten i KPIF under större delen av prognosperioden (se diagram 1:31).

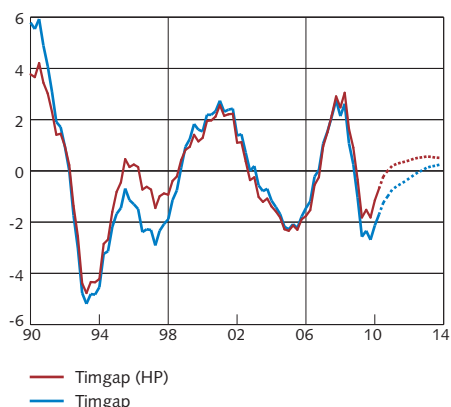
Diagram 1:27. BNP-gap och RU-indikatorn
Procentuell avvikelse från potentiell nivå



Anm. BNP-gap (HP) avser BNP:s avvikelse från sin trend beräknat med ett Hodrick Prescott-filter. BNP-gap (PF) avser BNP:s avvikelse från sin trend beräknat med en produktionsfunktion. RU-indikatorn är normaliserad så att medelvärdet är noll och standardavvikelsen är 1. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:28. Timgap
Procentuell avvikelse från potentiell nivå



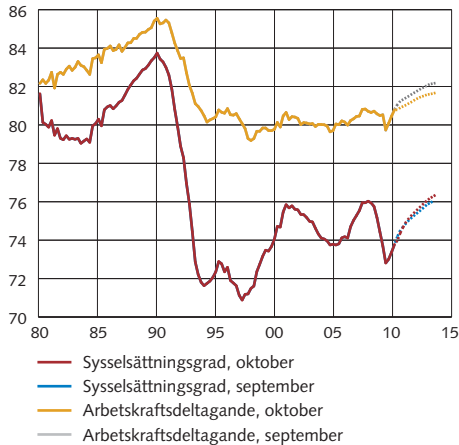
Anm. Timgap (HP) avser antal arbetade timmars avvikelse från sin trend beräknat med ett Hodrick Prescott-filter. Timgap avser arbetade timmars avvikelse från Riksbankens bedömda trend för arbetade timmar. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

6 Se publikationen "Riksbankens företagsintervjuer september 2010" på Riksbankens webbplats www.riksbank.se under rubriken Press & publicerat, Rapporter.

Diagram 1:29. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande

Sysselsättning och arbetskraft i procent av befolkningen, 16-64 år, säsongrensade data

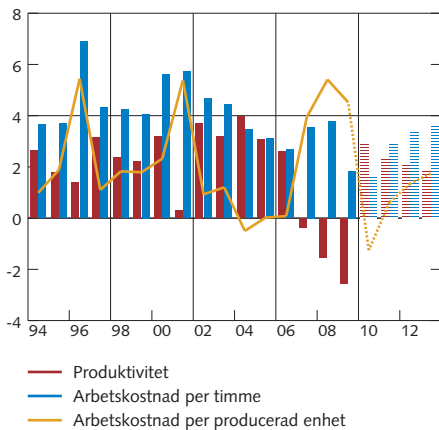


Anm. Data före 1987 är länsad av Riksbanken. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:30. Arbetskostnader per producerad enhet i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring

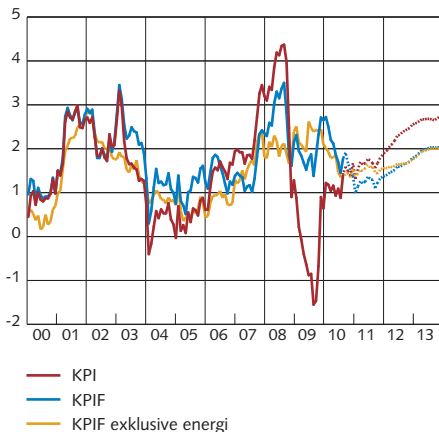


Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:31. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

Under det senaste året har inflationen mätt med HIKP varit högre i Sverige än i euroområdet. En viktig orsak till detta är att kronan försvagades kraftigt i samband med krisen. Nu när kronan har förstärkts väntas inflationen istället bli lägre i Sverige än i euroområdet under det närmaste året (se diagram 1:32).

■ ■ Reporäntan stiger i takt med återhämtningen av konjunkturen

Prognoserna i denna rapport baseras på att reporäntan höjs till 1 procent i oktober (se diagram 1:33). BNP växer nu snabbt och resursutnyttjandet stiger. Dessutom har hushållens skulder ökat påtagligt under senare år. Om skuldökningen i förhållande till inkomsterna fortsätter under en längre tid finns risk för att obalanser byggs upp i den svenska ekonomin. För att stabilisera inflationen nära inflationsmålet på 2 procent och samtidigt uppnå ett normalt resursutnyttjande bedömer Riksbanken att det är lämpligt att fortsätta den normalisering av penningpolitiken som inleddes i somras.

Det för närvarande låga resursutnyttjandet och låga inflationsstrycket under prognosperioden motiverar dock att reporäntan är lägre än normalt under de kommande tre åren. I takt med att resursutnyttjandet stiger mot normala nivåer och inflationstrycket ökar igen kommer reporäntan gradvis att höjas. Prognosen innebär att den reala reporäntan, som är negativ för närvarande, stiger till drygt 1 procent i slutet av 2012 (se diagram 1:34).

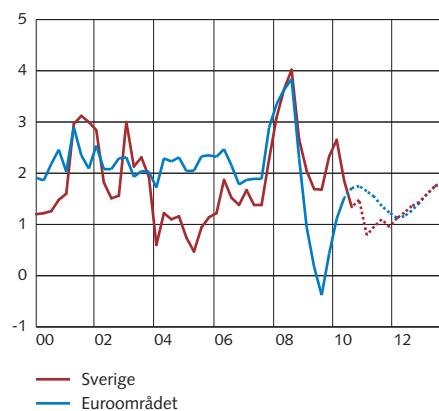
Till normaliseringen av penningpolitiken hör även att samtliga de lån om sammanlagt 295 miljarder kronor till fast ränta som gavs ut under 2009 har förfallit. Dagslånemarknaden fungerar som den ska och förfallen har inte lett till några stora störningar i det finansiella systemet i övrigt.

Jämfört med bedömningen i september är prognosen för reporäntan något lägre (se diagram 1:33). Den realekonomiska utvecklingen i Sverige bedöms bli starkare än i prognosen i september. Detta talar för en högre prognos för reporäntan. Samtidigt förväntas den svaga utvecklingen i omvärlden medföra att omvärldens styrräntor blir lägre, vilket talar för en lägre räntenivå även i Sverige. Till detta kommer att den starka utvecklingen i Sverige har medfört att kronan har förstärkts mer än förväntat. Sammantaget görs bedömningen att inflationen blir något lägre och att reporäntan behöver höjas något långsammare under prognosperioden än i september. Även prognosen för den reala reporäntan är något nedjusterad (se diagram 1:34).

Huvudsakliga revideringar sedan den penningpolitiska uppföljningen i september

- BNP-tillväxten i Sverige är uppreviderad i år på grund av starkare utfall och indikatorer.
- Tillväxten i arbetade timmar och sysselsättning i Sverige är uppjusterad under prognosperioden.
- Resursutnyttjandet är något uppreviderat under hela prognosperioden.
- Arbetslösheten i Sverige är nedjusterad under hela prognosperioden.
- Löneökningstakten i Sverige är nedreviderad i år på grund av utfall, men ett bättre arbetsmarknadsläge motiverar en uppjustering av prognosen längre fram.
- Inflationen är nedreviderad från 2011 och framåt på grund av högre produktivitetstillväxt och starkare kronkurs.
- Reporäntan och omvärldens styrräntor är nedjusterade.

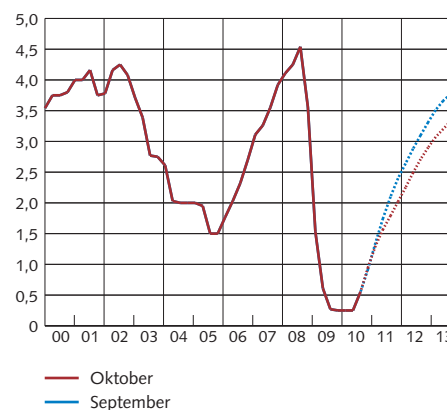
Diagram 1:32. HIKP i Sverige och euroområdet
Årlig procentuell förändring, kvartalsdata



Anm. HIKP står för Harmoniserat Index för Konsumentpriser och är ett index som används för att jämföra inflationstakten inom Europa. HIKP är till sin sammansättning likt KPIF.

Källor: Eurostat, SCB och Riksbanken

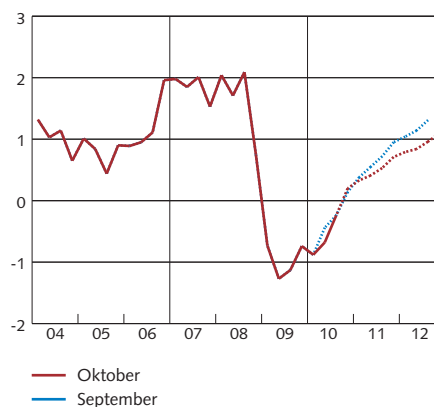
Diagram 1:33. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:34. 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.

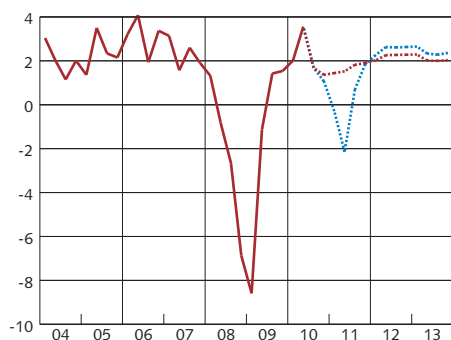
Källa: Riksbanken

KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker

Tillväxten i den svenska ekonomin är för närvarande hög och återhämtningen går snabbare än förväntat. Med en successiv höjning av reporäntan bedöms resursutnyttjandet vara ungefär normalt i slutet av prognosperioden samtidigt som inflationen är nära 2 procent. Den utvecklingen förutsätter bland annat att omvärlden fortsätter att utvecklas som förväntat. Om den amerikanska bostadsmarknaden skulle försämras leder det till förnyade problem för banksektorn och ökad pessimism bland

amerikanska hushåll. En sådan utveckling i USA skulle sedan sprida sig till Europa och övriga världen via utrikeshandeln. Ett sådant scenario innebär att reporäntan behöver sättas lägre än i huvudscenariot för att motverka att resursutnyttjandet och inflationen blir för låga. Det finns också en möjlighet att uppgången i den svenska ekonomin blir kraftfullare än i huvudscenariot. I ett sådant scenario behöver reporäntan istället höjas snabbare.

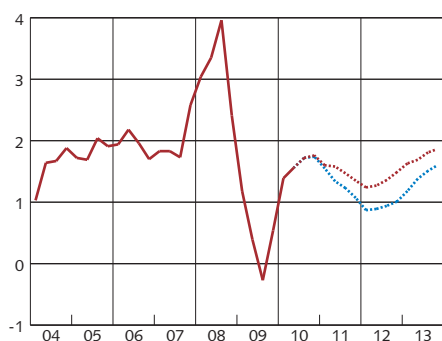
Diagram 2:1. BNP i omvärlden
TCW-vägd, kvartalsförändring i procent
uppräknat till årstakt, säsongrensade data



— Huvudscenario
— En "double dip" i omvärlden

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

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



— Huvudscenario
— En "double dip" i omvärlden

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

Prognoser över 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 beskrivs i huvudscenariot. I detta kapitel redovisas bland annat två alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen som skiljer sig från huvudscenariot. Syftet med scenarierna är just 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 de osäkerhetsintervall runt prognosen som illustreras i diagram 1:4–1:7 i kapitel 1.

I det första alternativscenariot inträffar en ny svacka i omvärldens konjunkturutveckling, en "double dip". Utvecklingen på den amerikanska bostadsmarknaden antas bli sämre än väntat, vilket leder till förnyade problem för banksektorn och ökad pessimism bland hushållen. Arbetslösheten biter sig fast på en hög nivå och inkomstutvecklingen försämrats. Den svagare utvecklingen i USA sprider sig till Europa och övriga världen via bland annat utrikeshandeln. Tillväxten och efterfrågan i omvärlden blir därmed svagare än i huvudscenariot. Detta får till följd att både resursutnyttjandet och inflationen i Sverige utvecklas svagare. Penningpolitiken blir därmed mer expansiv än i huvudscenariot.

Det andra alternativscenariot illustrerar en snabbare och kraftfullare uppgång i den svenska ekonomin än vad som har antagits i huvudscenariot. Uppgången drivs av en ökad optimism om framtiden som leder till att efterfrågan på konsumtions- och investeringsvaror stiger. Arbetsmarknaden och produktiviteten förstärks i en snabbare takt, vilket bland annat leder till högre löner. Detta innebär sammantaget att resursutnyttjandet ökar och att inflationen stiger. Reporäntan höjs därmed i en något snabbare takt än i huvudscenariot.

Därefter beskrivs effekterna av två penningpolitiska handlingsalternativ. I ett första scenario höjs reporäntan i en snabbare takt än i prognosen. Reporäntan höjs då med 0,5 procentenheter vid vart och ett av de penningpolitiska mötena i oktober, december och februari. I det andra scenariot ligger reporäntan kvar på nuvarande nivå

fram till och med första kvartalet 2011 och börjar höjas först andra kvartalet 2011. Dessutom presenteras också ett räkneexempel med Riksbankens allmänna jämviktsmodell Ramses där penningpolitiken i Sverige och omvärlden antas utvecklas i linje med de så kallade implicita terminsräntorna (se fördjupningen "Reporäntebanan och penningpolitiska förväntningar enligt implicita terminsräntor").

Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen

■ ■ En "double dip" i omvärlden

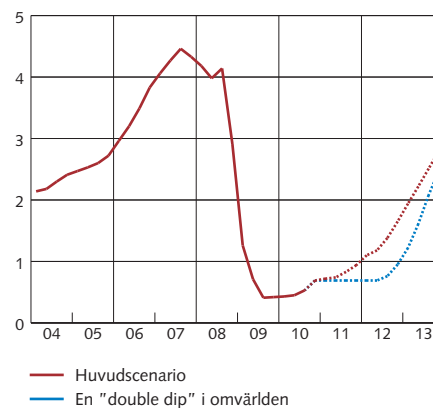
I USA har utvecklingen på bostadsmarknaden varit sämre än väntat de senaste månaderna. Försäljningen av både nya och gamla bostäder har fallit samtidigt som tiden det tar att sälja bostäder har fortsatt att stiga. Om bostadsmarknaden i USA fortsätter att utvecklas svagt skulle det kunna leda till problem för den amerikanska banksektorn och ökad pessimism bland hushållen, vilket i sin tur innebär att arbetslösheten riskerar att bita sig fast på en hög nivå.

En ännu svagare utveckling i USA skulle sprida sig till Europa och övriga världen via minskad importefterfrågan efter något kvartal. De senaste årens erfarenheter talar dessutom för att finansiell oro kan spridas mycket snabbt och få stora effekter på förtroendet. Eftersom situationen redan är pressad i många länder skulle det kunna leda till att uppgången avstannar och förbyts i en ny nedgång även i Europa.

I många länder är resursutnyttjandet och inflationstrycket redan lågt. Den underliggande inflationen i USA har till exempel haft en nedåtgående trend, och ligger nu på den lägsta nivån sedan 1960-talet. Även i euroområdet föll den underliggande inflationen under 2009. Om BNP-tillväxten i omvärlden också skulle vända nedåt skulle detta leda till ett ännu sämre läge på arbetsmarknaden och ett ännu lägre inflationstryck. I så fall skulle de utländska centralbankerna välja att ligga kvar med låga styrräntor under en längre tid än vad som antas i huvudscenariot. Eftersom många länder redan har problem med hög statskuld och stora budgetunderskott, skulle finanspolitiken då ha begränsade möjligheter att stimulera ekonomin i ett flertal länder, vilket skulle innebära ytterligare tryck på att penningpolitiken bedrivs expansivt. Det är därför inte otänkbart att centralbankerna skulle kunna komma att vidta fler okonventionella åtgärder.

Sammantaget antas BNP-tillväxten hos Sveriges viktigaste handelspartners (TCW-viktad omvärld) bli cirka 1,4 procentenheter lägre än i huvudscenariot 2011 och 0,2 procentenheter lägre 2012. KPI-inflationen och styrräntan i omvärlden blir omkring 0,2 procentenhe-

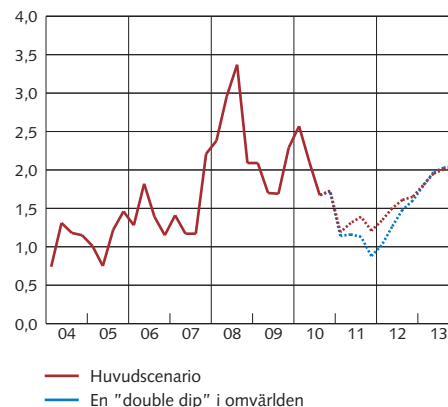
Diagram 2:3. Styrränta i omvärlden
TCW-vägd, procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Respektive lands centralbank och Riksbanken

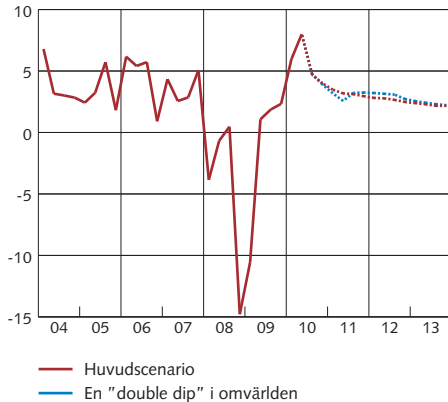
Diagram 2:4. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

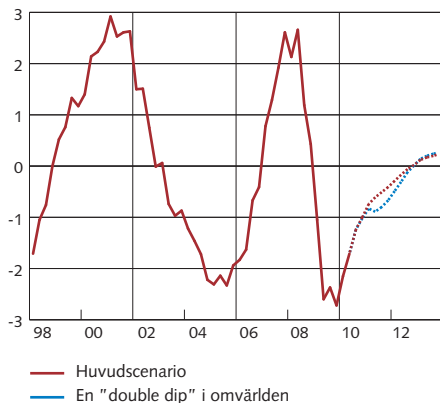
Diagram 2:5. BNP
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:6. Timgap
Procentuell avvikelse från potentiell nivå



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

ter lägre än i huvudscenariot under 2011. Året därpå blir effekterna något större; KPI-inflationen blir då cirka 0,4 procentenheter lägre än i huvudscenariot och styrräntan runt 0,5 procentenhet 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.

Omvärldens styrränta påverkar den svenska ekonomin i huvudsak genom sin effekt på växelkursen. Ifall omvärldens styrränta skulle bli lägre än reporäntan kommer växelkursen att anpassas så att möjligheter till arbitrage förhindras. Men eftersom även reporäntan sänks i detta scenario blir effekten på växelkursen relativt måttlig. Växelkursen förstärks något under 2011 och därefter försvagas den något (se tabell A8). Växelkursen påverkar i sin tur den svenska ekonomin genom att påverka import- och exportpriserna.

I ett liknande omvärldsscenario från PPR i juli 2010 försvagades växelkursen kraftigt. Det berodde på ett antagande om att intresset bland placerare att hålla tillgångar i svenska kronor minskar i tider av finansiell oro. I det här omvärldsscenario antas detta dock inte ske. Intresset att placera i svenska tillgångar ökar istället något inledningsvis, till följd av den relativt sett högre räntan i Sverige, vilket förstärker växelkursen något. Skälen till detta är framförallt att risken för ytterligare problem i de baltiska länderna har minskat betydligt och att den svenska ekonomin i många avseenden är i gott skick i en internationell jämförelse.

Inflationen påverkas av prisökningar på både inhemska och importerade varor. Priserna på importerade varor kan sägas bestå dels av priserna på utländska varor, dels av växelkursens nivå. När inflationen i omvärlden minskar betyder det att priserna på importerade varor minskar. Detta tillsammans med att växelkursens nivå är nästan oförändrad leder till att inflationen blir lägre än i huvudscenariot. Inflationen, mätt med KPIF och KPI, blir omkring 0,2 respektive 0,5 procentenheter lägre än i huvudscenariot under både 2011 och 2012 (se tabell A8 och diagram 2:4).

När BNP-tillväxten i omvärlden tappar fart, minskar efterfrågan på svenska varor och exporten faller. BNP utvecklas därför svagare än i huvudscenariot. Den svagare efterfrågan får till följd att även läget på arbetsmarknaden försämras. Under 2011 blir tillväxttakten i BNP och timgapet runt 0,2 procentenheter lägre än i huvudscenariot (se tabell A8). När tillväxten i omvärlden tar fart igen under 2012 ökar efterfrågan på svenska varor och BNP-tillväxten går upp. Förloppen för tillväxttakten i BNP och timgapet visas i diagram 2:5 och 2:6. I detta scenario antas spridningen från omvärlden huvudsakligen komma via handeln. Ifall andra effekter, exempelvis ökad finansiell oro, skulle tillkomma blir de negativa effekterna större. Effekterna på svensk

ekonomi i detta scenario är sannolikt också en rimlig uppskattning av vad som skulle hända om återhämtningen i omvärlden blir mer utdragen än i huvudscenariot.

Det lägre resursutnyttjandet och det lägre inflationstrycket i alternativscenariot motiverar att reporäntan följer en mer expansiv bana än i huvudscenariot. Under 2011 blir reporäntan cirka 0,4 procentenheter lägre än i huvudscenariot och under 2012 blir den runt 0,7 procentenheter lägre (se tabell A8). Förloppet visas i diagram 2:7.

■ ■ Snabbare uppgång i svensk ekonomi

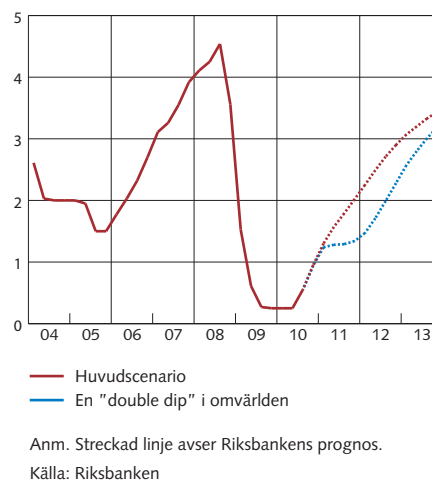
Den starka inhemska efterfrågan i Sverige har förstärkts ytterligare den senaste tiden. Utfallet för BNP blev högre än förväntat andra kvartalet i år. Även tillväxttakten i investeringarna utvecklades starkare än förväntat andra kvartalet och tillväxttakten i konsumtionen har varit relativt hög det första halvåret 2010.

Det traditionella mönstret i en konjunkturuppgång är att aktiviteten på arbetsmarknaden tilltar med en viss eftersläpning, det vill säga först tar produktionen fart och efter en tid förbättras läget på arbetsmarknaden. För närvarande sker dock uppgången i produktion och sysselsättning ungefär parallellt. Man kan redan se tecken på brist på arbetskraft i enstaka branscher i Riksbankens företagsintervjuer från september 2010. Normalt leder en stark efterfrågan på arbetskraft till att löneökningarna tilltar. Den starka tillväxten i efterfrågan har fått produktiviteten att ta fart. Framförallt är produktivetsutvecklingen stark i tillverkningsindustrin.

Enligt aktuell statistik drivs den snabba BNP-tillväxten av en stark tillväxt i konsumtion och investeringar, en relativt hög tillväxt i produktiviteten och en förbättring av utvecklingen på arbetsmarknaden. I motsats till vid tidigare konjunkturuppgångar förefaller dock inte nettoexporten vara drivande. Visserligen har exporten ökat kraftigt men importen har ökat lika mycket eller mer till följd av ett stort importinnehåll i bland annat konsumtion och investeringar. Jämfört med vid tidigare uppgångar är inhemska efterfrågan alltså viktigare i denna uppgång.

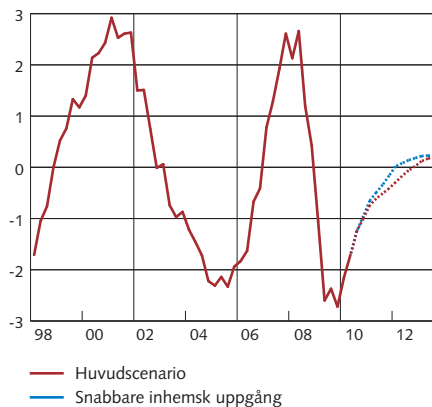
Drivkrafterna i scenariot är en ökad optimism om framtiden och en starkare utveckling av produktiviteten som leder till att efterfrågan på konsumtions- och investeringsvaror stiger. Arbetsmarknaden förbättras ännu snabbare än i huvudscenariot, vilket leder till högre löner. Drivkrafterna antas i huvudsak materialiseras under 2011. Tillväxttakten i konsumtionen blir då runt 0,8 procentenheter högre än i huvudscenariot medan tillväxttakten i investeringarna blir cirka

Diagram 2:7. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



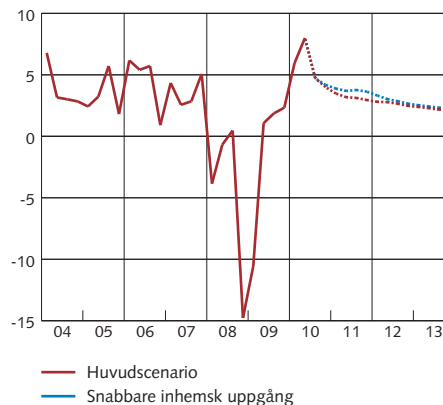
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källa: Riksbanken

Diagram 2:8. Timgap
Procentuell avvikelse från potentiell nivå



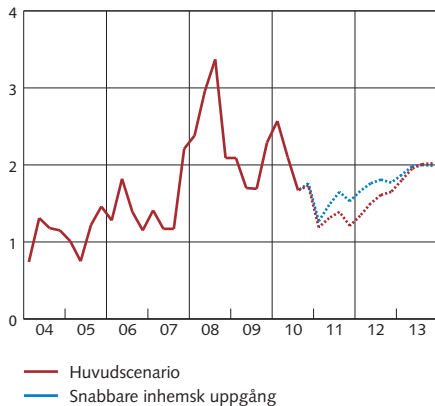
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:9. BNP
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



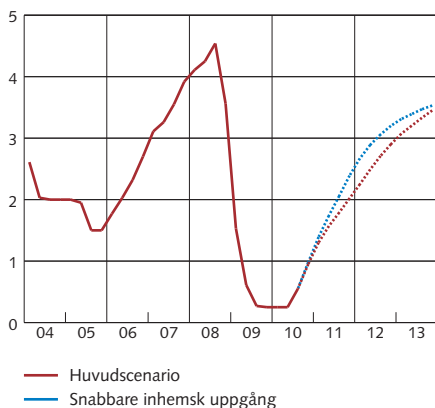
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:10. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



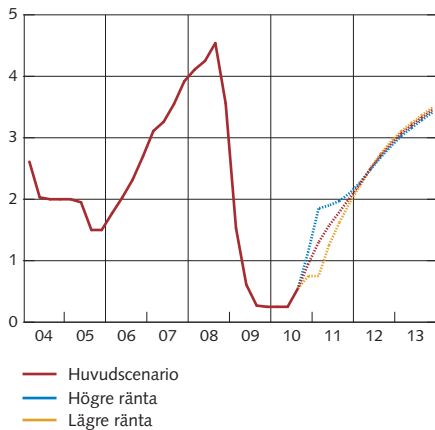
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:11. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källa: Riksbanken

Diagram 2:12. Reporäntantaganden
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källa: Riksbanken

2,3 procentenheter högre. Tillväxttakten i arbetsproduktiviteten blir omkring 0,2 procentenheter högre. En ökad efterfrågan på arbetskraft tillsammans med högre produktivitet driver upp arbetskostnaden per timme och nominallönen med runt 0,6 procentenheter utöver huvudscenariot. Tillväxttakterna för konsumtion, investeringar, arbetsproduktivitet och arbetskostnad per timme visas i tabell A9.

Hushållens optimism och vilja att öka konsumtionen antas stiga. Företagen efterfrågar mer investeringsvaror. Därmed ökar produktionen och efterfrågan på arbetskraft. Den högre efterfrågan på konsumtions- och investeringsvaror ökar alltså sysselsättningen och antalet arbetade timmar. Timgapet blir runt 0,2 procentenheter högre än i huvudscenariot under 2011 och 2012 (se diagram 2:8 och tabell A9). Att effekten inte blir större beror på att den snabbare löneutvecklingen tenderar att minska företagens efterfrågan på arbetskraft. Den snabba löneutvecklingen och den högre sysselsättningen ger hushållen utrymme att öka konsumtionen.

Den samlade produktionen eller BNP bestäms väsentligen av arbetsproduktiviteten och antalet arbetade timmar. Kapitalstocken blir större när investeringarna ökar, vilket tenderar att påverka arbetsproduktiviteten positivt. En snabbare teknologisk utveckling har också en positiv inverkan på arbetsproduktiviteten. Detta tillsammans med fler arbetade timmar driver upp tillväxten i BNP. Ökningen blir runt 0,3 procentenheter högre än i huvudscenariot under 2011 och 2012 (se diagram 2:9 och tabell A9).

Företagen sätter normalt priserna som ett påslag på kostnaden för att producera. Kostnaden består till största delen av lönekostnader, men även räntekostnader spelar en viss roll. Dessutom påverkar produktiviteten företagens kostnader. De högre lönerna tenderar därför att driva upp priserna medan den högre produktiviteten å andra sidan tenderar att pressa ned dem. Företagens marginaler eller prispåslag är oförändrade i scenariot. Sammantaget stiger priserna och därmed inflationen (se diagram 2:10). Under 2011 och 2012 blir inflationen enligt både KPI och KPIF mellan 0,2 och 0,3 procentenheter högre än i huvudscenariot (se tabell A9).

Det ökade inflationstrycket och det högre resursutnyttjandet i detta alternativscenariot utgör skäl för att höja reporäntan. Under 2011 och 2012 blir reporäntan i genomsnitt 0,3 procentenheter högre än i huvudscenariot (se tabell A9 och diagram 2:11). Eftersom reporäntan stiger något mer än inflationen blir realräntan högre än i huvudscenariot, det vill säga penningpolitiken blir mer åtstramande.

■ ■ 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. Scenarierna utgör relativt mekaniska räkneexempel gjorda med Riksbankens allmänna jämviktsmodell Ramses.

I det första scenariot för Riksbanken en mindre expansiv penningpolitik genom att höja reporäntan med 0,5 procentenheter vid var och ett av de penningpolitiska mötena i oktober, december och februari. Från andra kvartalet 2011 närmar sig reporäntan gradvis räntebanan i huvudscenariot (se diagram 2:12 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 i huvudscenariot, vilket bromsar exporten. Den lägre exporten och inhemska efterfrågan dämpar BNP-tillväxten (se diagram 2:13), vilket leder till att efterfrågan på kapital och arbetskraft minskar. Jämfört med i huvudscenariot minskar därför resursutnyttjandet (se diagram 2:14, 2:15 och 2:16). Lönerna blir därför också lägre än i huvudscenariot. Detta får till följd att företagens kostnader minskar och inflationen mätt med KPIF blir lägre (se diagram 2:17). Även inflationen mätt med KPI blir lägre på sikt (se diagram 2:18). På kort sikt leder dock den högre reporäntan till att hushållens bostadsräntor ökar vilket driver upp KPI-inflationen.

I det andra scenariot bedriver Riksbanken istället en mer expansiv penningpolitik där reporäntan ligger kvar på 0,75 procent till och med första kvartalet 2011. Reporäntan börjar inte höjas förrän andra kvartalet 2011 och är tillbaka på huvudscenariots räntebana i början av 2012 (se diagram 2:12 och tabell A11).

Den lägre reporäntan stimulerar BNP-tillväxten (se diagram 2:13). I jämförelse med i huvudscenariot bidrar den lägre reporäntan till att hushåll och företag vill konsumera respektive investera mer. Detta medför i sin tur att resursutnyttjandet stiger (se diagram

Diagram 2:13. BNP
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data

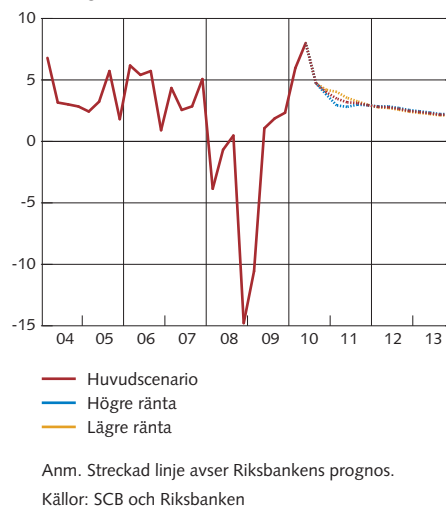


Diagram 2:14. Timgap
Procentuell avvikelse från potentiell nivå

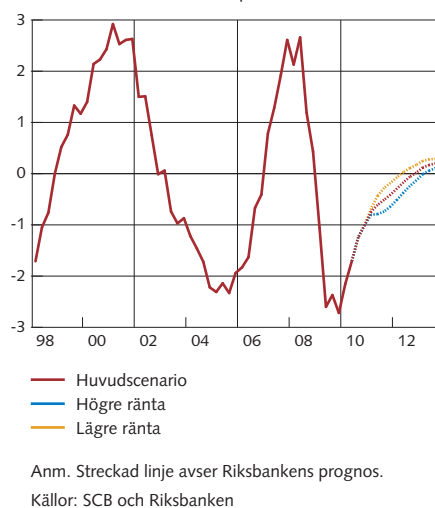


Diagram 2:15. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften

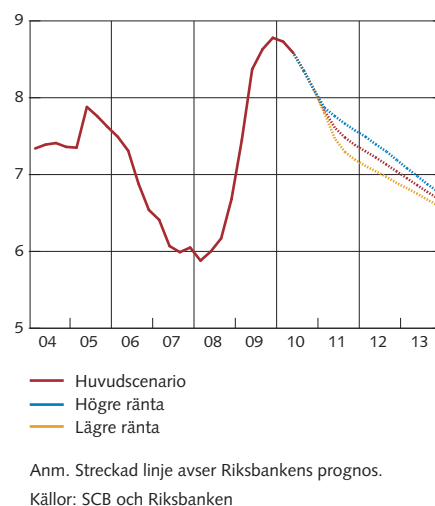
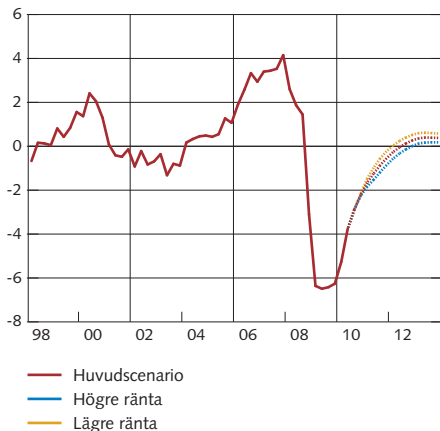


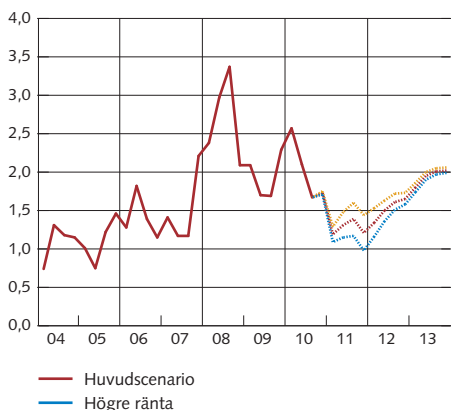
Diagram 2:16. Produktionsgap (BNP)
Procentuell avvikelse från potentiell nivå



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

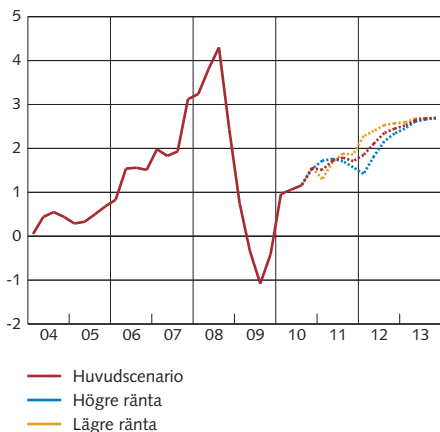
Diagram 2:17. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:18. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

2:14, 2:15 och 2:16). Den ökade efterfrågan gör att produktionen växer snabbare än i huvudscenariot och driver upp efterfrågan på bland annat arbetskraft. Lönerna stiger snabbare vilket ökar produktionskostnaderna. Företagen låter de högre kostnaderna slå igenom i konsumentledet och inflationen mätt med KPIF blir därför högre än i huvudscenariot (se diagram 2:17). Det är dock inte bara högre inhemska produktionskostnader som bidrar till att inflationen blir högre. Den lägre reporäntan leder till att växelkursen försvagas jämfört med huvudscenariot, vilket ger ett högre inflationstryck via högre importpriser. Även inflationen mätt med KPI blir högre på sikt (se diagram 2:18). På kort sikt blir den dock lägre på grund av att den lägre reporäntan sänker hushållens bostadsräntor vilket håller ned KPI-inflationen.

Riksbanken bedriver vad som brukar kallas en flexibel inflationsmålspolitik. Det betyder att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen kring målet, strävar efter att stabilisera resursutnyttjandet runt en långsiktigt hållbar nivå. Det finns dock inga enkla och användningsfria kriterier som kan användas för att bestämma vilken penningpolitik som ger det bästa ekonomiska utfallet. Exempelvis speglas Riksbankens slutliga bedömning av resursutnyttjandet inte i ett specifikt gap (för timmar, sysselsättning, arbetslöshet eller produktion) utan är en samlad bedömning som ofta uttrycks som "högre än normalt", "normalt", eller "lägre än normalt" (se också diskussionen av resursutnyttjandet i kapitel 1). Till bilden hör också att Riksbanken i vissa lägen kan behöva väga in andra faktorer än inflation och resursutnyttjande i räntebesluten (se "Penningpolitiken i Sverige" 2010). I huvudscenariot bedöms penningpolitiken vara väl avvägd.

Inflationen mätt med KPI ligger i och för sig över inflationsmålet på 2 procent, men det är rimligt med hänsyn till den djupa lågkonjunktur vi nu återhämtar oss från. Denna har krävt stora variationer i reporäntan vilket kraftigt påverkar hushållens bostadsräntor som ingår i KPI. Inflationen mätt med KPI kommer därför under en tid att ligga över den underliggande inflationen. I slutet av prognosperioden är den underliggande inflationen nära 2 procent vilket tyder på ett långsiktigt acceptabelt inflationstryck. Resursutnyttjandet stiger till normala nivåer under prognosperioden, varav vissa mått snabbare och andra långsammare.

I detta kapitel redogörs för nyinkommen information sedan den penningpolitiska uppföljningen i september samt Riksbankens bedömning av de ekonomiska utsikterna för de närmaste kvartalen. BNP i Sverige växer nu snabbast i EU samtidigt som arbetsmarknaden fortsätter att förbättras. Såväl statsfinanserna som BNP utvecklas bättre än i flera andra länder, vilket bidragit till att kronan har förstärkts sedan i somras och nu är tillbaka till nivåer som rådde före finanskrisen. Kronförstärkningen har på senare tid också varit större än enligt prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i september.

Utvecklingen i världen är fortsatt tudelad – tillväxten är hög i delar av Asien och Sydamerika medan den exempelvis i delar av Europa är svag. När det gäller den amerikanska ekonomin är osäkerheten fortsatt stor. BNP-tillväxten i USA har dämpats och den amerikanska arbetsmarknaden har utvecklats svagt.

De finansiella marknaderna har under hösten fortsatt att präglas av oro för hållbarheten i statsfinanserna i högt skuldsatta europeiska länder, även om oron varit mindre än i våras. Till följd av osäkerheten kring konjunkturutvecklingen och de svaga statsfinanserna i många länder är de penningpolitiska förväntningarna låga i omvärlden.

■ ■ Förväntningar om höjd styrränta i Sverige

Riksbankens reporäntehöjning till 0,75 procent i september var väntad och beslutet ledde endast till små rörelser i marknadsräntor. Sedan publiceringen av den senaste penningpolitiska uppföljningen har de penningpolitiska förväntningarna skiftat upp om man ser till marknadens prissättning av terminer. Ytterligare två räntehöjningar om 0,25 procentenheter är inprisade av marknaden under hösten. Senare under prognosperioden ligger terminspriserna fortfarande lägre än Riksbankens reporäntebana. De penningpolitiska förväntningarna är dock högre enligt enkäter än vad terminspriserna indikerar (se diagram 1:8).

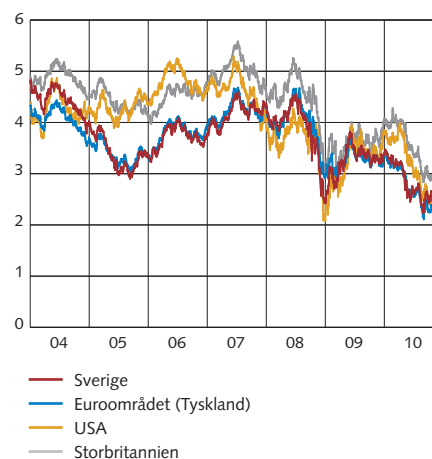
Samtidigt som terminspriserna stigit har även statsobligationsräntorna med såväl korta som långa löptider stigit sedan september. Den tvååriga statsobligationsräntan sjönk under sommaren i linje med den internationella utvecklingen, men vände upp i samband med räntehöjningen och den svagt positiva konjunkturstatistiken från USA. Tioårsräntan uppvisar samma mönster (se diagram 3:1).

Ränteuppgångarna har under hösten varit större i Sverige än i omvärlden, vilket sannolikt är en effekt av den starka svenska konjunkturstatistiken. Räntorna på längre realobligationer i Sverige har sjunkit, vilket tillsammans med stigande nominella räntor har bidragit till högre så kallad break-even inflation över perioden.⁷

■ ■ Räntehöjningar väntas dröja i omvärlden

Till följd av kvarvarande oro för konjunkturutvecklingen och svaga statsfinanser i många länder är de penningpolitiska förväntningarna generellt sett låga i omvärlden (se diagram 1:9). I Storbritannien och USA väntas styrräntan förbli låg under en lång tid framöver och den amerikanska centralbanken Federal Reserve har signalerat att den är

Diagram 3:1. Statsobligationsräntor
Procent

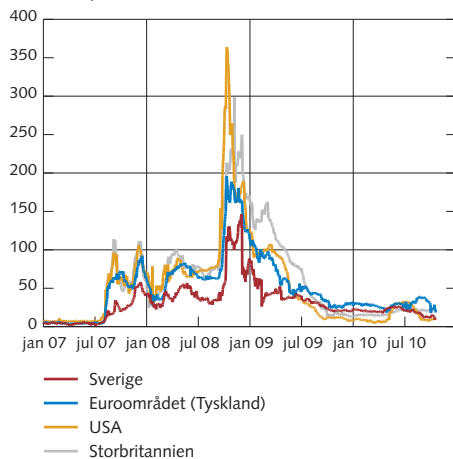


Anm. Statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.

Källa: Reuters EcoWin

⁷ Break-even-inflation beräknas normalt som skillnaden mellan nominella och reala räntor med samma löptid.

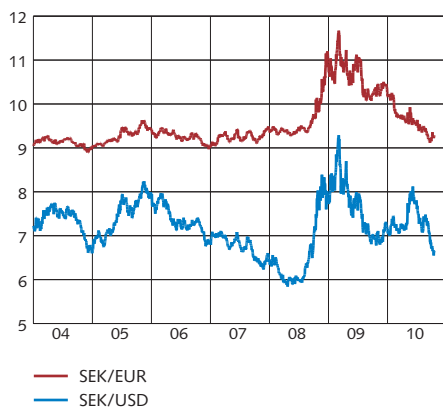
Diagram 3:2 Skillnad mellan interbankräntor och förväntade styrräntor (Basis-spread)
Räntepunkter



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

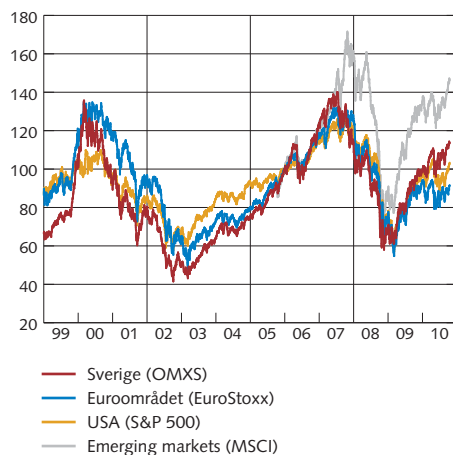
Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram 3:3. Växelkurser
Kronor per euro respektive dollar



Källa: Riksbanken

Diagram 3:4. Börsutveckling
Index, 2006-01-03 = 100



Källa: Reuters EcoWin

beredd att vidta ytterligare extraordinära åtgärder. I euroområdet ligger förväntningarna om en första höjning av styrräntan, den så kallade REFI-räntan, minst ett år fram i tiden. De stora lån till fast ränta som ECB sedan 2009 erbjudit de europeiska bankerna har minskat i omfattning, vilket har bidragit till att den allra kortaste EONIA-räntan har stigit. Förväntningarna om styrräntans nivå på längre sikt har också stigit något sedan i september (se diagram 1:9). Samtidigt ökade ECB:s köp av statsobligationer under hösten, vilket hade att göra med ökad oro för utvecklingen i den irländska och den portugisiska ekonomin.

■ ■ Högre penningmarknadsräntor efter räntehöjningar och låneförfall

De tre lån på sammanlagt 295,3 miljarder kronor till fast ränta som Riksbanken gav bankerna under 2009 har förfallit under sommaren och hösten. I och med detta har Riksbanken i stort sett avvecklat de extraordinära åtgärder som vidtogs under den finansiella krisen. En mindre summa lån till rörlig ränta förfaller senare under året och i början av januari. I och med att överlikviditeten i banksystemet har reducerats och återgått till mer normala nivåer har även räntorna på marknaden för bankernas likviditetshantering stigit något. När bankerna nu återgått till att i stor utsträckning själva hantera sin likviditet på dagslänemarknaden har detta under en övergångsperiod lett till ökad volatilitet i interbankräntor med mycket korta löptider. Skillnaden mellan interbankräntan och den förväntade styrräntan med tre månaders löptid, den så kallade basisspreaden, har minskat något under sommaren (se diagram 3:2). Även i USA och på euromarknaden har basisspreaden krympt under augusti och september.

■ ■ Kronan tillbaka till samma nivåer som före krisen

Kronan har förstärkts under sommaren och är tillbaka på nivåer som rådde före krisen (se diagram 3:3). Fundamentala faktorer har bidragit till att förstärka kronan. De svenska statsfinanserna är starkare och BNP-tillväxten är högre än i flera andra länder. Den förväntade högre svenska styrräntan i jämförelse med omvärlden har också bidragit till en starkare krona. De osäkra amerikanska konjunkturutsikterna och de låga förväntningarna på styrräntan där har samtidigt medfört att dollarn har försvagats mot flera andra stora valutor.

■ ■ Uppgångar på aktiemarknaderna

Den svenska börsen har stigit betydligt under året medan många europeiska börsindex sjunkit sedan årsskiftet (se diagram 3:4). Utvecklingen på aktiemarknaderna beror bland annat på positiva rapporter från svenska företag. Börsvolatiliteten har sjunkit till de låga nivåer som rådde innan finanskrisen bröt ut hösten 2008.

■ ■ Den internationella konjunkturen – mer normal takt i återhämtningen

Återhämtningen i världsekonomin fortsätter men i en något mer normal takt. Världshandeln har under de senaste månaderna inte vuxit i lika snabb takt som tidigare under året. Handelsvolymerna har, precis som de senaste 10 åren, vuxit betydligt snabbare i tillväxtekonomierna än i de utvecklade ekonomierna. I båda fallen har nivån nu, i stort sett återhämtats efter det stora fallet 2008 (se diagram 3:5). Indikatorer såsom inköpschefsindex och ordergång har nu dämpats något, om än från höga nivåer, och arbetslösheten i de utvecklade ekonomierna har stabiliserats eller faller långsamt från en hög nivå.

■ ■ Asien – tillväxt i lugnare takt

Publicerad statistik från Kina tyder nu på en mer stabil utveckling efter inbromsningen som skedde under andra kvartalet. Industriproduktionen växte lite snabbare i augusti än i juli och inköpschefsindex för tillverkningsindustrin har stigit i augusti och september. Exporten föll visserligen i augusti jämfört med i juli men det var förmodligen delvis en effekt av borttagna skatterabatter för exportvaror. BNP-tillväxten i Kina och Indien har under 2010 återhämtat sig sedan nedgången under 2008 och 2009 (se diagram 3:6).

Japans BNP-tillväxt under andra kvartalet har reviderats upp betydligt från 0,4 procent till 1,5 procent i uppräknad årstakt. Förtroendeindikatorerna har dock försvagats något i Japan och det finns en oro för att den starka yenen ska ha en negativ inverkan på exporten. I september intervenerade den japanska centralbanken på valutamarknaden för första gången sedan 2004 i syfte att försvaga yenen.

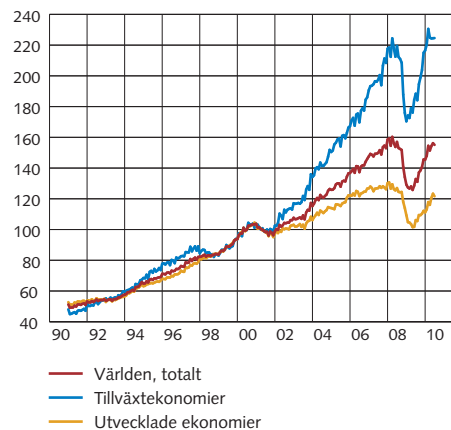
■ ■ Även Ryssland och Brasilien växer stabilt

BNP i Brasilien fortsatte att stiga snabbt även under andra kvartalet i år. BNP-tillväxten hittills i år är cirka 9 procent (se diagram 3:6). Inflationen var 4,5 procent i augusti, vilket är i linje med inflationsmålet. Inflationstakten har minskat de senaste månaderna i takt med att landets centralbank har höjt styrräntan. Även Ryssland har haft positiv tillväxt under två kvartal efter att ha haft negativ tillväxt under hela 2009. Inflationen som stadigt sjunkit sedan slutet av 2008 steg i augusti till följd av högre matpriser. Den uppgår nu till 6,1 procent i termer av KPI.

■ ■ USA – osäkerheten fortsatt stor

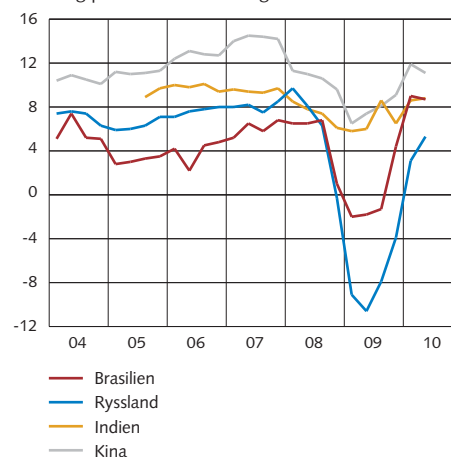
BNP-tillväxten i USA blev det andra kvartalet i år 1,7 procent uppräknat till årstakt (se diagram 3:7). Både konsumtion och investeringar har börjat öka. Osäkerheten är stor om den fortsatta utvecklingen av den amerikanska ekonomin. Företagens förväntningar enligt inköpschefsindex sjönk för tillverkningsindustrin i september, medan de steg

Diagram 3:5. Världshandelsvolym
World trade monitor index, 2000 = 100,
säsongrensade data



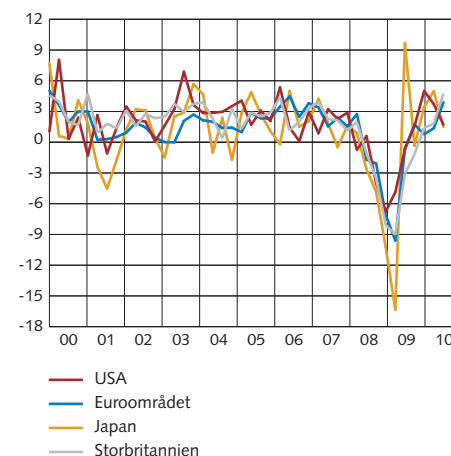
Källa: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Diagram 3:6. BNP i BRIC-länderna
Årlig procentuell förändring



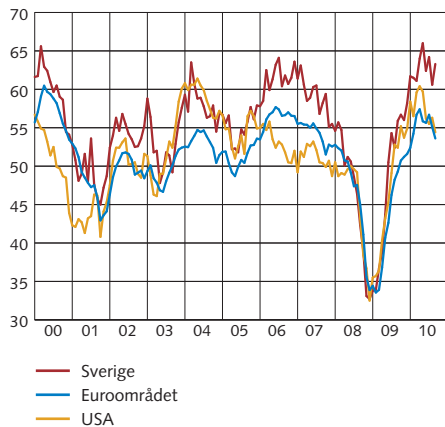
Anm. BRIC står för Brasilien, Ryssland, Indien och Kina.
Källor: IMF och National Bureau of Statistics of China

Diagram 3:7. BNP
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt,
säsongrensade data



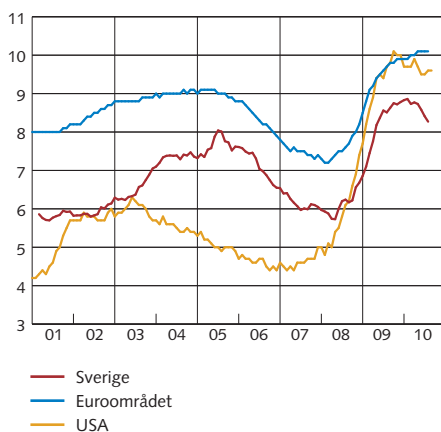
Källor: Bureau of Economic Analysis, Cabinet Office Japan, Eurostat och Office for National Statistics UK

Diagram 3:8. Inköpschefsindex i tillverkningsindustrin
Index över 50 indikerar tillväxt



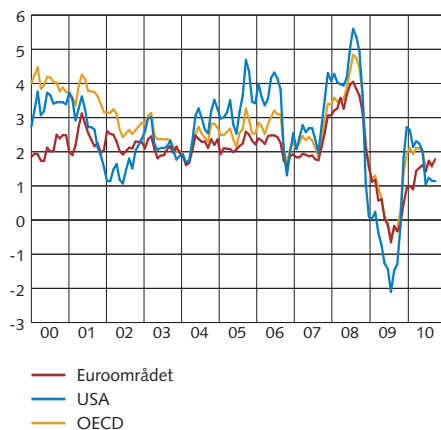
Källor: Institute for Supply Management, Markit Economics och Swedbank

Diagram 3:9. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Källor: Bureau of Labour Statistics, Eurostat och SCB

Diagram 3:10. Konsumentpriser
Årlig procentuell förändring



Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och OECD

för tjänstesektorn (se diagram 3:8). Indexen ligger nu kvar på en nivå som indikerar fortsatt positiv tillväxt. För ordergången gäller samma mönster, den stiger i tjänstesektorn men sjunker i tillverkningsindustrin. Exporttillväxten dämpades i augusti. Den senaste statistiken visar att bostadsmarknaden försämrats mer än väntat efter att de statliga subventionerna för bostadsköp upphörde. Försäljningen av både nya och gamla bostäder föll i juli och steg bara marginellt i augusti. Tiden det tar att sälja en bostad ökade i juli för att sjunka marginellt i augusti. Nivån på bostadsbyggandet och antalet utfärdade bygglov är fortsatt låg.

Osäkerheten är också stor om den kommande finanspolitiska inriktningen. De tidigare genomförda finanspolitiska stimulanserna har tillsammans med den sämre ekonomiska tillväxten bidragit till att snabbt försämrade de offentliga finanserna. Budgetunderskottet i hela den offentliga ekonomin som andel av BNP steg något det andra kvartalet i år till drygt 11 procent. Nivån är endast marginellt lägre än toppnoteringen på drygt 12 procent våren 2009.

■ ■ Fortsatt svag amerikansk arbetsmarknad

Sysselsättningen i hela den amerikanska ekonomin föll i augusti och september. I den privata sektorn steg sysselsättningen bara marginellt. Arbetslösheten är därmed kvar på en hög nivå och det finns en risk att den biter sig fast på denna nivå (se diagram 3:9). Långtidsarbetslösheten sjönk visserligen i augusti och september, men ligger kvar på en historiskt sett mycket hög nivå. Samtidigt har företagen finansiellt utrymme att öka sina nyanställningar eller höja investeringarna. De räntor som företagen möter är mycket låga i ett historiskt perspektiv. Företagens vinster har fortsatt att stiga och utgjorde under andra kvartalet en relativt hög andel av BNP, vilket är positivt för tillväxtförutsättningarna. Förutom ovan nämnda faktorer kommer sannolikt utvecklingen av bostadsmarknaden och den framtida inriktningen av finanspolitiken att få stor betydelse för hur arbetsmarknaden utvecklas.

Trots den höga arbetslösheten har hushållen fortsatt att öka sin konsumtion som steg tydligt i juli och augusti. Positivt är också att allt fler hushåll återigen har fått råd att köpa bostad till följd av lägre bostadspriser och rekordlåga bostadslåneräntor. Detta har tillsammans med en låg inflationstakt ökat hushållens konsumtionsutrymme. Konsumentförtroendet sjönk dock enligt University of Michigan index i september och det är fortfarande osäkert i hur hög grad hushållen väljer att konsumera eller spara framöver. Även detta kommer att bero på bostadsmarknadens utveckling och den finanspolitiska inriktningen framöver.

Låga arbetskostnader per producerad enhet bidrar till att minska inflationen. KPI-inflationen var i september 1,1 procent (se diagram 3:10). Den underliggande KPI-inflationen, rensad från energi och livsmedel, sjönk till 0,8 procent (se diagram 3:11).

■ ■ Euroområdet – dämpning efter starkt andra kvartal

Tillväxten i euroområdet var oväntat hög under andra kvartalet. Det var både stark export och stark inhemsk efterfrågan som bidrog till att BNP-tillväxten steg till 3,9 procent i uppräknad årstakt (se diagram 3:7). Framförallt investeringar men också konsumtion bidrog positivt till tillväxten. Den starkare inhemska efterfrågan drog även upp importen. Samtidigt är det tydligt att delar av euroområdet fortsätter att gynnas av högre efterfrågan från tillväxtekonomierna och av uppgången i världshandeln. Tyskland växte snabbt under andra kvartalet medan tillväxttakten i Frankrike, Italien och Spanien var lägre än genomsnittet för euroområdet (se diagram 3:12). I samtliga länder inom euroområdet ligger BNP fortfarande på en lägre nivå än före krisen.

För euroområdet som helhet finns anledning att tro att den högre inhemska efterfrågan under andra kvartalet delvis var tillfällig och att tillväxttakten dämpas under andra halvåret. Till exempel bidrog kallt väder under första kvartalet förmodligen till att bostadsinvesteringar försenades, vilket istället drog upp ökningen av investeringarna under andra kvartalet. Vidare påverkades konsumtionen i Spanien sannolikt av planerade höjningar av mervärdesskatten under tredje kvartalet. Industriproduktionen för euroområdet som helhet har återhämtat sig sedan våren 2009 men är kvar på en lägre nivå än före krisen. Efter en viss avmattning under sommaren steg industriproduktionen åter i augusti. Orderingången har dock under de senaste månaderna mattats av något. Förväntningsindikatorer såsom inköpschefsindex fortsätter att indikera tillväxt, men pekar samtidigt på att takten dämpas under andra halvåret (se diagram 3:8).

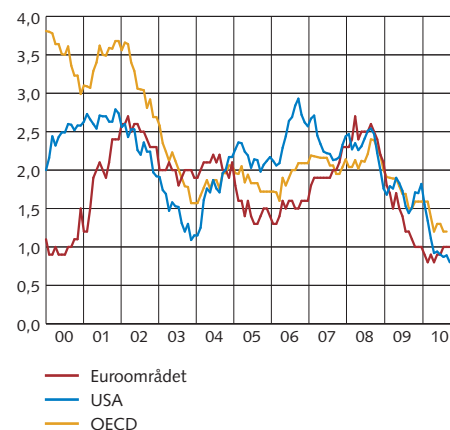
■ ■ Påbörjad finanspolitisk åtstramning i euroområdet

Ett par euroländer har redan börjat strama åt sin finanspolitik genom bland annat höjning av mervärdesskatten, vilket väntas verka dämpande på efterfrågan. Finanspolitiken i euroområdet bedöms kunna stramas åt under ordnade former, även om det finns en risk för att de åtgärdsförslag som läggs fram inte anses vara tillräckliga eller trovärdiga. Till exempel har skillnaden mellan 10-åriga statsobligationsräntor för Irland och Portugal ökat gentemot Tyskland under hösten (se diagram 3:13). I Irlands fall har oron för de offentliga finanserna tilltagit i takt med att staten har gått in med nya stödåtgärder till banksystemet. Båda länderna har dock lyckats emittera statsobligationer, om än till en högre ränta än under sommaren. Även Grekland har emitterat statskuldväxlar som planerat.

■ ■ Oförändrad arbetslöshet i euroområdet

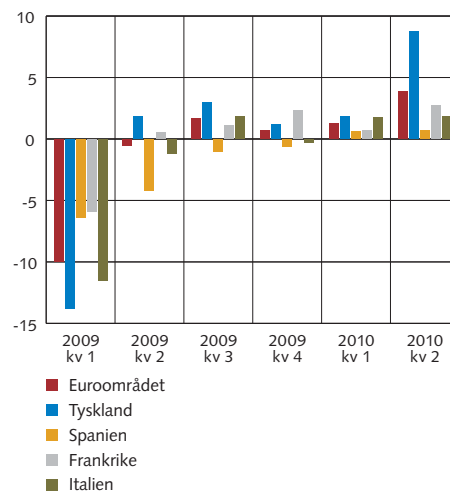
För euroområdet som helhet har arbetslösheten legat nära 10 procent de senaste sex månaderna (se diagram 3:9). I Tyskland steg arbetslösheten inte speciellt mycket under krisen och den är nu lägre än vad historiska samband med BNP ger vid handen. En möjlig orsak

Diagram 3:11. Konsumentpriser exklusive energi och livsmedel
Årlig procentuell förändring

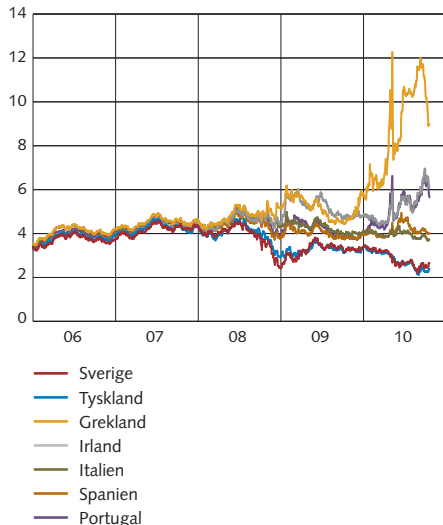


Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och OECD

Diagram 3:12. BNP-tillväxt i euroområdets största ekonomier
Kvartalstillväxt i procent uppräknat till årstakt



Källa: Eurostat

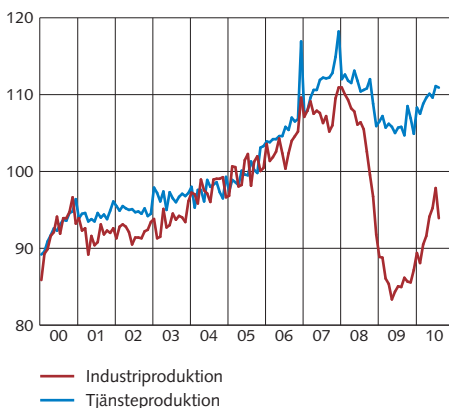
Diagram 3:13. Olika länders statsobligationsräntor
Procent

Anm. Statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.

Källa: Reuters EcoWin

Diagram 3:14. Barometerindikatorn
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10

Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:15. Industri- och tjänsteproduktion
Index 2005 = 100, säsongrensade data

Källa: SCB

till detta är de offentliga stödåtgärder, som syftade till att företagen skulle behålla personal och istället dra ner på arbetstiden under krisen. En annan är att de arbetsmarknadsreformer som Tyskland genomförde 2003-2005 har gynnat utvecklingen. I september var den tyska arbetslösheten 7,5 procent efter att successivt ha sjunkit det senaste året. Detta har sannolikt bidragit till att det tyska konsumentförtroendet stigit och nu ligger över det historiska snittet.

Resursutnyttjandet fortsätter att vara lågt vilket förväntas dämpa takten i prisökningarna framöver. Inflationstakten i euroområdet var 1,8 procent i september och väntas ligga kvar över 1,5 procent till och med slutet av året (se diagram 3:10). Exklusive energi och vissa livsmedel är inflationstakten lägre. De senaste månaderna har den legat nära 1 procent (se diagram 3:11).

■ ■ Övriga Europa – fortsatt ekonomisk återhämtning

I Storbritannien steg BNP med 4,7 procent i uppräknad årstakt under andra kvartalet (se diagram 3:7). Uppgången berodde till stor del på ökad konsumtion bland hushållen och på ett ökat lagerbidrag. Flera delar av ekonomin har dock utvecklats svagt de senaste månaderna. Bland annat har industriproduktionen varit i stort sett oförändrad de senaste månaderna. Företagens optimism har också dämpats något efter att ha ökat kraftigt i början av förra året. Hushållens optimism har dämpats markant sedan i början av innevarande år. En bidragande orsak är sannolikt en svag utveckling på arbetsmarknaden. Arbetslösheten har varit i stort sett oförändrad strax under 8 procent sedan i början av förra året. Den svaga utvecklingen på bostadsmarknaden kan också ha bidragit, där huspriserna, mätt med Halifax husprisindex, åter har börjat falla. I augusti var huspriserna cirka 20 procent lägre än toppnivån före krisen. Samtidigt har inflationen legat över 3 procent under hela året, vilket till stor del beror på höjd moms och en svag växelkurs.

I Norge ökade BNP i fastlandsekonomin med drygt 2 procent i uppräknad årstakt under andra kvartalet. Industriinvesteringar och export utanför oljesektorn bidrog till ökningen. Tillväxten i hela ekonomin, det vill säga inkluderat inkomster från oljeindustrin, var dock endast 0,3 procent i uppräknad årstakt. Inflationstakten mätt med KPI har under de senaste månaderna legat strax under 2 procent och var 1,7 procent i september. I Danmark fortsätter den ekonomiska återhämtningen och BNP växte överraskande snabbt med en tillväxt på nästan 4 procent i uppräknad årstakt under andra kvartalet. En stark utveckling av exporten i kombination med högre offentlig konsumtion och ett ökat lagerbidrag bidrog till tillväxten. Inflationstakten mätt med KPI var 2,6 procent i september. I Finland, som ingår i euroområdet, steg BNP med 7,8 procent i uppräknad årstakt under andra kvartalet. Bostadsinvesteringar och export bidrog till ökningen. Inflationstakten var 1,4 procent i september.

■ ■ Stark tillväxt i Sverige

BNP i Sverige steg under andra kvartalet i år med nästan 8 procent jämfört med första kvartalet uppräknat till årstakt. Jämfört med andra kvartalet i fjol steg BNP med 4,6 procent (kalenderkorrigerat). Detta var en klart starkare utveckling än vad som rapporterades i den snabbversion av nationalräkenskaperna som var tillgänglig inför det penningpolitiska mötet i september. SCB har reviderat upp kvartalsförändringen i BNP med nästan 4 procentenheter i uppräknad årstakt, vilket är den största revideringen sedan snabbversionen av BNP började publiceras 1996. Det var framförallt lagerinvesteringar samt of-fentlig konsumtion som utvecklades starkare än i snabbversionen.

För det tredje kvartalet finns information från konjunkturbarometrar och inköpschefsindex för samtliga tre månader, medan månadsutfall i form av hårddata, som till exempel varu- och tjänsteproduktion är tillgänglig för de två första månaderna. Samtliga dessa indikatorer tyder på en fortsatt stark tillväxt även under andra halvåret 2010.

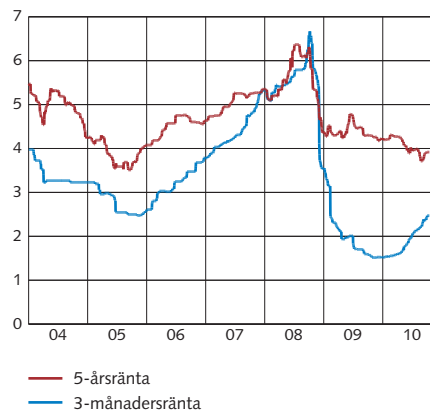
■ ■ BNP-tillväxten starkare än normalt på kort sikt

Enligt Konjunkturinstitutets barometerindikator är läget i svensk ekonomi "mycket starkare än normalt", vilket ska tolkas som att BNP-tillväxten är högre än normalt.⁸ Indikatorn ligger klart över det historiska genomsnittet och har sedan slutet av 2009 legat på en nivå som signalerar att stämningläget bland företag och hushåll är ljusare än normalt (se diagram 3:14). Industriproduktionen har stigit snabbt sedan början av året men den föll tillbaka relativt kraftigt i augusti. Industriproduktionen ligger fortfarande kvar på en lägre nivå jämfört med före krisen 2008. Även tjänsteproduktionen har fortsatt sin återhämtning de senaste månaderna. Under krisen föll produktionen betydligt mer i industrin än i tjänstesektorn (se diagram 3:15).

Resultaten från Riksbankens företagsintervjuer under september stämmer väl överens med bilden som ges av andra indikatorer.⁹ Den allmänna bilden som företagen ger av konjunkturen är att den har fortsatt att förstärkas på bred front. De flesta företag räknar med att konjunkturen förbättras ytterligare under det närmaste halvåret men i en något avtagande takt. Många företag känner sig dock fortfarande osäkra på styrkan i uppgången. Sammantaget tyder nyinkommen information för svensk ekonomi på en fortsatt stark tillväxt under andra halvåret 2010. BNP-tillväxten för helåret 2010 väntas bli 4,8 procent, vilket är en upprevidering med 0,7 procentenheter jämfört med prognosen i september.

Diagram 3:16. Boräntor i Sverige

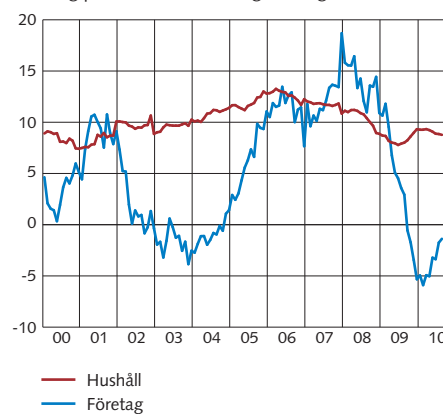
Procent



Anm. Listade boräntor, genomsnitt av de räntor som Nordea, SBAB, SEB, Spintab och Stadshypotek publicerar bland annat i dagspressen.

Källor: Nordea, Reuters EcoWin, SBAB, SCB, SEB, Spintab, Stadshypotek och Riksbanken

Diagram 3:17. Utlåning till hushåll och företag
Årlig procentuell förändring, säsongrensad data

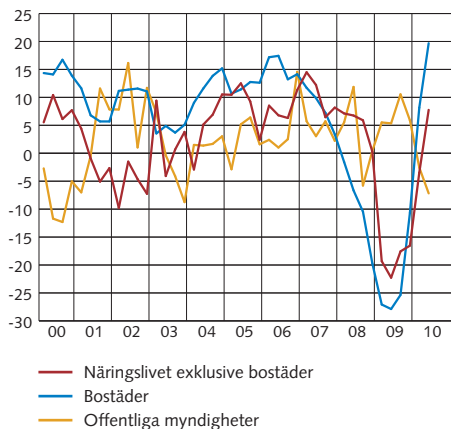


Källa: SCB

⁸ För en diskussion om sambandet mellan barometerindikatorn och BNP-tillväxten i Sverige se fördjupningen "Barometerindikatorn sammanfattar företagens och hushållens syn på ekonomin", i Konjunkturläget mars 2007, Konjunkturinstitutet.

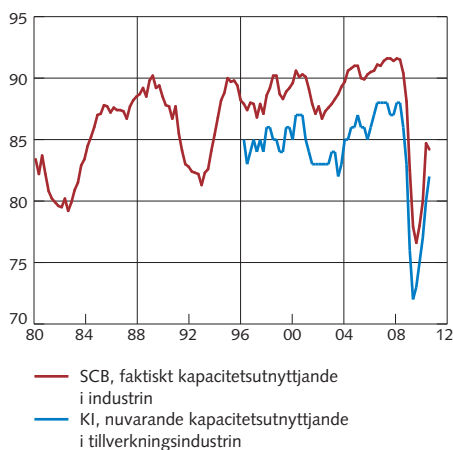
⁹ Se publikationen "Riksbankens företagsintervjuer september 2010" på Riksbankens webbplats www.riksbank.se under rubriken Press & publicerat, Rapporter.

Diagram 3:18. Fasta bruttoinvesteringar
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Diagram 3:19. Industrins kapacitetsutnyttjande
Procent, säsongrensade data



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

■ ■ Optimistiska hushåll fortsätter att öka konsumtionen

Hushållens konsumtion fortsatte att öka snabbt andra kvartalet i år. Ökningen var bred, men ökningen av bilförsäljningen gav särskilt stora bidrag till tillväxten. Även konsumtionen av sällanköpsvaror och tjänster ökade starkt. Däremot utvecklades konsumtionen av dagligvaror svagt. Detaljhandelsindex indikerar också att hushållens konsumtion av detaljhandelsvaror har ökat i en något långsammare takt under sensommaren. Hushållens nybilsregistreringar, som föll kraftigt under finanskrisen, har ökat kraftigt det senaste året. Det tredje kvartalet i år var nybilsregistreringarna mer än 50 procent högre än motsvarande period i fjol. Dessutom har hushållen, enligt Konjunkturbarometern, blivit allt mer optimistiska om både sin egen och Sveriges ekonomi. Hushållens konfidensindikator steg under september till den högsta nivån på 10 år. Stämningläget bland hushållen är alltså enligt indikatorn ljusare än på länge.

■ ■ Utlåningstakten till hushåll är fortsatt hög

De boräntor med tre månaders löptid som hushållen möter har stigit under sommaren och hösten, vilket reflekterar både de redan genomförda reporäntehöjningarna och förväntningarna om kommande höjningar under året. Boräntor med räntebindningstid på fem år har däremot sjunkit något sedan i våras (se diagram 3:16). Det är en följd av att stats- och bostadsobligationsräntorna har sjunkit relativt mycket under stora delar av denna period, vilket har medfört lägre finansieringskostnader för bolåneinstituten. Hushållens förväntningar om framtida rörliga boräntor stiger enligt Konjunkturbarometern i linje med Riksbankens räntebana fram till 2012. Därefter förväntas boräntorna stiga långsammare än räntebanan.

Utlåningstakten till hushållen är fortfarande hög, men har avtagit något sedan i början av året (se diagram 3:17). Priserna på bostadsrätter steg i augusti, men säsongvariationerna under sommarmånaderna är ofta stora och i genomsnitt uppvisar bostadsmarknaden en stabil utveckling över sommaren med stillastående priser på bostadsrätter och en liten uppgång i villapriserna. Finansinspektionen har under hösten infört ett utlåningstak för bostadslån som innebär att hushållen endast får låna till 85 procent av bostadens värde. Än så länge är det för tidigt att dra några slutsatser om effekter på huspriser och utlåning till hushåll av detta.

■ ■ Starkare offentliga finanser och fortsatt ökad offentlig konsumtion

Utfallet för den offentliga konsumtionen reviderades upp för första halvåret 2010 i nationalräkenskaperna i september. Vissa tillfälliga faktorer, såsom till exempel försvarsinköp, drog upp konsumtionen. Andra faktorer var av mer varaktig karaktär som ökade inköp av tjänster inom vård, skola och omsorg från privata vårdgivare. Prognosen för offentlig konsumtion 2010 är uppreviderad med 0,6 procentenheter.

Det finansiella sparandet i den offentliga sektorn blev 30 miljarder kronor första halvåret 2010. Som andel av BNP är detta en förbättring med cirka 1 procentenhet jämfört med första halvåret 2009. Förbättringen kommer i huvudsak från starkare utfall för inkomstskatter och sociala avgifter. Detta är i linje med den starka utvecklingen av antalet arbetade timmar i hela ekonomin. Även om arbetslösheten fortfarande är hög har utgifterna för arbetslöshetsersättning stabiliserats. Utgifter relaterade till ohälsa har samtidigt fortsatt att minska. För helåret 2010 väntas det offentliga finansiella sparandet som andel av BNP bli positivt och uppgå till 0,4 procent.

■ ■ Investeringarna stiger

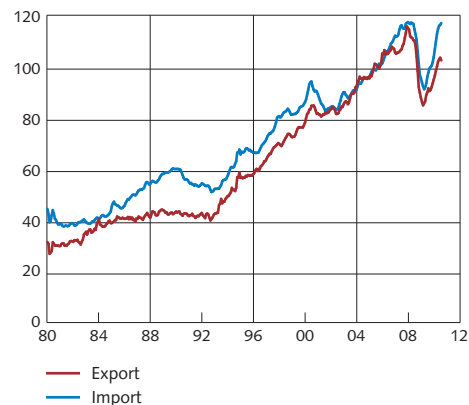
De fasta bruttoinvesteringarna har stigit sedan det kraftiga fallet hösten 2008. Investeringarna har stigit med i genomsnitt drygt 3 procent, mätt som årlig procentuell förändring, under första halvåret 2010. Det är framförallt bostadsinvesteringarna som bidragit till tillväxten. Men även i näringslivet (exklusive bostäder) steg investeringarna, mätt som årlig procentuell förändring, för första gången sedan slutet av 2008. De offentliga investeringarna föll kraftigt andra kvartalet (se diagram 3:18). Det är främst kommunala investeringar som fallit bland annat till följd av att flera stora byggprojekt avslutats och nya projekt inte påbörjats. Investeringarnivån i kommunerna var under 2009 något högre än normalt, så fallet hittills i år är en återgång till mer normala nivåer.

De totala investeringarna väntas fortsätta öka under det andra halvåret i år. Det är främst bostadsinvesteringarna som driver tillväxten, där såväl ombyggnad som nybyggnad av framförallt flerbostadshus utvecklas starkt. Även i näringslivet (exklusive bostäder) väntas investeringarna stiga snabbt. Enligt SCB:s investeringsenkät tyder näringslivets investeringsplaner på en ökning av investeringarna 2010 jämfört med året innan. Riksbankens företagsintervjuer ger bilden av att industrins investeringar kommer att öka men i en långsam takt de kommande sex månaderna. I huvudsak handlar det om investeringar som ersätter förslitet kapital snarare än nyinvesteringar. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin har stigit även om det fortfarande ligger på en historiskt sett låg nivå (se diagram 3:19). Det talar för fortsatt ökade investeringar i industrin, men i en måttlig takt. Sammantaget väntas de totala investeringarna öka med 5,6 procent 2010, vilket är en upprevidering med cirka 0,6 procentenheter jämfört med prognosen i september.

■ ■ Företagen har tillgång till finansiering

De räntor som företagen betalar på till exempel företagscertifikat och upplåning från svenska banker har stigit under hösten. Utvecklingen har drivits av att Riksbanken har höjt reporäntan. Bankernas utlåning till företagen sjunker inte lika mycket som tidigare under året och flera företag har haft möjlighet att emittera räntebärande papper det

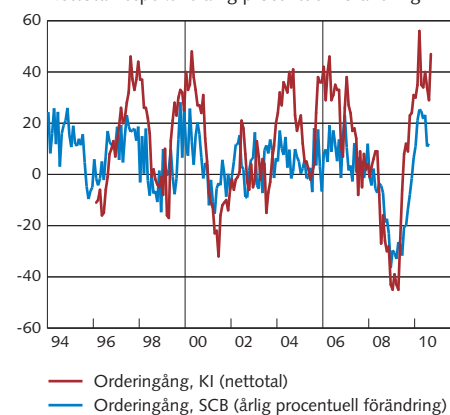
Diagram 3:20. Utrikeshandel med varor i fasta priser
Index, 2005 = 100, säsongrensade data



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

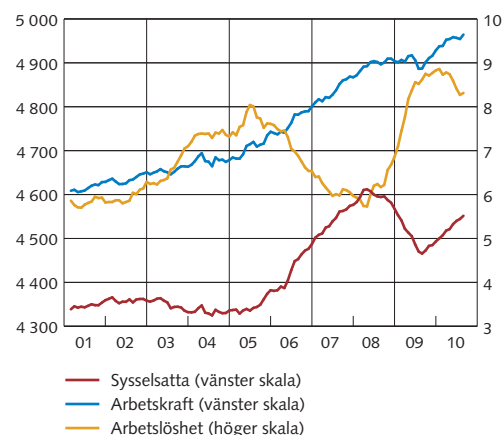
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:21. Exportordergång
Nettotal respektive årlig procentuell förändring



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

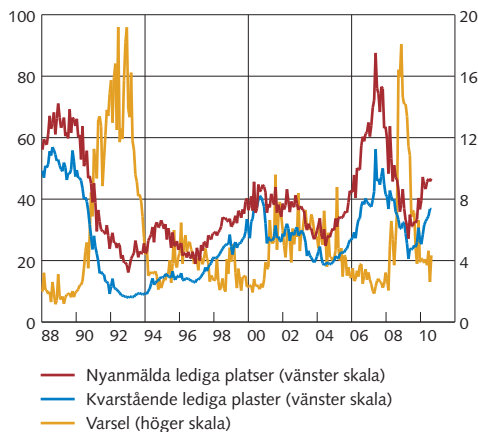
Diagram 3:22. Sysselsatta, arbetskraft och arbetslöshet
1000-tals personer respektive procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde.

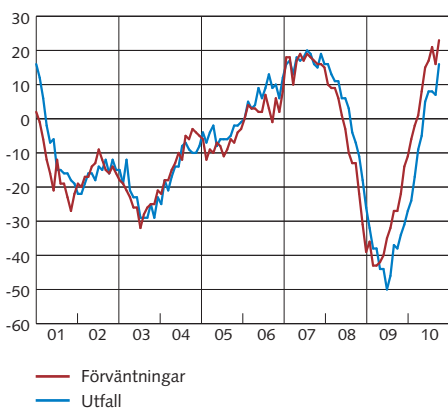
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:23. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel
1000-tal, säsongsrensade data



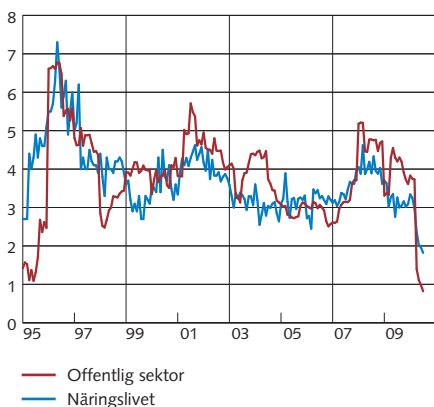
Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken

Diagram 3:24. Anställda i näringslivet, förväntningar och utfall
Nettotal, säsongsrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:25. Löner
Årlig procentuell förändring



Anm. Preliminära utfall de senaste 12 månaderna som vanligtvis revideras upp.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

senaste året (se diagram 3:17). Sammantaget talar detta för att företagen har tillgång till den finansiering som de behöver.

■ ■ Exporten fortsätter att stiga

Den svenska exporten steg oväntat mycket andra kvartalet 2010. Det var framförallt exporten av motorfordon och metallvaror som stod för den största ökningen. Även importen steg kraftigt under andra kvartalet. Bland de importerade varorna var det teleprodukter, metaller och motorfordon som ökade mest. Handeln i omvärlden har ökat kraftigt det senaste året och månatlig statistik över svensk utrikeshandel med varor tyder på att både exporten och importen fortsätter att öka under 2010 (se diagram 3:20). Exportordergången enligt SCB ökar visserligen i något långsammare takt än tidigare men enligt Konjunkturbarometern steg exportordergången i september. Sammantaget tyder statistiken på att exporten kommer att fortsätta att stiga jämförelsevis snabbt (se diagram 3:21).

■ ■ Arbetsmarknaden återhämtar sig snabbt

Den svenska arbetsmarknaden har klarat sig överraskande väl genom krisen om man jämför med historiska samband mellan sysselsättning och BNP. Sedan slutet av 2009 har återhämtningen skett snabbt genom att sysselsättningen stigit och antalet arbetade timmar ökat. Uppgången i arbetslösheten bromsade också in förvånansvärt tidigt (se diagram 3:22).

Sedan den penningpolitiska uppföljningen i september har utfallen från AKU för juli och augusti publicerats. Dessa visar att antalet arbetslösa har utvecklats i linje med Riksbankens bedömning medan uppgången i sysselsättningen blivit något måttligare. Nationalräkenskapernas utfall för antalet arbetade timmar andra kvartalet reviderades upp av SCB i enlighet med den betydligt starkare statistik som också låg till grund för Riksbankens prognos i september. Eftersom BNP däremot växte oväntat starkt andra kvartalet återhämtade sig produktiviteten betydligt snabbare än i Riksbankens bedömning i september.

Utfall och indikatorer tyder alltså på att arbetsmarknadssituationen fortsätter att förbättras. Arbetsförmedlingens statistik visar att efterfrågan på arbetskraft ökar, även om ökningstakten dämpats något de senaste månaderna (se diagram 3:23). Antal varsel om uppsägning är tillbaka på samma nivåer som under inledningen av 2008. Enligt Konjunkturinstitutets företagsbarometer planerar företagen att fortsätta att nyanställa (se diagram 3:24). Såväl inom privata tjänsteföretag som inom industriföretag är anställningsplanerna positiva medan detaljhandeln förväntar sig oförändrad sysselsättning de närmaste månaderna. Byggkonjunktoren stärks snabbt och det är nu ungefär 40 procent av byggföretagen som uppger att det är brist på arbetskraft som främst hindrar dem att öka produktionen. Samma bild ger

även Riksbankens egna företagsintervjuer där flera byggföretag säger sig vara oroliga för att få rekryteringsproblem exempelvis i samband med att anställda går i pension.

■ ■ Nedväxling i löneökningstakten under andra kvartalet i år

Sedan den penningpolitiska uppföljningen i september har preliminära löneutfall enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet publicerats för juli i år. Där framgår att lönerna i hela ekonomin ökade med i genomsnitt 1,7 procent i årlig procentuell förändring under perioden april-juli, jämfört med en preliminär löneökningstakt på 3,4 procent under det första kvartalet i år. Visserligen kommer denna preliminära statistik att revideras upp när de lokala löneförhandlingarna blir klara, men det är ändå fråga om en betydande nedväxling i löneökningstakten.¹⁰ Nedväxlingen i löneökningstakt beror bland annat på nivån i de nya löneavtalen som har slutits i år.

Löneutfallen för den offentliga sektorn är under de senaste månaderna lägre än utfallen för näringslivet (se diagram 3:25). Ett skäl är att löneöversynerna för vissa grupper av de kommunalt anställda ännu inte har genomförts, vilket innebär att relativt stora retroaktiva löneutbetalningar för dessa väntas komma in i statistiken. Löneutfallen i industrin och övrigt näringsliv är hittills i år högre än utfallen för byggsektorn. I industrin senarelades lokala lönerrevisioner i samband med krisavtalen 2009, vilket medför att löneutfallen under en period i år blir klart högre än nivån i förbundsavtalen inom industrin. Löneökningstakten i hela ekonomin för helåret 2010 bedöms bli 2,5 procent i årlig procentuell förändring, vilket är en liten nedrevidering jämfört med prognosen i september.

■ ■ Långsammare tillväxt i timlöner enligt nationalräkenskaperna hittills i år

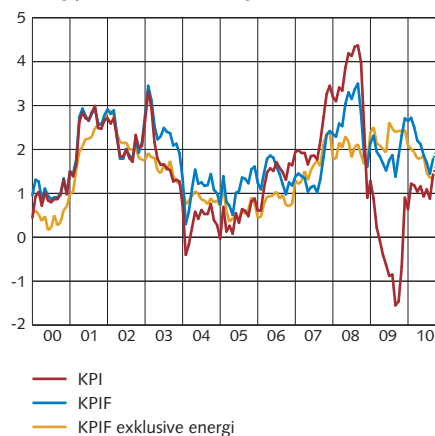
Nationalräkenskapernas lönesummor för andra kvartalet i år har också publicerats sedan den penningpolitiska uppföljningen i september. Utfallen hittills i år innebär att tillväxttakten i lön per arbetad timme i hela ekonomin enligt denna statistik är klart långsammare än motsvarande mått enligt konjunkturlönestatistiken. En förklaring kan vara att utbetalningar av bonusar och andra löneförmåner minskade till följd av finanskrisen. Ett annat skäl kan vara att de lokala krisavtal som slöts inom industrin under 2009 har upphört i år.¹¹

Under första halvåret i år steg produktiviteten med cirka 2,7 procent, mätt som årlig procentuell förändring, vilket är den högsta tillväxten sedan första halvåret 2006. Produktiviteten bedöms komma att utvecklas betydligt starkare än arbetskostnaderna per timme under

¹⁰ De första preliminära löneutfallen under maj, juni och juli är de lägsta sedan Riksbanken började bearbeta denna statistik i januari 2000 för mer information om revideringarna i konjunkturlönestatistiken. Se T. Aranki och K. Friberg, "Analys av revideringar i konjunkturlönestatistiken", *Ekonomiska kommentarer* nr 3, 2010, Sveriges riksbank.

¹¹ Utformningen av dessa avtal innebär att arbetstiden kunde sänkas mer än lönen i lokala avtal. Lönen per arbetad timme höjdes därmed. När avtalen löpte ut kan därför effekten bli den motsatta, det vill säga att timlönen sjunker tillbaka igen. Krisavtalen gällde som längst till den sista mars i år. Trots att senarelagda lokala lönerrevisioner har utbetalats för anställda inom industrin i år har timlönen i denna sektor enligt nationalräkenskaperna sjunkit hittills i år.

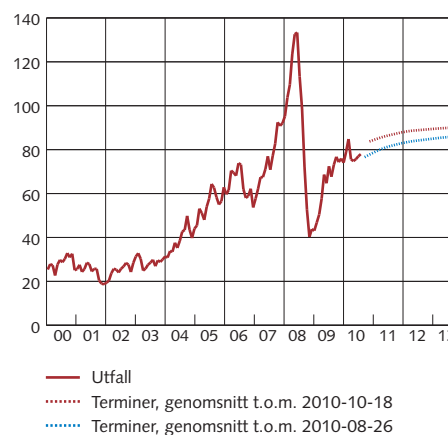
Diagram 3:26. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

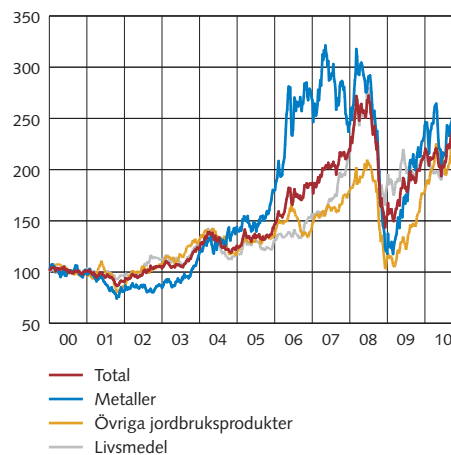
Diagram 3:27. Oljepris, Brentolja
USD per fat



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

Källor: Intercontinental exchange och Riksbanken

Diagram 3:28. Råvarupriser
Index 2000 = 100, USD



Källa: The Economist

helåret 2010, vilket medför att tillväxten i arbetskostnaderna per producerad enhet sjunker med drygt en procent.

■ ■ Något stigande inflationsförväntningar

Konjunkturinstitutets undersökning av hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt visar att dessa steg från 2,0 procent i augusti till 2,2 procent i september. Prosperas undersökning visar att samtliga aktörers inflationsförväntningar på ett års sikt steg från 1,5 procent i juni till 1,7 procent i september. På två och fem års sikt är inflationsförväntningarna oförändrade på 2,0 procent respektive 2,2 procent. Prosperas månatliga undersökning av penningmarknadens inflationsförväntningar från oktober visar att dessa är oförändrade på 1,6 procent på ett års sikt men att de har stigit marginellt till 2,0 procent på två och fem års sikt jämfört med september.

■ ■ Lågt inflationstryck

I det senaste utfallet för september steg KPI med 1,4 procent jämfört med samma månad året innan (se diagram 3:26). Den årliga förändringstakten i de genomsnittliga bostadsräntorna är fortfarande negativ, vilket bidrar till att inflationen mätt med KPI är lägre än när effekten av dessa exkluderas från inflationen. Inflationen mätt med KPIF uppgick till 1,8 procent i september. Eftersom reporäntan stigit något under hösten och bidragit till stigande bostadsräntor förväntas den årliga förändringstakten i hushållens räntekostnader nu bli positiv och bidra till att KPI efter årsskiftet stiger snabbare än KPIF. Utfallet i september för KPI och KPIF var högre än prognosen i den penningpolitiska uppföljningen, främst på grund av att energipriserna steg mer än förväntat.

KPIF exklusive energi, som är ett annat mått på den underliggande inflationen, steg med 1,4 procent i september (se diagram 3:26). Det senaste utfallet var också högre än prognosen i september, vilket berodde på att flera undergrupper i detta mått på inflationen steg mer än förväntat. Inflationen, mätt med KPIF exklusive energi, förväntas fortsätta att öka förhållandevis långsamt under resten av året.

Terminspriserna på olja och el ligger nu på en högre nivå än de gjorde vid den penningpolitiska uppföljningen i september (se diagram 3:27). Priset på råvaror (metaller, livsmedel och övriga jordbruksvaror) i dollar har stigit under de senaste månaderna (se diagram 3:28), men då kronan samtidigt förstärkts har råvarupriserna uttryckt i svenska kronor inte stigit riktigt lika snabbt.

Förstärkningen av kronan och ett lågt kostnadstryck är bidragande orsaker till att den underliggande inflationstakten är förhållandevis låg. Detta stöds också av resultatet av Riksbankens företagsundersökning där det framgår att företagen ser måttliga prisökningar framför sig den närmaste tiden.

■ Varför högre tillväxt i Sverige än i euroområdet och USA?

Sveriges tillväxt är stark i ett internationellt perspektiv. Jämfört med USA och euroområdet är tillväxten för närvarande högre i Sverige, och i Riksbankens prognos beräknas detta bestå även under nästa år. Denna fördjupning syftar till att lyfta fram några faktorer som förklarar Sveriges relativt höga tillväxt nu och under den närmaste tiden. Dessa faktorer har att göra med världshandeln och Sveriges export, det höga hushållssparandet i kombination med de starka offentliga finanserna samt bostadsmarknadens utveckling.

Bakgrund: BNP-utvecklingen i Sverige, euroområdet och USA

Under 1970- och 80-talen växte Sveriges ekonomi långsamt i förhållande till de länder som Sverige bedriver mest handel med. Däremot uppvisade Sverige under en 10-årsperiod fram till finanskrisens utbrott en BNP-tillväxt som var högre än i såväl euroområdet som USA (se diagram R1). Särskilt tydlig var skillnaden jämfört med euroområdet. Detta betydde att Sveriges tillväxt under en lång tid var betydligt högre än i den handelsviktade omvärlden (mätt med TCW-vikter)¹². I samband med finanskrisen föll BNP-nivån i Sverige mer än i euroområdet och USA, men den har återhämtat sig starkt under senare tid.

För närvarande är tillväxten snabbare i Sverige än i euroområdet och USA. Den snabbare tillväxten väntas bestå även under 2011 (se diagram 1:2). Denna fördjupning avser inte att ge en heltäckande beskrivning av skillnaderna mellan dessa länders och regioners tillväxtförutsättningar, utan syftet är att lyfta fram några centrala faktorer. Dessa har att göra med världshandeln och Sveriges export, det höga sparandet bland hushållen i kombination med de starka offentliga finanserna samt bostadsmarknadens utveckling.

Det bör påpekas att de faktorer som diskuteras i denna fördjupning minskar i betydelse på längre sikt, vilket också avspeglar sig i en mer likartad tillväxt i Sverige, euroområdet och USA mot slutet av prognoshorizonten (se diagram 1:2).

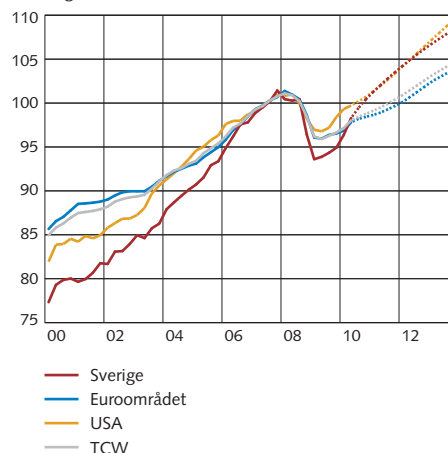
Uppgången i världshandeln gynnar Sverige i återhämtningsfasen

I samband med finanskrisen skedde ett mycket drastiskt fall i världshandeln (se diagram R2). Detta hade en stor inverkan på en liten öppen ekonomi som Sverige. Sveriges exportmarknad, som avspeglar importen i de länder som Sverige bedriver mest handel med, föll mycket kraftigt, vilket fick omedelbart genomslag i den svenska exporten, som föll med över 15 procent (se diagram R2).

Det stora fallet i världshandeln i samband med finanskrisen gjorde att även exporten i euroområdet och USA drabbades; exporten i dessa områden föll ungefär lika mycket som i Sverige (se diagram R3). Men den högre exportandelen innebar att en liten öppen ekonomi som den svenska drabbades extra hårt.

¹² Euroområdets andel utgör över 50 procent, vilket förklarar likheterna mellan TCW-viktad BNP och euroområdets BNP.

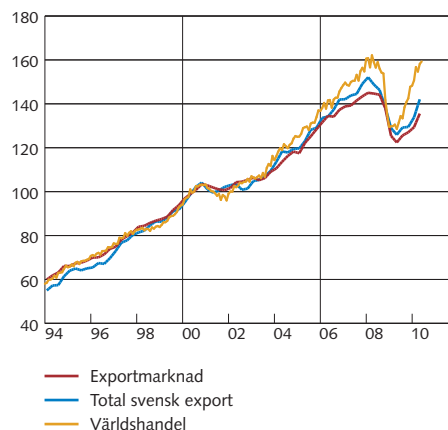
Diagram R1. BNP-nivå i Sverige och omvärlden
Logaritmerat index, 2007 = 100



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

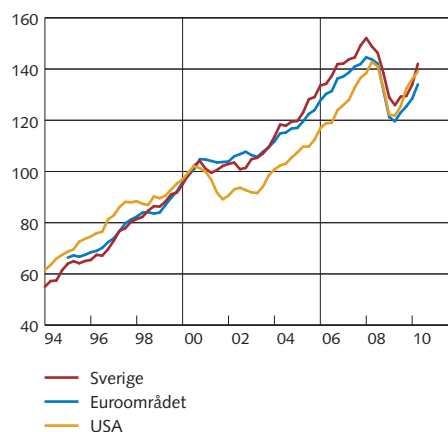
Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och Riksbanken

Diagram R2. Världshandelsvolym, exportmarknad och svensk export
Index, 2000 = 100, säsongsrensade data



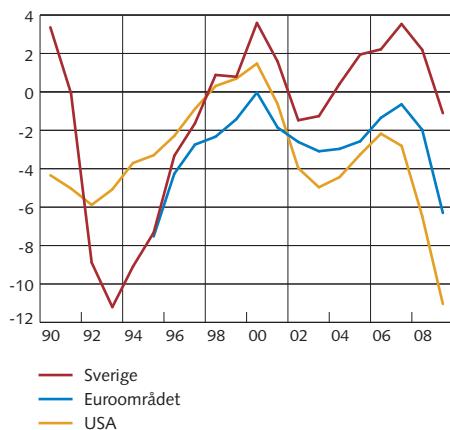
Källor: Netherlands Bureau of Economic Analysis, SCB och Riksbanken

Diagram R3. Exportvolym i Sverige, euroområdet och USA
Index, 2000 = 100, säsongsrensade data



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och SCB

Diagram R4. Offentligt finansiellt sparande i Sverige, euroområdet och USA
Procent av BNP



Källa: OECD

Dessutom utgjordes en viktig del av fallet i världshandeln av minskad handel med investeringsvaror och varaktiga konsumtionsvaror som personbilar. Inköpen av dessa varor var lätta att skjuta upp när den finansiella krisen bröt ut.¹³ Samtidigt utgjorde dessa varor en stor andel av Sveriges export. Därigenom kan man säga att Sverige under krisen även missgynnades genom produktsammansättningen i exporten.

På liknande sätt leder nu den kraftiga uppgången i världshandeln till att Sverige, genom sin höga exportandel, gynnas extra mycket. Även produktsammansättningen i Sveriges export har i detta sammanhang vänts från en nackdel till en fördel. Uppgången i världshandeln som nu sker är till stora delar driven av efterfrågan på just sådana produkter där efterfrågan föll som mest under krisen. Eftersom inköpen av dessa varor var lätta att skjuta upp är de också lätta att återuppta. Svensk export har dock inte vuxit i samma takt som världshandeln, på grund av att det främst är tillväxtländer i Asien som står för den största ökningen av importen, och de dominerande regionerna i Sveriges exportmarknad är alltså Europa och USA.

Sammantaget har utvecklingen av världshandeln och exportmarknaden lett till en kraftig återhämtning i den svenska exporten, och tillväxten beräknas vara särskilt stark i år och nästa år. Till viss del har återhämtningen av den svenska exporten också gynnats av att den svenska kronan försvagades påtagligt i samband med krisen (se diagram 1:17).

Exportens betydelse för Sveriges högre tillväxt i förhållande till USA och euroområdet är mest relevant för att förklara skillnaderna i BNP den senaste tiden och i den kortsiktiga prognosen. Det senaste året har kronan stärkts kraftigt och är nu på samma nivåer som före finanskrisen. Riksbankens bedömning är att denna förstärkning fortsätter. På lång sikt bedöms därför exporten öka i linje med eller något långsammare än Sveriges exportmarknad (se diagram 1:19).

Mycket starka offentliga finanser i Sverige...

I samband med att finanskrisen bröt ut uppvisade Sverige, till skillnad från euroområdet och USA, ett betydande överskott i de offentliga finanserna. Såväl i euroområdet som i USA hade de offentliga finanserna i genomsnitt uppvisat ett underskott på knappt 2 procent av BNP under 10 år fram till att finanskrisen bröt ut. Motsvarande siffra för Sverige var ett överskott på drygt 1 procent, i överensstämmelse med det så kallade överskottsmålet.¹⁴ Detta gjorde att utgångsläget för statsfinanserna skilde sig åt en hel del.

Trots den mycket kraftiga lågkonjunkturen sjönk det offentliga finansiella sparandet bara till -1 procent av BNP i Sverige 2009, vilket är ett betydligt mindre fall än i euroområdet och USA (se diagram R4).

¹³ Av denna anledning används ibland den engelska beteckningen "postponables" för dessa varor.

¹⁴ Överskottsmålet innebär att det offentliga finansiella sparandet ska vara i genomsnitt 1 procent över en konjunkturcykel.

De kraftiga försämringarna i det offentliga finansiella sparandet i euroområdet och USA var resultatet både av automatiska stabilisatorer i samband med konjunkturnedgången och stora finanspolitiska stimulansåtgärder.

I slutet av 1990-talet var statskulden i euroområdet ungefär lika stor som i Sverige. Därefter skedde, bland annat som en följd av överskotts målet för de offentliga finanserna, en trendmässig minskning av skulden i Sverige, men motsvarande minskning skedde inte i euroområdet och inte heller i USA. I samband med att finanskrisen bröt ut började statskulden växa kraftigt i såväl USA som euroområdet (se diagram R5).

Det förtjänar att påpekas att det inom euroområdet i sin tur finns stora skillnader mellan olika länder vad gäller det statsfinansiella läget. Det var framförallt i länder som Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien som stora problem med underskott i de offentliga finanserna uppstod under krisen. Under våren 2010 uppkom en stor oro för hur dessa länder skulle klara sina finanspolitiska problem, vilket bland annat har resulterat i stora ränteuppgångar för statsobligationer (se diagram 3:13). Dessa uppdrivna obligationsräntor bidrar ytterligare till bördan av statskuldspenningen i och med ökade ränteutgifter.

Sammantaget gör ovanstående faktorer att behovet av finanspolitisk åtstramning är betydligt mindre i Sverige än i euroområdet och USA. Riksbanken ser, liksom Finansdepartementet och Konjunkturinstitutet, inget behov av finanspolitisk åtstramning i Sverige de närmaste åren.

...i kombination med ett högt hushållssparande

En styrka i Sveriges ekonomi jämfört med euroområdet och USA är kombinationen av högt hushållssparande och starka offentliga finanser. I Sverige har sparandet stigit trendmässigt och kraftigt under 10 års tid, vilket är en skillnad jämfört med flera andra länder. Det har till exempel inte varit fallet i Tyskland, ett land med traditionellt högt hushållssparande, som idag har en sparkvot i samma storleksordning som Sveriges. I Tyskland har den privata konsumtionen totalt sett inte ökat alls de senaste 10 åren, vilket tillsammans med måttliga ökningar i disponibelinkomsterna har lett till en svagt ökande sparkvot (se diagram R6). Sparandet bland hushållen i USA minskade mer eller mindre kontinuerligt under en 15-årsperiod fram till den finansiella krisen, då det började stiga. I de länder i euroområdet där statsfinanserna har försämrats mest, som Spanien och Irland, har en kraftig uppgång i hushållssparandet skett på kort tid (se diagram R6).

En viktig fråga i detta sammanhang är vad ett högt hushållssparande egentligen beror på. Riksbanken bedömer att en stor del av det ökande sparandet i Sverige i samband med finanskrisen är ett så

Diagram R5. Statskuldens utveckling i Sverige, euroområdet och USA
Procent av BNP

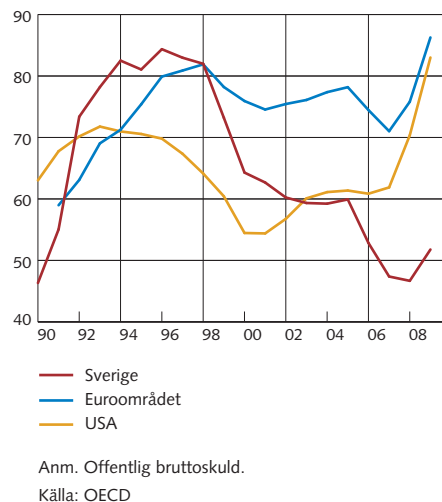


Diagram R6. Hushållens sparkvot i olika länder
Procent av disponibel inkomst

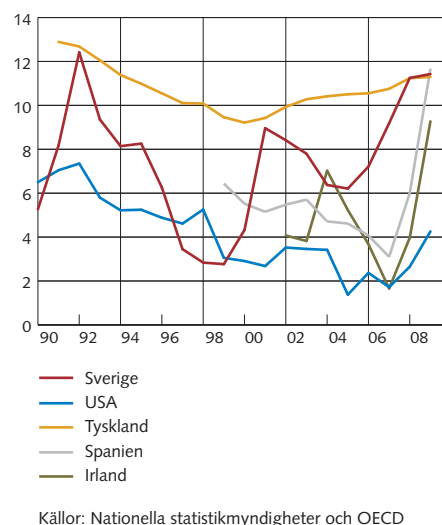
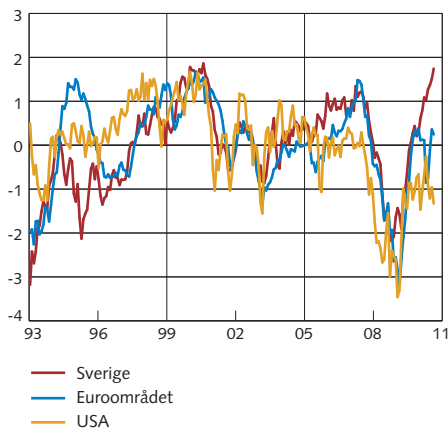
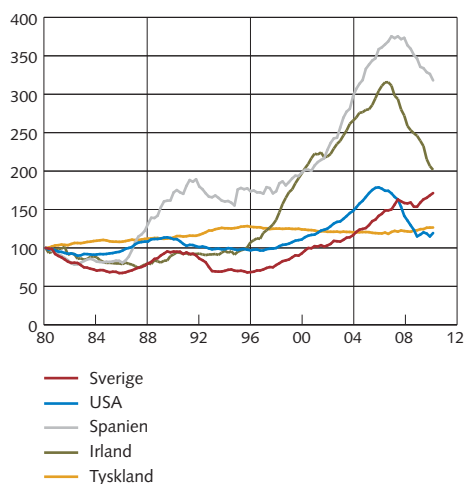


Diagram R7. Konsumentförtroende i Sverige, euroområdet och USA
Antal standardavvikelser från medelvärde



Källor: The Conference Board, DG ECFIN och Konjunkturinstitutet

Diagram R8. Reala huspriser i olika länder
Index, 1980 = 100



Källor: BIS, Reuters EcoWin och Riksbanken

kallat försiktighetssparande. Ökad osäkerhet om framtida inkomster har gjort att hushållen har ökat sitt sparande. Under det senaste året har konsumentförtroendet stärkts mycket i Sverige, även jämfört med euroområdet och USA, vilket är ett tecken på en minskad osäkerhet bland hushållen (se diagram R7). De stora underskotten i de offentliga finanserna i många länder skapar ytterligare osäkerhet om de framtida inkomsterna, vilket sannolikt driver upp försiktighetssparandet bland hushållen i dessa länder. På den punkten skiljer sig Sverige från till exempel euroområdet och USA. Detta bidrar ytterligare till att förutsättningarna för ett minskat sparande i Sverige ter sig bättre än i euroområdet och USA.

Det är alltså just kombinationen av sunda statsfinanser och ett högt hushållssparande som är en styrka för Sveriges ekonomi i en internationell jämförelse. Relativt höga disponibelinkomstökningar i kombination med gott utrymme att minska sparandet möjliggör en hög tillväxt i den privata konsumtionen. Förutsättningarna för detta är mindre i euroområdet och USA, vilket gör att den privata konsumtionen har förutsättningar att växa snabbare i Sverige än i dessa regioner i år och nästa år.

Utvecklingen på bostadsmarknaden – lågt bostadsbyggande i Sverige talar mot kraftiga prisfall

I Sverige har huspriserna återhämtat sig efter en liten nedgång i samband med finanskrisen, och är nu på en högre nivå än innan krisen bröt ut. På detta sätt skiljer sig utvecklingen radikalt från USA och vissa länder i euroområdet, som Spanien och Irland (se diagram R8). Detta visar sig även i bostadsinvesteringarna, som steg kraftigt före finanskrisen för att sedan falla tillbaka i dessa länder (se diagram R9). Efter det kraftiga fallet i början av 1990-talet har bostadsinvesteringarna återhämtat sig långsamt i Sverige, men föll tillbaka något i samband med finanskrisen. Den senaste tiden har de dock stigit igen.

I de länder som drabbats av en "boom-bust-utveckling" på bostadsmarknaden, som Spanien, Irland och USA, har stora strukturella problem uppstått i ekonomierna, vilket har avspeglats i kraftigt försämrade offentliga finanser. Även om länder som Tyskland inte uppvisar denna utveckling på bostadsmarknaden, är det ändå något som ger avtryck i utvecklingen för euroområdet som helhet.

I USA syns fortfarande mycket tydliga spår av en svag utveckling på bostadsmarknaden. Bostadsinvesteringarna har fallit kraftigt, vilket har lett till strukturella problem, till exempel när produktionsfaktorer i form av kapital och arbetskraft behöver flyttas från bostadssektorn. Detta har sannolikt hämmat utvecklingen på arbetsmarknaden, som varit överraskande svag med hänsyn till utvecklingen av BNP.

Den relativt stabila utvecklingen på bostadsmarknaden i Sverige är alltså en anledning till att strukturella problem har kunnat undvikas

i den svenska ekonomin. De "boom-bust-cykler" som observerats på andra håll i världen har karaktäriserats av en ökad efterfrågan på boende som mötts av en kraftig uppgång i bostadsinvesteringarna. När sedan efterfrågan har fallit har detta lett till ett överutbud på bostäder och kraftiga husprisfall. En kraftig uppgång i bostadsinvesteringarna till höga nivåer skulle därför kunna utgöra en risk för den svenska ekonomin. Sett både ur ett internationellt och historiskt perspektiv är dock bostadsinvesteringarna på en låg nivå i Sverige.

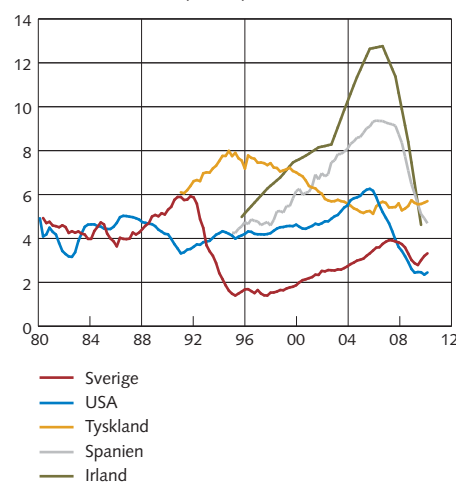
Sammantaget gör det faktum att Sverige inte drabbats av en vikande bostadsmarknad, med de strukturella problem som följer, att förutsättningarna ser betydligt stabilare ut än på många andra håll i euroområdet och i USA. Detta är ytterligare en faktor som talar för en högre ekonomisk tillväxt i Sverige än i euroområdet och USA under de närmaste åren.

Sammanfattning

Prognosen i den penningpolitiska rapporten innebär att BNP-tillväxten i år och nästa år kommer att vara högre i Sverige än i euroområdet och USA. Denna fördjupning har syftat till att lyfta fram några förklarande faktorer. Dessa faktorer har att göra med världshandeln och Sveriges export, det höga sparandet bland hushållen i kombination med de starka offentliga finanserna samt bostadsmarknadens utveckling. Det finns dock ytterligare faktorer som kan lyftas fram. En sådan är stabiliteten i den svenska banksektorn. Till skillnad från i euroområdet och USA har stora kreditförluster kunnat undvikas i de svenska bankerna, vilket underlättar utlåning till hushåll och företag, och därmed också återhämtningen efter krisen.

På längre sikt bedöms bland annat att den amerikanska bostadsmarknaden förbättras, och statsfinanserna i euroområdet stabiliseras. Skillnaderna i konsumtionstillväxten mellan å ena sidan Sverige och å andra sidan USA och euroområdet bedöms också utjämnas. Sveriges export växer i linje med eller något långsammare än exportmarknaden. Därför är det främst på kort sikt som BNP-tillväxten i Sverige är högre än i euroområdet och USA (se tabell A4 och A5).

Diagram R9. Bostadsinvesteringar
Procent av BNP, löpande priser



Källor: Nationella statistikmyndigheter och Riksbanken

■ Basel III - skärpta regler för banker

Baselkommittén presenterade nyligen ett nytt regelverk för banker, det så kallade Basel III. Det omfattar i grova drag nya och skärpta krav på kapital och likviditet i banksektorn. Dessa skärpta regler syftar till att stärka bankernas förmåga att absorbera risker och minska risken för att nya bankkriser inträffar i framtiden. I denna ruta presenteras Basel III och vad ett par studier säger om de makroekonomiska konsekvenserna av de skärpta reglerna. Det nya regelverket innebär att bankerna måste hålla mer och väsentligt bättre kapital och att regler för bankernas likviditet införs. Huvudbudskapet i rutan är att de svenska bankerna är väl kapitaliserade och redan nu i allt väsentligt lever upp till det nya regelverket. Därför väntas implikationerna av de nya reglerna för såväl makroekonomin som penningpolitiken i Sverige att bli små.

Finanskrisen blottade en rad brister i existerande regleringar och i tillsynen av den finansiella sektorn liksom i finansiella företags förmåga att bära och hantera risker. Framförallt handlade det om att bankerna inte hade tillräckligt med kapital av god kvalitet för att kunna täcka förluster i sin verksamhet och att de inte heller hade tillräckligt stora likviditetsbuffertar för att klara sin kortfristiga finansiering i ett skede när förtroendet för bankerna var ifrågasatt och flera finansiella marknader kollapsade. Därtill har tillsyn och regleringar tidigare haft för lite fokus på systemrisk. Med det menas att tillsyn och regleringar i för hög utsträckning varit inriktade på att enskilda finansiella företag ska vara väl kapitaliserade och motståndskraftiga. Det har dock inte varit tillräckligt för att fånga upp övergripande risker som byggts upp i systemet som helhet. Baselkommittén¹⁵ initierade därför i september 2009 ett omfattande arbete med att skärpa kapitalkraven för banker, introducera minimikrav på bankernas likviditet och utforma nya regleringsverktyg för att hantera systemrisk.

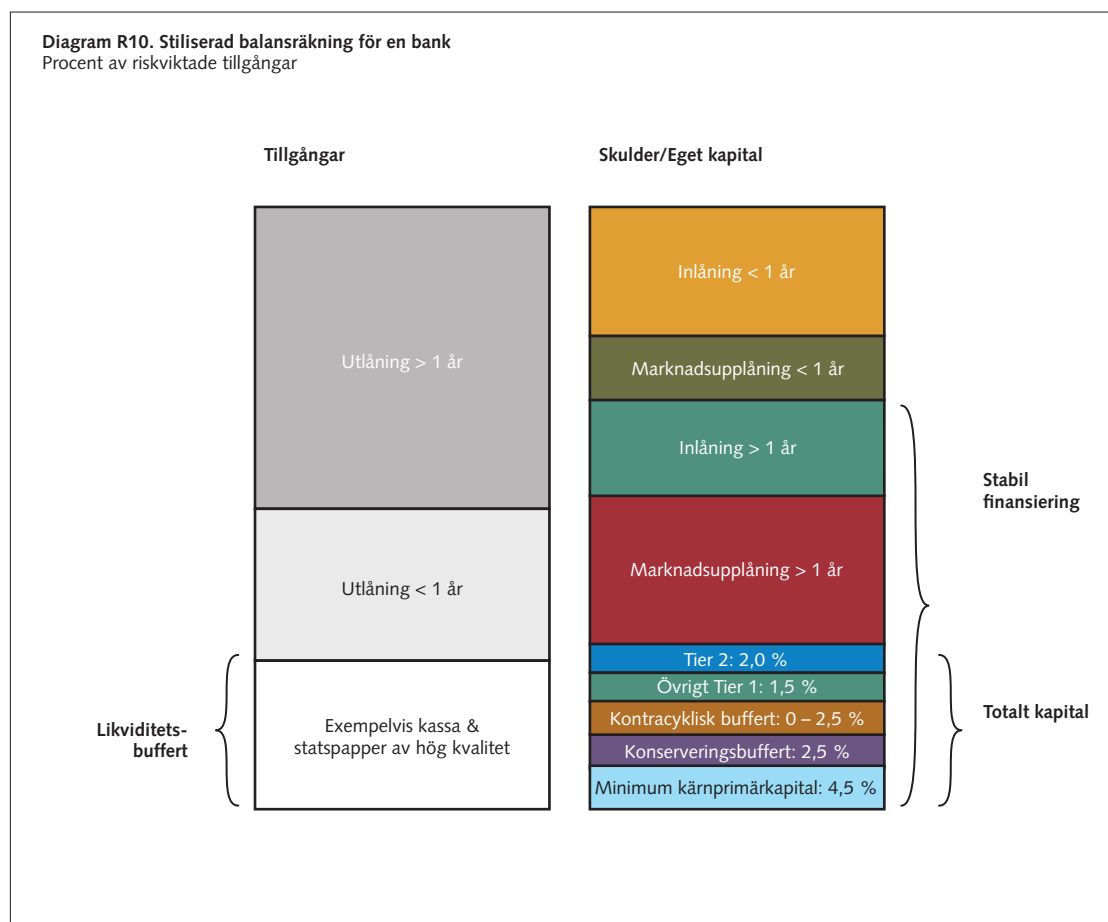
Basel III, vad genomförs nu?

I september i år kom Baselkommittén överens om principerna för hur de nya skärpta kapitalkraven och globala minimireglerna för bankers likviditet ska vara utformade och en tidtabell för när regleringarna ska införas. De nya reglerna kommer att fasas in gradvis. De nya skärpta kapitalkraven införs successivt från och med januari 2013 och ska vara införda fullt ut i januari 2019. Likviditetsreglerna är planerade att börja införas 2015 och ska vara införda fullt ut 2018.

Kapitalkraven i Basel III anger minimikrav på hur mycket kapital av olika slag banker måste hålla för att täcka risker i sina tillgångar. Bankens kapital består av kapitalbasen som delas in i så kallat Tier 1-kapital respektive Tier 2-kapital, se den stiliserade balansräkningen för en bank i diagram R10. Tier 1-kapital ska till största delen bestå av kärnprimärkapital, det vill säga aktiekapital och innehållna vinstmedel. Det är kapital som har bäst förmåga att täcka förluster. Tier 1-kapital

¹⁵ Baselkommittén för banktillsyn är en kommitté under Bank for International Settlements (BIS) som bland annat utvecklar internationella standarder för reglering och tillsyn av banker. BIS har inget eget mandat att införa regleringar men samordnar regelverket för de 27 länder som deltar, däribland Sverige.

kan också till en mindre del bestå av lånat kapital som förlagslån och hybridkapital.¹⁶ Tier 2-kapital utgör en mindre del av kapitalbasen och tillåts vara av sämre kvalitet.¹⁷ Kapitalkraven anges som kvoter i procent av bankens riskviktade tillgångar. De riskviktade tillgångarna anger hur mycket av det nominella värdet på bankernas olika tillgångar som ska täckas med kapital. Varje tillgång ges därför en riskvikt. Tillgångar med låg risk, som kassa och statsobligationer med hög kreditkvalitet, ges låga riskvikter medan tillgångar med hög risk, som utlåning till företag med låg kreditvärdighet och blanchoutlåning till hushåll, ges höga riskvikter. Storleken på det kapital av olika slag som bankerna måste hålla bestäms sedan genom att multiplicera bankens riskviktade tillgångar med de kapitaltäckningskvoter som anges i Basel III.



¹⁶ Förlagslån är efterställda lån med låg prioritet vid en eventuell konkurs. Hybridkapital är ett mellanting mellan aktiekapital (med efterställd ordning vid konkurs) och lånekapital (där den årliga, fastställda avkastningen är avdragsgill).

¹⁷ Tier 2-kapital kan exempelvis vara preferensaktier och kortfristiga förlagslån.

Regler för kapital

Det har nu nåtts en överenskommelse om de flesta delarna inom Basel III-regelverket. Det återstår att komma överens om ett antal detaljer. En viktig fråga som återstår är vilka ytterligare krav som eventuellt ska ställas på världens systemviktiga banker. Det som kan sägas i dagsläget är att kapitalkraven skärps genom att:

- Minimikravet på hur mycket kapital banker ska hålla i form av kärnprimärkapital höjs från 2 till 4,5 procent av bankens riskviktade tillgångar.
- Minimikravet på hur mycket kapital banker totalt ska hålla i form av Tier 1-kapital höjs från 4 till 6 procent av bankens riskviktade tillgångar, men minimikravet på hur mycket Tier 1- och Tier 2-kapital banker totalt måste hålla är oförändrat 8 procent av riskviktade tillgångar.
- En konserveringsbuffert för kapital på 2,5 procent införs. Den ska hållas i form av aktiekapital och läggas på minimikravet för kärnprimärkapital. Det innebär i praktiken att kravet på hur mycket kapital banker ska hålla i form av kärnprimärkapital höjs till 7 procent när konserveringsbufferten fasats in fullt ut 2019. Syftet med denna konserveringsbuffert är att säkerställa att bankerna håller en buffert av kapital med hög kvalitet som de kan använda för att täcka förluster under dåliga tider. Bankerna får använda denna konserveringsbuffert under dåliga tider för att täcka förluster, men ju mer banken använder sig av denna buffert, desto större inskränkningar möter banken i möjligheterna att dela ut sina vinstmedel.
- En kontracyklisk kapitalbuffert som kan variera mellan 0 och 2,5 procent införs. Den ska bestå av kärnprimärkapital eller annat kapital av hög kvalitet som kan täcka förluster. Nationella tillsynsmyndigheter ges möjlighet att utvidga konserveringsbufferten med denna kontracykliska buffert i tider av särskilt hög kredittillväxt som kan leda till att det byggs upp övergripande risker i det finansiella systemet. Det innebär att kravet på hur mycket kärnprimärkapital banker ska hålla totalt kan uppgå till 9,5 procent i tider med stark kreditexpansion.
- Vid sidan av de riskbaserade kapitaltäckningskraven införs ett minimikrav på bruttosoliditeten i banker. Detta mått anger hur stort kapitalet är i förhållande till bankens totala tillgångar, inklusive åtaganden utanför balansräkningen och oavsett risk. Tanken med detta mått är att det ska utgöra ett komplement till de riskbaserade kapitaltäckningskraven och säkerställa att bankerna inte underskattar sina risker. Under en utvärderingsperiod som löper från 2013 till och med 2017 ska bankernas bruttosoliditet vara minst 3 procent av bankens totala tillgångar. Under första halvåret 2017 ska eventuella justeringar i definitionen på måttet göras innan det får sin slutliga utformning från och med 2018.

Minimikraven på sammansättningen av bankernas kapitalbas sammanfattas i tabell R1.

Tabell R1. Minimikraven på sammansättningen av bankernas kapitalbas i Basel III

	Kärnprimärkapital	Tier 1-kapital	Totalt kapital (Tier 1 + Tier 2)
Minimum	4,5%	6,0%	8,0%
Konserveringsbuffert	2,5%		
Minimum plus konserveringsbuffert	7,0%	8,5%	10,5%
Kontracyklisk buffert	0 – 2,5%		

Regler för likviditet

En global minimistandard för bankernas likviditetshantering motiveras bland annat av att krisen visade att bankerna tog för stora likviditetsrisker. Framförallt handlade det om att de hade för små likviditetsbuffertar och att de hade dålig matchning i löptider mellan tillgångar och skulder. Det resulterade i att även välkapitaliserade banker fick likviditetsproblem när viktiga finansieringskällor föll bort. Baselkommittén adresserar dessa problem genom att införa två kvantitativa krav på bankernas likvida medel:

- Likviditetstäckningskvoten (Liquidity Coverage Ratio, LCR) inriktar sig på bankens tillgångssida och säger att banken ska ha en tillräckligt stor buffert av likvida tillgångar i form av kassa, statspapper och i viss utsträckning även bostadsobligationer för att kunna överleva stora finansieringsproblem under 30 dagar. Det innebär att reserven av mycket likvida tillgångar under en sådan period ska vara större än nettoutflödet ur banken under en stressad period av 30 dagar.
- Det andra kvantitativa likviditetskravet – stabil nettofinansieringskvot (Net Stable Funding Ratio, NSFR) – syftar till att uppnå bättre balans i löptidsstruktur mellan bankernas tillgångar och dess skulder genom att ställa krav på att tillgångarna i högre utsträckning ska finansieras med stabil och långfristig finansiering. Minimikravet säger att tillgänglig stabil finansiering ska vara större än behovet av stabil finansiering i en bank. "Tillgänglig stabil finansiering" definieras som det egna kapitalet och den upplåning som bedöms vara tillförlitlig finansieringskälla för en bank som befinner sig i en ansträngd situation under en period av ett år. "Behovet av stabil finansiering" ges av bankens likviditetsriskviktade tillgångar. Varje tillgång ges en likviditetsriskvikt enligt en fast klassificering. Likvida tillgångar som kassa, penningmarknadsinstrument och värdepapper med återstående löptid mindre än ett år ges likviditetsriskvikten noll medan andra mindre likvida tillgångar ges högre likviditetsriskvikter och måste följaktligen också täckas med stabil långfristig finansiering.

Likviditetstäckningskvoten ska införas från och med 1 januari 2015. Utformningen av den stabila nettofinansieringskvoten kräver ytterligare studier. Baselkommittén kommer att utvärdera dess effekter innan man inför en sådan minimistandard från och med 2018.

Implikationer för makroekonomin

Ur ett penningpolitiskt perspektiv är det viktigt att utvärdera dels om övergången från de gamla Basel II-reglerna till de nya Basel III-reglerna har några makroekonomiska effekter på kort sikt, och dels vad de långsiktiga konsekvenserna av de nya Basel III-reglerna är.

Effekter på kort sikt

I utvärderingen av de makroekonomiska effekterna på kort sikt är det naturligt att fråga sig om krav på mer och bättre kapital i kombination med skärpta likviditetskrav leder till ökade kostnader för banker. Om så blir fallet har bankerna, precis som när det gäller kostnadsökningar av andra skäl, möjlighet att hantera detta på ett flertal sätt. Exempelvis genom att ändra sin verksamhet och balansräkningsstruktur eller föra över kostnaderna på sina kunder genom högre räntemarginaler, dvs. större marginal mellan utlåningsräntor och bankernas finansieringskostnader. Kommer det i sin tur att resultera i minskade utlåningsvolymerna och lägre BNP-tillväxt?

En arbetsgrupp under Baselkommittén och Financial Stability Board (FSB), kallad Macroeconomic Assessment Group (MAG), har försökt besvara dessa frågor.¹⁸ De finner att skärpta kapitaltäckningskrav kan leda till att bankernas räntemarginaler ökar marginellt, samt att kreditvolymerna och BNP minskar något. Skärpta krav på likvida tillgångar kan också leda till marginellt större räntemarginaler för banker, minskade kreditvolymerna och marginellt lägre BNP. Studien finner också att de makroekonomiska effekterna kan mildras, dels genom att penningpolitiken tillåts reagera på höjda räntemarginaler och minskade kreditvolymerna till följd av de nya reglerna, dels genom att reglerna fasas in under en längre period.

¹⁸ Se rapporten "Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements", augusti 2010, BIS.

Sverige deltog inte i denna studie.¹⁹ Riksbanken genomför dock för närvarande en egen MAG-studie med svenska data. Resultaten pekar på att effekterna på det svenska banksystemet och den svenska ekonomin av de nya skärpta reglerna i Basel III är i linje med eller till och med mindre än de effekter man finner för andra länder. Bidragande skäl till det är att svenska banker är väl kapitaliserade i ett internationellt perspektiv och att de redan har påbörjat anpassningen för att uppfylla de skärpta kapital- och likviditetskraven. En detaljerad redovisning av effekterna på de svenska bankerna av de nya Basel III-reglerna kommer i Riksbankens rapport Finansiell stabilitet 2010:2 som publiceras i början av december.

Effekter på lång sikt

I utvärderingen av de makroekonomiska effekterna på lång sikt ska de samhällsekonomiska vinsterna av de skärpta reglerna ställas mot de samhällsekonomiska kostnaderna. Ett syfte med de skärpta reglerna är att minska sannolikheten för att finansiella kriser inträffar – och om de likväl inträffar – mildra de realekonomiska konsekvenserna av dem. Den internationella erfarenheten visar att finansiella kriser har reala effekter genom att de påverkar BNP negativt när de inträffar. För penningpolitikens del blir det viktigt att studera om de skärpta reglerna reducerar sannolikheten för att finansiella kriser inträffar och om de påverkar BNP på lång sikt. Det är inte på förhand givet vilka effekter skärpta regler för kapitaltäckning och likviditet har på den reala ekonomin på lång sikt. Det är fullt tänkbart att skärpt finansiell reglering resulterar i färre finansiella kriser men att bankers räntemarginaler och andra finansiella intermediärers priser ökar så mycket att ekonomins samlade produktion blir lägre. Samhället kan trots detta vara villigt att bära kostnaden av en skärpt finansiell reglering för att få en försäkring mot framtida finansiella kriser. Det är också tänkbart att en skärpt finansiell reglering resulterar i både färre antal finansiella kriser och att den samlade produktionen blir högre på lång sikt. En förklaring kan vara att allokeringen av kapital sker mer effektivt i en stabil ekonomisk miljö med robusta banker.

¹⁹ De länder som deltog i BIS studie var Australien, Brasilien, Kanada, Kina, Indien, Japan, Korea, Mexiko, Ryssland, Storbritannien, USA och euroländerna.

En arbetsgrupp under Baselkommittén har studerat de långsiktiga ekonomiska effekterna (Long-term Economic Impact, LEI) av de nya Basel III-reglerna.²⁰ Den försöker kvantifiera vad de samhällsekonomiska vinsterna respektive kostnaderna av de nya Basel III-reglerna är på lång sikt genom att jämföra ekonomins tillstånd innan Basel III-reglerna införts med ekonomins tillstånd när Basel III-reglerna är införda. De finner att de samhällsekonomiska nettoeffekterna av skärpta regler för kapitaltäckning och likviditet är positiva. Effekterna uppskattas till i storleksordningen 0 till 2 procents högre BNP-nivå i ekonomins nya tillstånd där Basel III-reglerna införts jämfört med den BNP-nivå som skulle gälla vid en oförändrad trend för BNP.

En aspekt som förtjänar att uppmärksammas är att både MAG- och LEI-rapporterna gör beräkningarna under antagande om att aktieägarnas avkastningskrav är oförändrade även efter det att skärpta kapital- och likviditetsregler införts. De nya reglerna medför att risker i enskilda banker och banksystemet som helhet reduceras, vilket motiverar att aktieägarnas avkastningskrav kan justeras ned. När så inte görs kommer beräkningarna att visa på större makroekonomiska effekter än vad som skulle bli fallet om aktieägarna agerade utifrån ett riskjusterat avkastningskrav. När avkastningskravet justeras ned skapas till följd av lägre risk ett utrymme för bankerna att använda vinstmedel i högre utsträckning för att möta ökade kostnader som de nya reglerna för med sig, istället för att vältra över kostnaderna på sina kunder genom att höja sina räntemarginaler. Det kan dock sägas vara betryggande att beräkningarna tyder på att effekterna på räntemarginalerna kommer att bli små, även om avkastningskraven inte skulle justeras ned trots att regleringarna också lett till lägre risk.

Samlad bedömning – små makroekonomiska effekter

Sammantaget tyder genomförda studier på att de makroekonomiska konsekvenserna av Basel III förväntas bli små. Men även om konsekvenserna är små så är beräkningarna ändå konservativa och leder till större effekter än vad som skulle bli fallet om man tog hänsyn till att det riskjusterade avkastningskravet för banker sjunker när risker i enskilda banker och banksystemet som helhet reduceras. Sverige ingår inte i de studier som gjorts men mycket talar för att de makroekonomiska effekterna även i Sverige kommer att bli små, och möjligen ännu mindre än effekterna i många andra länder. Det hänger samman med att svenska banker är relativt välkapitaliserade och därför förmodligen inte kommer att påverkas så mycket av de skärpta kapital- och likviditetskraven.

²⁰ Se rapporten "An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements", augusti 2010, BIS. Samma länder som deltog i MAG-studien deltog i denna studie.

■ Reporäntebanan och penningpolitiska förväntningar enligt implicita terminsräntor

Sverige är en liten öppen ekonomi och påverkas därför i stor utsträckning av vad som händer i omvärlden. En viktig variabel i sammanhanget är växelkursen eftersom den påverkar priserna både på importerade och exporterade varor. Därigenom påverkar växelkursen både den aggregerade efterfrågan och inflationen. Växelkursens utveckling är kopplad till skillnaden mellan svenska och utländska räntor. I prognosarbetet görs därför en bedömning inte bara av utvecklingen av svenska räntor utan även av utländska räntor.

Svårt att mäta penningpolitiska förväntningar

Förväntningar om framtida räntor och penningpolitik kan under vissa antaganden beräknas utifrån priserna på derivatinstrument på penningmarknaden. I prognosen för de utländska räntorna beaktas såväl information från dessa så kallade implicita terminsräntor som från enkäter och modellanalyser.

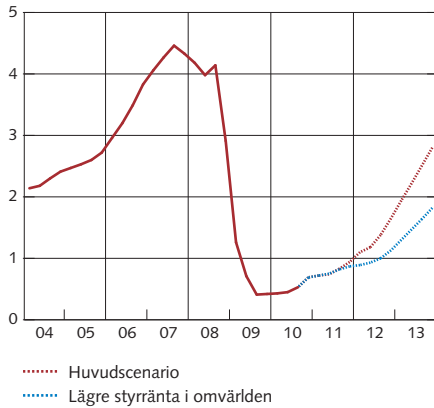
Att beräkna penningpolitiska förväntningar utifrån implicita terminsräntor är svårt. Det beror bland annat på att terminsräntor även innefattar riskpremier, vilket medför att måttet inte enbart speglar förväntningar om framtida styrränta.

Ett annat sätt att mäta förväntningar om penningpolitiken är att använda sig av enkäter. Dessa har fördelen att de ger uppskattningar om marknadsaktörernas förväntningar om den framtida räntan utan att man behöver ta hänsyn till terminspremier. I tider av finansiell oro är variationerna i terminspremierna ofta stora. Därför kan förväntningar baserade på enkäter vara ett mer robust mått på de penningpolitiska förväntningarna i sådana tider. Enkätundersökningar är dock inte heller problemfria. Till exempel är det statistiska urvalet ofta ganska litet och undersökningar görs inte så ofta.²¹

Terminsräntor och enkätundersökningar har således olika för- och nackdelar som mått på de penningpolitiska förväntningarna och man bör därför inte enbart förlita sig på ett av måtten. Den för närvarande stora skillnaden mellan terminsräntor och enkätsvar illustrerar också osäkerheten och svårigheterna med att just nu mäta penningpolitiska förväntningar (se diagram 1:8).

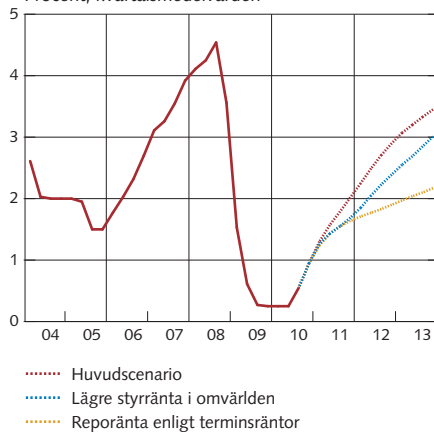
För närvarande är korta och långa marknadsräntor samt implicita terminsräntor mycket låga i många länder i vår omvärld. I euroområdet ligger förväntningarna om en första räntehöjning minst ett år fram i tiden. Även i Storbritannien och USA väntas styrräntan förbli låg under en lång tid framöver. En möjlig tolkning av detta är att marknadsaktörerna tror att sannolikheten för en "double dip" i omvärlden är hög (se alternativscenariot med "double dip" i omvärlden i kapitel 2) och därför har en betydligt dystrare bild av BNP-tillväxten och inflationsutvecklingen än vad som ges av omvärldsprognosen i denna penningpolitiska rapport. En annan möjlighet är att krisen i vissa länder dämpat den framtida tillväxtpotentialen eller lett till ett ökat

²¹ Se även J. Alsterlind och H. Dillén, "Penningpolitiska förväntningar och terminspremier", *Penning- och valutapolitik* 2005:2, Sveriges riksbank.

Diagram R11. Styrränta i omvärlden
TCW-vägd, procent, kvartalsmedelvärden

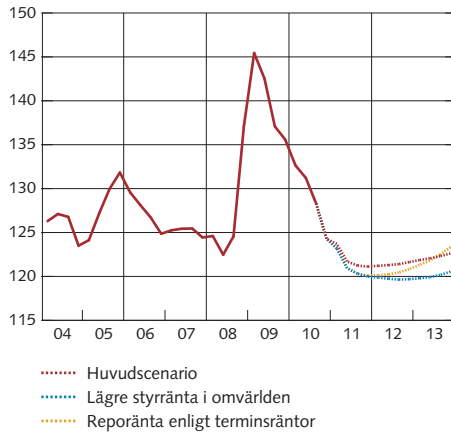
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Respektive lands centralbank och Riksbanken

Diagram R12. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

Diagram R13. Konkurrensvägd växelkurs, TCW
Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

försiktighetssparande, som i sin tur sänkt ekonomiernas så kallade neutrala jämviktsränta. Det kan också vara så att marknaden tror på en kombination av en "double dip" och lägre neutral jämviktsränta. Ytterligare en möjlighet är att de åtgärder för att underlätta kreditförsörjningen som centralbanker runt om i världen har genomfört har drivit ned räntor med längre löptider mer än vad som kan motiveras av lägre förväntningar om framtida styrräntor. I sammanhanget kan det också spela roll att det under senare tid funnits en stor efterfrågan på säkra tillgångar som exempelvis statsobligationer i länder med relativt välskötta statsfinanser ("flight to quality"). Ifall det senare ligger bakom de låga långräntorna kan implicita terminsräntor ge en mer svårtolkad bild av förväntningarna om framtida räntor.

Riksbankens prognos för omvärldens styrräntor ligger för närvarande över de implicita terminsräntorna på längre sikt, vilket framgår av diagram R11, där blå linjer visar terminsräntorna. Flera skäl ligger bakom detta. Först och främst är sannolikheten för en "double dip" låg i Riksbankens huvudscenario. Det är också vanskligt att på basis av dagens information dra slutsatsen att den neutrala jämviktsräntan skulle ha blivit påtagligt mycket lägre. Mer data krävs innan det går att uttala sig om detta med någon större säkerhet. Ytterligare ett skäl är att normala historiska samband för ränteutvecklingen (exempelvis Taylor-regler av olika slag) ger vid handen att räntenivån borde vara betydligt högre än vad som anges av de implicita terminsräntorna. Slutligen indikerar andra mått på penningpolitiska förväntningar, exempelvis enkäter, högre räntor. De implicita terminsräntorna förefaller i dessa jämförelser att vara exceptionellt låga. I huvudscenariot antas att de implicita terminsräntorna både i omvärlden och i Sverige gradvis kommer att anpassa sig till Riksbankens prognos.

Sammanfattningsvis är det för närvarande svårt att bedöma utvecklingen av de utländska räntorna och flera olika scenarier är därför rimliga. Nedan visas ett räkneexempel där styrräntorna antas utvecklas enligt de implicita terminsräntorna i såväl omvärlden som Sverige. Effekterna på svensk ekonomi illustreras med hjälp av Riksbankens allmänna jämviktsmodell Ramses.²²

Ett räkneexempel med en allmän jämviktsmodell

Hur påverkas den svenska penningpolitiken och den ekonomiska utvecklingen av att räntorna i omvärlden blir lägre än vad som har antagits i huvudscenariot? Detta illustreras med ett räkneexempel där räntorna i omvärlden utvecklas enligt de implicita terminsräntorna så som de såg ut i slutet av september.²³ Dessa visas i tabell R2. Inom parentes visas prognosen i huvudscenariot. Under prognosperioden

22 För en beskrivning av Ramses se L. Christiano, M. Trabandt och K. Walentin, "Introducing Financial Frictions and Unemployment into a Small Open Economy Model", Working Paper nr. 214, Sveriges riksbank 2007.

23 Ett konceptuellt problem med analysen är att det i modellen inte kan existera någon skillnad mellan marknadens ränteförväntningar och de ränteförväntningar aktörerna i modellen har. Detta är inte bara ett problem för allmänna jämviktsmodeller av Ramses snitt utan gäller även för olika typer av statistiska modeller, där förväntningar inte förekommer explicit överhuvudtaget. Problemet berör inte prognosen i huvudscenariot på samma sätt eftersom denna inte är en ren modellprognos. Det pågår nu ett arbete med att utveckla metoder där det också går att ta hänsyn till detta på ett konsistent vis i ekonomiska modeller.

2011-2013 ligger terminsräntorna i omvärlden i genomsnitt omkring 0,4 procentenheter lägre än prognosen i huvudscenariot. För att isolera effekterna av lägre ränta i omvärlden förutsätts omvärldens BNP och inflation att utvecklas enligt Riksbankens huvudscenario.

Tabell R2. Räkneexempel med en lägre styrränta i omvärlden, årsgenomsnitt
Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2009	2010	2011	2012	2013
Omvärldens styrränta, procent	0,7	0,5 (0,5)	0,8 (0,8)	1,0 (1,3)	1,6 (2,4)
Reporänta, procent	0,7	0,5 (0,5)	1,5 (1,7)	2,1 (2,6)	2,8 (3,3)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	140,2	129,1(129,1)	121,1(121,9)	119,7(121,4)	120,1(122,2)
KPIF	1,9	2,0 (2,0)	1,0 (1,3)	1,1 (1,5)	1,7 (1,9)
KPI	-0,3	1,2 (1,2)	1,3 (1,7)	1,6 (2,2)	2,4 (2,6)
Timgap, procent	-2,2	-1,5 (-1,5)	-0,6 (-0,6)	-0,2 (-0,1)	0,0 (0,2)
Arbetslöshet, procent	8,3	8,4 (8,4)	7,6 (7,6)	7,2 (7,2)	6,9 (6,8)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,1	4,6 (4,6)	3,8 (3,9)	2,9 (2,9)	2,4 (2,4)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. TCW-vägd omvärldsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Omvärldens ränta påverkar den svenska ekonomin i modellen genom ett så kallat ränteparitetsvillkor. Mer specifikt innebär ränteparitet att skillnader mellan den svenska räntan och räntan i omvärlden motsvaras av förändringar i växelkursen. Om räntan i omvärlden blir lägre stärks växelkursen på kort sikt för att på längre sikt försvagas gradvis i linje med ränteskillnaderna. Men under hela perioden med lägre ränta i omvärlden kommer nivån på växelkursen att vara starkare än annars. Det innebär att den förväntade avkastningen på räntebärande tillgångar blir den samma i omvärlden som i Sverige. Med andra ord, den förväntade deprecieringstakten under exempelvis fem år kommer att ungefär motsvara ränteskillnaden mellan en svensk femårsränta och en utländsk femårsränta.

Den starkare växelkursen ger dock effekter på den svenska ekonomin så att även räntan i Sverige påverkas; exakt hur beror på den penningpolitiska reaktionsfunktionen i modellen. Trots att omvärldens ränta enligt terminsräntorna inte börjar avvika från huvudscenariots prognos förrän fjärde kvartalet 2011 påverkas svensk ekonomi redan första kvartalet 2011. Det beror på att hushåll och företag i modellen förutser utvecklingen av omvärldens ränta och därför reagerar på framtida förändringar redan nu. Reporäntan blir därför lägre redan under 2011 (se blå linje i diagram R12).²⁴

Som förklarats ovan leder den positiva ränteskillnaden som allteftersom uppstår mellan reporäntan och räntan i omvärlden till att kronan förstärks (se blå linje i diagram R13). Importerade varor blir därmed billigare. Inflationen, som är en sammanvägning av priserna på importerade varor och priserna på inhemska varor, blir därför lägre. I kvantitativa termer blir inflationen mätt med både KPIF och KPI omkring 0,3 procentenheter lägre än i huvudscenariot under prognosperioden (se tabell R2 och blå linje i diagram R14 och R15).

²⁴ Detta är en följd av antagandet om så kallade rationella förväntningar. Huruvida detta antagande är en bra beskrivning av verkligheten eller inte kan förstas diskuteras.

Diagram R14. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

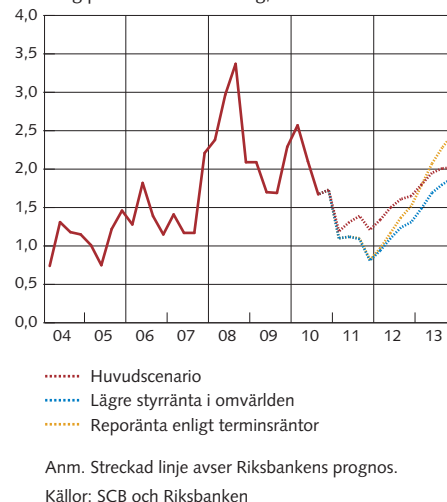


Diagram R15. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

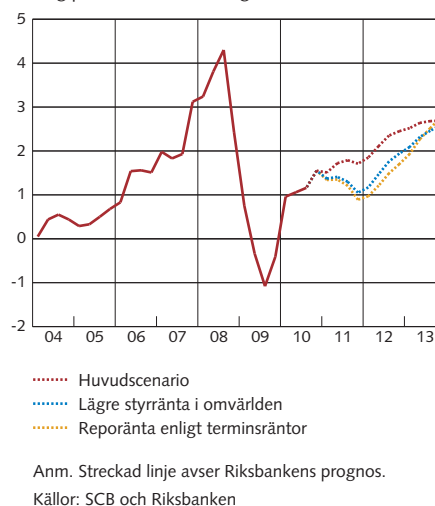


Diagram R16. Timgap
Procentuell avvikelse från potentiell nivå

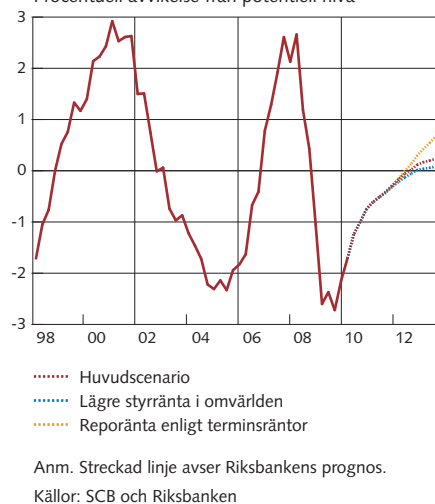
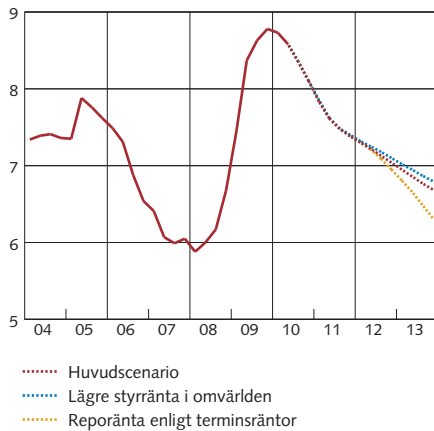
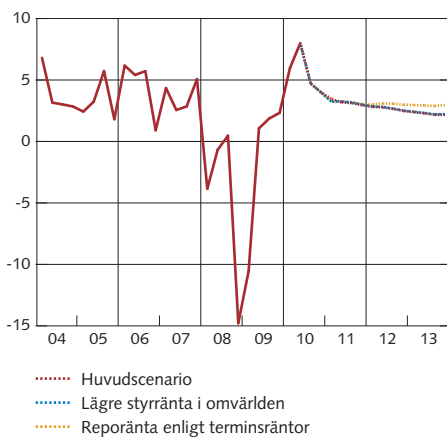


Diagram R17. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften



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

Diagram R18. BNP
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

Det lägre pristrycket föranleder en mer expansiv penningpolitik. Reporäntan höjs därför i långsammare takt under hela prognosperioden. I genomsnitt blir den runt 0,4 procentenheter lägre än i huvudscenariot (se tabell R2 och blå linje i diagram R12). Penningpolitiken förmår dock inte motverka dämpningen av inflationen fullt ut. Den mer expansiva penningpolitiken driver upp efterfrågan i ekonomin, men detta motverkas delvis av den starkare växelkursen, som innebär att svensk export blir dyrare. Timgapet, arbetslösheten och tillväxten i BNP blir därför i praktiken oförändrade jämfört med huvudscenariot (se blå linje i diagram R16, R17 och R18).

Korta och långa räntor samt de implicita terminräntorna är inte bara låga i många länder i vår omvärld utan de är också låga i Sverige. Gul linje i diagram R12 visar terminräntorna i Sverige i slutet av september. I genomsnitt ligger de implicita terminräntorna omkring 0,7 procentenheter under reporäntan i Riksbankens huvudscenario (se tabell R3).

Tabell R3. Räkneexempel med reporänta enligt terminräntor, årsgenomsnitt
Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2009	2010	2011	2012	2013
Omvärldens styrränta, procent	0,7	0,5 (0,5)	0,8 (0,8)	1,0 (1,3)	1,6 (2,4)
Reporänta, procent	0,7	0,5 (0,5)	1,5 (1,7)	1,8 (2,6)	2,1 (3,3)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	140,2	129,1(129,1)	121,1(121,9)	120,4(121,4)	122,2(122,2)
KPIF	1,9	2,0 (2,0)	1,0 (1,3)	1,3 (1,5)	2,1 (1,9)
KPI	-0,3	1,2 (1,2)	1,2 (1,7)	1,3 (2,2)	2,4 (2,6)
Timgap, procent	-2,2	-1,5 (-1,5)	-0,6 (-0,6)	-0,1 (-0,1)	0,5 (0,2)
Arbetslöshet, procent	8,3	8,4 (8,4)	7,6 (7,6)	7,1 (7,2)	6,6 (6,8)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,1	4,6 (4,6)	3,8 (3,9)	3,1 (2,9)	3,0 (2,4)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. TCW-vägd omvärldsränta.
Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

De svenska terminräntorna ligger även under den reporänta som motiveras av modellens penningpolitiska reaktionsfunktion när omvärldens räntor utvecklas enligt terminräntorna, se gul linje jämfört med blå linje i diagram R12. Det kan därför vara intressant att också illustrera effekterna i ett räkneexempel där både reporäntan och omvärldens ränta följer terminräntorna. Gul linje i diagram R12-R18 illustrerar detta räkneexempel. Skillnaden mellan gul och blå linje visar alltså effekterna enligt modellen av en mer expansiv penningpolitik i Sverige.

En mer expansiv penningpolitik stimulerar efterfrågan. I jämförelse med räkneexempel "lägre styrränta i omvärlden" (blå linje) bidrar den lägre reporäntan till att hushållens konsumtion och företagens investeringar ökar. Den ökade efterfrågan gör att produktionen växer snabbare och driver upp efterfrågan på bland annat arbetskraft. Timgapet ligger i detta räkneexempel knappt en procent över sin normala nivå i slutet av prognosperioden (se diagram R16) och arbetslösheten blir lägre (se diagram R17).

Den ökade efterfrågan på arbetskraft driver upp lönerna vilket ökar produktionskostnaderna. Företagen låter de högre kostnaderna slå igenom i konsumentledet och KPIF-inflationen blir därför högre än i räkneexempel "lägre styrränta i omvärlden" (se diagram R14). I slutet av prognosperioden är KPIF-inflationen omkring 2,5 procent. Den lägre reporäntan sänker hushållens bostadsräntor vilket håller ned inflationen mätt med KPI. KPI-inflationen blir därför något lägre än i räkneexempel "lägre styrränta i omvärlden" (se diagram R15). Växelkursen blir på sikt svagare i detta räkneexempel vilket hänger ihop med att inflationstakten blir högre i Sverige än i omvärlden (se diagram R13).

Sammanfattning

Det här räkneexemplet har belyst effekter av lägre styrräntor i omvärlden och i Sverige. Om styrräntan i omvärlden skulle utvecklas enligt de implicita terminräntorna motiverar det en lägre reporäntebana och en starkare krona än i huvudscenariot, men den reala utvecklingen blir ungefär densamma. Om dessutom den svenska räntan skulle utvecklas enligt terminräntorna skulle dock både resursutnyttjandet och inflationen bli för höga i slutet av prognosperioden.

Det finns skäl att poängtera att osäkerheten i räkneexemplet är stor. Ränteparitetsvillkoret har relativt begränsat empiriskt stöd. Modeller med rationella förväntningar av Ramses snitt kan dessutom inte formellt förklara avvikelser från marknadsförväntningar och resultaten måste därför tolkas försiktigt. Modellberäkningar av detta slag är förvisso ett värdefullt stöd i prognos- och analysarbetet, men de behöver kompletteras med expertbedömningar.

■ Drivkrafterna bakom trenderna i ekonomin kan analyseras med en produktionsfunktion

I den här rapporten kompletterar Riksbanken analysen av resursutnyttjandet med en produktionsfunktionsansats. I den ingår en explicit bedömning av den potentiella sysselsättningen och det potentiella antalet arbetade timmar. Metoden gör det lättare att förstå drivkrafterna bakom trenderna i ekonomin. Exempelvis väntas det potentiella arbetskraftsdeltagandet stiga framöver, som en följd av både demografiska faktorer och den ekonomiska politiken. Produktionsfunktionen är ett av flera angreppssätt som Riksbanken kommer att använda sig av i analysen av resursutnyttjandet framöver. Riksbanken har dock även fortsättningsvis en bred ansats och studerar därmed ett flertal olika indikatorer som vägs ihop med annan information till en samlad bedömning av resursutnyttjandet.

Riksbanken bedriver en flexibel inflationsmålspolitik. Detta innebär att reporäntan normalt sätts för att uppnå en lämplig balans mellan att stabilisera inflationen kring inflationsmålet och att stabilisera real ekonomin, såsom produktion och sysselsättning. Att penningpolitiken inte har hög tillväxt eller full sysselsättning som mål beror på att penningpolitiken inte kan höja tillväxten i ekonomin eller sysselsättningen på ett bestående sätt genom att vara systematiskt expansiv. Det bästa penningpolitiken kan göra – utöver att stabilisera inflationen kring inflationsmålet – är att försöka minska svängningarna i realekonomin, det vill säga sträva efter att stabilisera produktion och sysselsättning kring långsiktigt hållbara utvecklingsbanor.

Som en sammanfattande bild av mått på utvecklingen i realekonomin används ofta något mått på resursutnyttjandet. Detta försöker mäta i vilken utsträckning ekonomins produktiva resurser – arbetskraft och kapital – används i förhållande till vad som är långsiktigt hållbart. Men resursutnyttjandet kan inte observeras direkt utan måste skattas med någon statistisk eller ekonometrisk metod, eller studeras utifrån olika enkäter.

Riksbanken har valt att ha en bred ansats i analysen av resursutnyttjandet och redovisar ett antal olika indikatorer på resursutnyttjandet i sina penningpolitiska rapporter och uppföljningar. Några sådana indikatorer kommer från enkäter där respondenterna får frågor om nuläget eller framtiden i det egna företaget. Andra indikatorer, såsom sysselsättningsgraden eller arbetslösheten, kan säga något om hur ansträngt läget är på arbetsmarknaden som helhet. En ytterligare indikator är produktionsgapet, som försöker skatta hur den totala produktionen förhåller sig till vad som kan antas vara en normal nivå. Utifrån alla dessa indikatorer och annan information gör Riksbanken en samlad bedömning av resursutnyttjandet. Det finns inget enskilt mått som speglar denna samlade bedömning. Istället är Riksbankens slutliga bedömning av resursutnyttjandet kvalitativ till sin natur och uttrycks ofta som "högre än normalt", "normalt", eller "lägre än normalt".

Vad gäller måtten arbetade timmars, sysselsättningens eller BNP:s avvikelser från sina respektive trender har Riksbanken hittills främst beräknat trenderna med det så kallade HP-filtret.²⁵ Detta filter är dock förknippat med ett antal problem. Ett sådant problem är att metoden tenderar att låta trenden hamna nära det sista utfallet i den serie som filtreras, vilket gör att skattningen av resursutnyttjandet alltid hamnar relativt nära noll i slutet av skattningsperioden. Ett annat problem är att filtret är en rent statistisk metod som saknar ekonomiska samband. Detta gör att nya utfall för den serie som ska filtreras påverkar skattningen av trenden på ett ganska mekaniskt sätt, så att skattningen av resursutnyttjandet också revideras mer eller mindre mekaniskt. Eftersom det är ett rent statistiskt filter är det också svårt att tolka de skattade trenderna i ekonomiska termer.

De problem som finns med HP-filtret och andra mer statistiskt inriktade metoder gör att Riksbanken har valt att komplettera analysen med en annan metod för att beräkna trenderna. Metoden brukar kallas för produktionsfunktionsansatsen och används av många prognosmakare som försöker bilda sig en uppfattning om resursutnyttjandet.²⁶ En fördel med den nya metoden är således att jämförelser med andra prognosmakare underlättas. Dessutom kan trenderna från produktionsfunktionsansatsen delas upp i bidrag från arbetade timmar (och dess beståndsdelar), kapitaltjänster och total faktorproduktivitet.²⁷ Detta gör det lättare att tolka och förstå de bedömningar som ligger bakom synen på den trendmässiga utvecklingen.

Att Riksbanken kompletterar analysen av resursutnyttjandet med en produktionsfunktionsansats innebär dock inte att detta är det enda mått på resursutnyttjandet som kommer att analyseras framledes. Att göra precisa skattningar av resursutnyttjandet är svårt, oavsett vilken metod som används och Riksbanken kommer även fortsättningsvis att ha en bred ansats i analysen av resursutnyttjandet.

Produktionsfunktionsansatsen

I den här beskrivna produktionsfunktionen bestäms produktionen av produktionsfaktorerna – kapital och arbete.²⁸ Därtill kommer ett mått på den teknologiska utvecklingen som brukar kallas total faktorpro-

25 HP-filtret är uppkallat efter de ekonomer som gjorde metoden populär inom ekonomiska tillämpningar, se R. J. Hodrick och E. C. Prescott "Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 29(1), sid 1-16, 1997. För en enkel beskrivning se avsnittet om Hodrick-Prescott filtret i M. Apel, J. Hansen och H. Lindberg, "Potentiell produktion och produktionsgap", *Penning- och valutapolitik*, 1996:3, Sveriges riksbank.

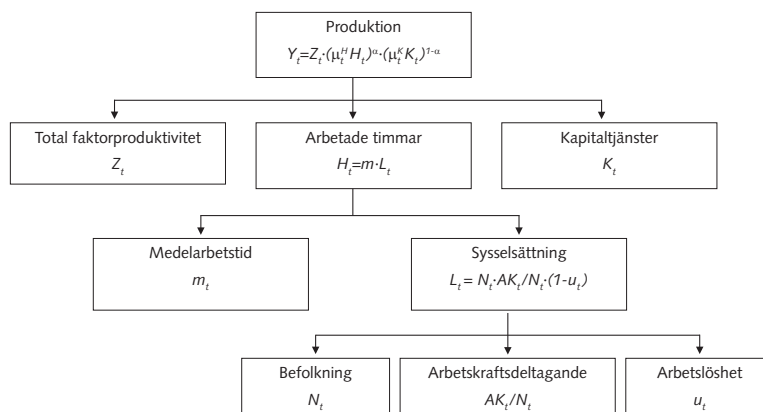
26 För en utförligare beskrivning av produktionsfunktionsansatsen, se M. Apel, J. Hansen och H. Lindberg, "Potentiell produktion och produktionsgap", *Penning- och valutapolitik*: 1996:3, Sveriges riksbank. Se även P.-O. Befy, m.fl. "New OECD Methods for Supply-Side and Medium-Term Assessments: A Capital Services Approach", OECD, Economics Department Working Papers, nr. 482, 2006 och C. Denis, "Calculating Potential Growth Rates and Output gaps – A Revised Production Function Approach", *European Economy*, Economic Papers, nr. 247, 2006.

27 Begreppet kapitaltjänst skiljer sig från kapitalstock. Kapitalstocken mäter värdet av maskiner, byggnader, IKT-kapital, m.m. Vid beräkningen av kapitaltjänster försöker man justera de olika kapitalslagen efter hur produktiva de är. Normalt sett innebär detta att högproduktiva kapitalslag, som exempelvis IKT-kapital, räknas upp i förhållande till de övriga kapitalslagen. För en utförligare diskussion, se "Timmar, kapital och teknologi – vad betyder mest?", Bilaga 6 till Långtidsutredningen 2008, SOU 2008:14.

28 Formellt sett är det bara de kapitaltjänster och de arbetade timmar som verkligen används i produktivt syfte som ingår i produktionsfunktionen. I Diagram R19 illustreras detta med två parametrar som mäter utnyttjandegraden av produktionsfaktorerna, μ_t^H och μ_t^K , som båda ligger mellan 0 och 1. Exempelvis gäller att om kapitalet bara utnyttjas till 75 procent av sin fulla kapacitet så är $\mu_t^K=0,75$. På motsvarande sätt gäller att om en person är på arbetet 40 timmar, men i praktiken bara utnyttjas 30 timmar i veckan för att producera, så är $\mu_t^H=0,75$.

duktivitet (TFP). Arbetade timmar kan delas upp i medelarbetstid och antalet sysselsatta personer, som i sin tur kan delas upp ytterligare (se diagram R19).

Diagram R19. Översikt av produktionsfunktionsansatsen



Produktionsfunktionen kan användas för att beskriva både den faktiska och den trendmässiga, eller potentiella, produktionen. I likhet med de flesta andra institutioner som använder produktionsfunktionsansatsen antar Riksbanken att de faktiska och potentiella kapitaltjänsterna sammanfaller.²⁹ Detta innebär att skillnaden mellan den faktiska och potentiella produktionen, det så kallade produktionsgapet, beror på ett TFP-gap och ett timgap i form av sysselsättningens och medelarbetstidens avvikelser från sina potentiella nivåer. Sysselsättningen kan i sin tur beskrivas utifrån arbetslöshet, arbetskraftsdeltagande och befolkningsutveckling. Den här typen av dekomponeringar gör det enklare att tolka drivkrafterna bakom den trendmässiga utvecklingen av BNP, antalet arbetade timmar och sysselsättningen. Exempelvis kan ett antagande om en lägre långsiktig arbetslöshet att höja den potentiella sysselsättningen och därigenom det potentiella antalet arbetade timmar, vilket höjer den potentiella produktionen (se figur R19).

²⁹ Detta förenklande antagande görs bl.a. eftersom det är notoriskt svårt att mäta kapitalstockar och beräkna kapitaltjänster.

Det är svårt att skatta den teknologiska utvecklingen

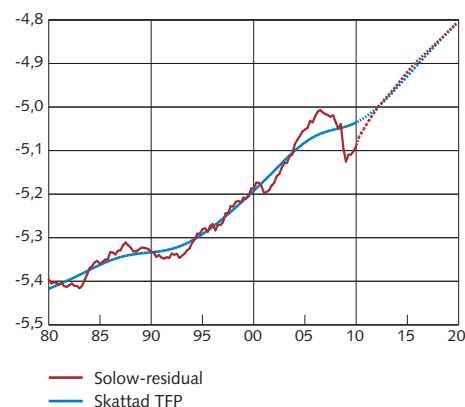
I produktionsfunktionen ingår den teknologiska utvecklingen som en viktig faktor som bestämmer såväl den faktiska som den potentiella produktionen. Utifrån observerade värden på BNP, arbetade timmar och kapitaltjänster kan man med produktionsfunktionen beräkna en s.k. Solow-residual (se diagram R20).³⁰ Vi ser att Solow-residualen fluktuerar mycket över tiden. Exempelvis föll den kraftigt i samband med finanskrisen. Detta beror bland annat på att företagen behöll sin personalstyrka och sitt fysiska kapital i krisens inledningsskede. När produktionskapaciteten inte utnyttjas fullt ut kommer det att ge upphov till en fallande Solow-residual. För att man ska hitta den verkliga teknologiska utvecklingen, TFP, måste därför alla cykliska rörelser som beror på ett varierande utnyttjande av produktionsfaktorerna rensas bort.³¹ I likhet med de flesta andra institutioner som använder produktionsfunktionsansatsen gör Riksbanken detta i nuläget med ett HP-filtrer.³²

När man HP-filtrerar Solow-residualen försvinner en del av fluktuationerna i serien, men även denna skattade TFP varierar en del över konjunkturcykeln och föll under finanskrisens inledningsskede (se diagram R20). Detta tyder på att HP-filtret inte fullt ut lyckas rensa bort alla variationer i utnyttjandet av produktionsfaktorerna. Därtill kommer att skattningen av den teknologiska utvecklingen revideras varje gång nationalräkenskaperna revideras. Eftersom skattningarna av den teknologiska utvecklingen är behäftade med den här typen av problem kommer också skattningarna av produktionsgapet att vara behäftade med samma typ av problem. Därför kan det vara en fördel att fästa lite större vikt vid utvecklingen på arbetsmarknaden när man analyserar resursutnyttjandet.

Potentiell sysselsättning och potentiellt antal arbetade timmar stiger

Den potentiella nivån på antalet sysselsatta och arbetade timmar bestäms ytterst av hur befolkningen och dess sammansättning förändras över tid.³³ De yngre och de äldre åldersgrupperna uppvisar både ett lägre genomsnittligt arbetskraftsdeltagande (pga. exempelvis studier och pensionsavgångar) och en lägre medelarbetstid än åldersgruppen 25-54 år. Eftersom arbetskraftsdeltagandet, arbetslösheten och medelarbetstiden varierar mellan olika befolkningsgrupper kommer antalet arbetade timmar att påverkas av både befolkningstillväxten och hur de olika befolkningsgruppernas andelar av befolkningen utvecklas.

Diagram R20. Solow-residual och skattad TFP
Index, 1980 = 100



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. Med TFP avses total faktorproduktivitet.

Källa: Riksbanken

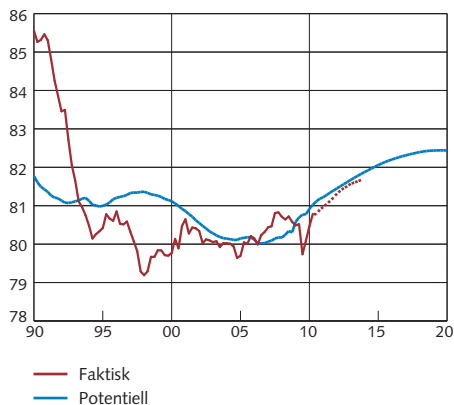
30 Se R.M. Solow, "Technical Change and the Aggregate Production Function", *The Review of Economics and Statistics*, 39 (3), sid 312-320, 1957. För en tillämpning, se "Timmar, kapital och teknologi – vad betyder mest?", Bilaga 6 till Långtidsutredningen 2008, SOU 2008:14.

31 Med den produktionsfunktion som används i diagram R19 blir Solow-residualen $Z_t (\mu_t^H)^{\alpha} (\mu_t^K)^{1-\alpha}$, dvs. såväl TFP som utnyttjandegraden av arbetskraften och kapitalet ingår i måttet.

32 Att skatta TFP genom att HP-filtrera Solow-residualen är förstas inte optimalt mot bakgrund av alla de problem med HP-filtret som tidigare nämnts. Ett arbete som syftar till att hitta en bättre metod att skatta TFP pågår för närvarande på Riksbanken.

33 Riksbanken utgår från SCB:s befolkningsprognoser.

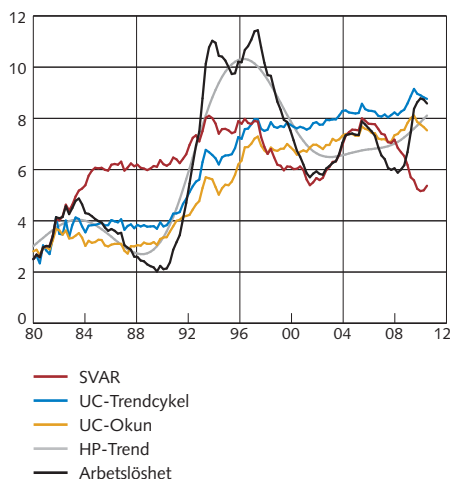
Diagram R21. Arbetskraftsdeltagande, faktisk och potentiell
Procent av befolkningen, 16-64 år



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram R22. Faktisk arbetslöshet och modellskattningar av den långsiktiga arbetslösheten
Procent av arbetskraften



Anm. SVAR är en strukturell VAR-modell. I modellen ingår BNP och arbetslöshet. Den långsiktiga arbetslösheten är den arbetslöshet som skulle ha observerats i avsaknad av efterfrågestörningar. I HP-Trend har den cykliska variationen filtrerats bort.

Källor: SCB och Riksbanken

Riksbanken använder därför en disaggregerad modell som tar hänsyn till sådana demografiska sammansättningseffekter.³⁴

Den potentiella sysselsättningen och arbetade timmar påverkas också av den ekonomiska politiken. Framförallt sker detta genom att arbetskraftsdeltagandet varierar. Reformen inom utbildnings-, skatte- och arbetsmarknadsområdet såsom t.ex. utbyggnaden av universitet och högskola, ändrade skatteregler och förändringar i socialförsäkringssystemen påverkar arbetskraftsdeltagandet. Incitamenten att söka sig in eller ut från arbetsmarknaden styrs också av till exempel förändringar i pensionssystemet. Bedömningen är att det potentiella arbetskraftsdeltagandet stiger framöver (se diagram R21). Detta beror främst på lägre inkomstskatt för förvärvsarbete och lägre ersättningsgrad från socialförsäkringarna, vilket ökar incitamenten att arbeta.³⁵ Det beror också på att trenden med ett ökat arbetskraftsdeltagande i äldre åldersgrupper väntas fortsätta.³⁶

Slutligen har bedömningen av nivån på den långsiktiga arbetslösheten en central roll i analysen av resursutnyttjandet på arbetsmarknaden. Även om det finns goda argument för att den långsiktiga arbetslösheten inte kan vara noll, så är det svårt att veta exakt hur hög den är. Resultaten i empiriska studier varierar kraftigt och osäkerhetsintervallen runt skattningarna är stora (se diagram R22). De flesta modellskattningar och bedömningar förefaller vara överens på två punkter. Dels att den långsiktiga arbetslösheten var lägre före 1990-talskrisen än efter, dels att de arbetsmarknadsreformer som genomfördes i mitten av 2000-talet sänker den långsiktiga arbetslösheten.

Riksbanken antar att den långsiktiga arbetslösheten fortsätter att falla tillbaka något framöver till följd av politikeffekter (se diagram R23). De två viktigaste faktorerna bakom detta är lägre inkomstskatt för förvärvsarbete och lägre ersättningsgrad från socialförsäkringarna.³⁷ Den observerade uppgången i arbetslöshet har i den senaste krisen varit klart mindre än vad historiska samband mellan BNP och aktiviteten på arbetsmarknaden ger vid handen. Riksbanken bedömer inte att uppgången kommer att ge upphov till några bestående effekter på den långsiktiga arbetslösheten.

Sammantaget innebär detta att det potentiella antalet arbetade timmar kommer att stiga framöver (se diagram R24). Framförallt beror detta på ett stigande potentiellt arbetskraftsdeltagande (se diagram R21). Att det potentiella arbetskraftsdeltagandet stiger framöver beror på såväl demografiska faktorer som effekter av den ekonomiska politiken. Om vi summerar ihop bidragen från de olika gapen så får vi en

34 Modellen finns beskriven i "Timmar, kapital och teknologi – vad betyder mest?", Bilaga 6 till Långtidsutredningen 2008, SOU 2008:14.

35 För studier av effekter på arbetskraftsdeltagandet av olika ekonomisk-politiska åtgärder se exempelvis H. Sacklén 2009, "Arbetsutbudseffekter av reformer på inkomstskatteområdet 2007-2009", Rapport från ekonomiska avdelningen på finansdepartementet 2009. Se även Långtidsutredningen 2008, SOU 2008:105 och "Yttrande om promemorian Ett förstärkt jobbskatteavdrag", Fi2009/6109.

36 Denna trend sammanhänger med en bättre hälsa och ett reformerat pensionssystem som gör det mera lönsamt att arbeta längre upp i åldrarna.

37 Det finns olika uppfattningar om hur stor effekt den ekonomiska politiken har på den långsiktiga arbetslösheten, se exempelvis A. Bassanini och R. Duval, "Employment Patterns in OECD Countries: Reassessing the Role of Policies and Institutions", OECD Social, Employment and Migration Working Papers, Nr. 35, 2006, A. Forslund, "Den svenska arbetslösheten: en översikt", Studier i finanspolitik 2008/4, Finanspolitiska rådet, samt H. Sacklén, "Arbetsutbudseffekter av reformer på inkomstskatteområdet 2007-2009", Rapport från ekonomiska avdelningen på finansdepartementet, 2009.

bild av BNP:s, arbetade timmars och sysselsättningens avvikelser från sina respektive trender. Jämfört med de gap där trenderna beräknas med ett HP-filter, har samtliga gap en lägre nivå i nuläget med den nya metoden (se diagram 1:27 och 1:28 i rapporten).

En dekomponering av potentiell BNP-tillväxt

En av fördelarna med produktionsfunktionsansatsen är att man, som just visats, kan dela upp produktionen i bidrag från olika bakomliggande bestämningsfaktorer. Resultaten från den här beskrivna produktionsfunktionen visar att den potentiella BNP-tillväxten dämpas något under 2010 och 2011, vilket sammanhänger med låga nivåer på investeringarna. Därefter stiger den potentiella BNP-tillväxten gradvis. Mot slutet av perioden kommer ungefär 75 procent av den potentiella BNP-tillväxten från den teknologiska utvecklingen och resten från framförallt ett ökande potentiellt antal arbetade timmar. Bakom uppgången i det potentiella antalet arbetade timmar ligger framförallt ett ökat potentiellt arbetskraftsdeltagande (se tabell R4).

Tabell R4. Dekomponering av potentiell BNP-tillväxt
Årlig procentuell förändring

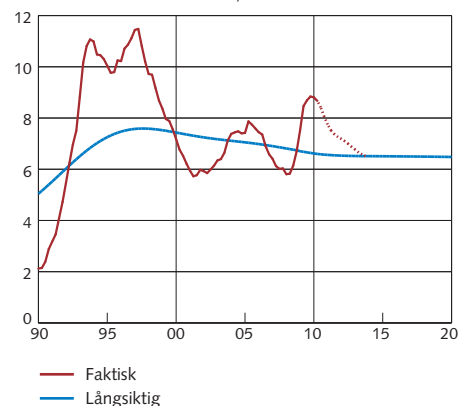
	2009	2010	2011	2012	2013
Potentiell produktion	1,8	1,6	1,4	1,7	2,0
Därav teknologi	0,5	0,8	1,1	1,4	1,6
Därav potentiella kapitaltjänster	0,6	0,2	-0,1	0,1	0,3
Därav potentiellt arbetade timmar	0,8	0,7	0,4	0,2	0,2
Därav potentiell medelarbetstid	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Därav befolkning	0,5	0,3	0,1	0,0	-0,1
Därav potentiellt arbetskraftsdeltagande	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Därav långsiktig arbetslöshet	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0

Källa: Riksbanken

Avslutning

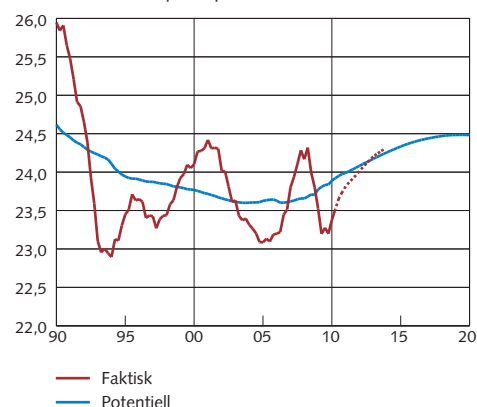
Riksbanken har kompletterat analysen av resursutnyttjandet med en annan metod för att beräkna de långsiktigt hållbara nivåerna för BNP, antalet arbetade timmar och sysselsättningen. En fördel med att använda sig av en så kallad produktionsfunktionsansats är att de olika trenderna kan ges en ekonomisk tolkning. En annan fördel är andra prognosmakare använder ungefär samma metod, vilket underlättar jämförelser med dessa. Metoden innebär dock inte att Riksbanken slagit fast ett mått på resursutnyttjandet som fungerar i alla lägen och som direkt kan användas för att dra slutsatser om vilken penningpolitik som är mest lämplig. Riksbanken kommer alltså att ha en bred ansats i analysen av resursutnyttjandet och där spelar olika indikatorer och annan information en roll på samma sätt som tidigare.

Diagram R23. Faktisk och långsiktig arbetslöshet
Procent av arbetskraften, 16-64 år



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

Diagram R24. Arbetade timmar, faktiska och potentiella
Antal timmar per capita och vecka, 16-64 år



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

■ Appendix

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

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska uppföljning (september 2010) anges inom parentes.

Tabell A1. Reporänteprognos
Procent, kvartalsmedelvärden

	2010 kv 2	2010 kv 3	2010 kv 4	2011 kv 4	2012 kv 4	2013 kv 4
Reporänta	0,25	0,55	1,0 (0,9)	2,0 (2,4)	2,9 (3,3)	3,4

Källa: Riksbanken

Tabell A2. Inflation, årsgenomsnitt
Årlig procentuell förändring

	2009	2010	2011	2012	2013
KPI	-0,3	1,2 (1,1)	1,7 (1,9)	2,2 (2,5)	2,6
KPIF	1,9	2,0 (2,0)	1,3 (1,3)	1,5 (1,7)	1,9
KPIF exkl. energi	2,3	1,7 (1,6)	1,5 (1,5)	1,6 (1,8)	1,9
HIKP	1,9	1,8 (1,8)	1,0 (1,0)	1,3 (1,5)	1,7

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A3. Finansiella prognoser i sammanfattning
Årsgenomsnitt, procent om ej annat anges

	2009	2010	2011	2012	2013
Reporänta	0,7	0,5 (0,5)	1,7 (1,9)	2,6 (3,0)	3,3
10-årsränta	3,3	2,8 (2,8)	3,1 (3,1)	3,7 (3,8)	4,3
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	140,2	129,1 (130,8)	121,9 (123,8)	121,4 (122,6)	122,2
Offentligt finansiellt sparande*	-1,2	0,4 (0,0)	1,4 (0,9)	1,6 (1,4)	1,2

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	2009	2010	2011	2012	2013
Euroområdet (0,15)	-4,0	1,6 (1,5)	1,3 (1,3)	1,9 (1,9)	2,2
USA (0,20)	-2,6	2,7 (2,6)	2,4 (2,2)	3,0 (2,9)	3,1
Japan (0,06)	-5,2	2,9 (2,9)	1,3 (1,6)	1,6 (1,7)	1,8
OECD (0,57)	-3,4	2,7 (2,5)	2,2 (2,2)	2,6 (2,6)	2,7
TCW-vägd (0,49)	-3,8	1,9 (1,6)	1,7 (1,7)	2,0 (2,0)	2,2
Världen (1,00)	-0,7	4,6 (4,3)	4,0 (4,0)	4,3 (4,3)	4,4

Anm. Inom parentes anges köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen 2009 enligt IMF.

KPI	2009	2010	2011	2012	2013
Euroområdet (HIKP)	0,3	1,5 (1,4)	1,4 (1,3)	1,2 (1,4)	1,8
USA	-0,3	1,7 (1,6)	1,5 (1,5)	1,3 (1,6)	1,5
Japan	-1,4	-0,9 (-0,8)	-0,2 (-0,2)	0,2 (0,2)	0,6
TCW-vägd	0,5	1,6 (1,5)	1,5 (1,4)	1,3 (1,5)	1,7

	2009	2010	2011	2012	2013
Styrränta i omvärlden, TCW-vägd	0,7	0,5 (0,5)	0,8 (0,9)	1,3 (1,9)	2,4
Råoljepris, USD/fat Brent	62	79 (77)	86 (83)	89 (86)	90
Svensk exportmarknad	-13,1	10,0 (9,5)	8,0 (7,9)	6,9 (6,8)	6,4

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	2013
Hushållens konsumtion	-0,8	3,5 (3,3)	2,6 (2,4)	2,1 (1,9)	2,0
Offentlig konsumtion	1,7	1,8 (1,2)	0,9 (1,1)	0,5 (0,6)	0,7
Fasta bruttoinvesteringar	-16,0	5,6 (5,0)	8,4 (8,1)	5,4 (5,7)	5,1
Lagerinvesteringar*	-1,5	2,0 (1,6)	0,4 (0,3)	0,1 (0,1)	0,1
Export	-12,4	11,7 (11,4)	8,5 (7,7)	5,5 (5,8)	5,8
Import	-13,2	14,6 (14,1)	8,6 (8,3)	5,7 (5,9)	6,1
BNP	-5,1	4,8 (4,1)	3,8 (3,5)	2,5 (2,6)	2,4
BNP, kalenderkorrigerad	-5,1	4,6 (3,9)	3,9 (3,5)	2,9 (3,0)	2,4
Slutlig inhemsk efterfrågan*	-3,1	3,2 (2,9)	3,0 (2,9)	2,1 (2,2)	2,1
Nettoexport*	-0,5	-0,4 (-0,3)	0,5 (0,2)	0,2 (0,3)	0,2
Bytesbalans (NR), procent av BNP	7,3	6,2 (5,9)	6,4 (5,9)	6,5 (5,9)	6,5

* 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	2013
Folkmängd, 16-64 år	0,7	0,4 (0,4)	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	-0,1
Potentiellt arbetade timmar	1,2	0,9 (0,9)	0,5 (0,5)	0,4 (0,4)	0,2
BNP, kalenderkorrigerad	-5,1	4,6 (3,9)	3,9 (3,5)	2,9 (3,0)	2,4
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	-2,6	1,6 (1,5)	1,5 (1,1)	0,8 (0,8)	0,5
Sysselsatta, 15-74 år	-2,1	0,9 (1,0)	1,7 (1,5)	0,9 (0,7)	0,6
Arbetskraft, 15-74 år	0,2	1,0 (1,2)	0,7 (0,8)	0,4 (0,4)	0,2
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,3	8,4 (8,5)	7,6 (7,9)	7,2 (7,6)	6,8

* Procent av arbetskraften

Anm. Med potentiella timmar avses den långsiktigt hållbara nivån på antal arbetade timmar.

Källor: SCB och Riksbanken

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

	2009	2010	2011	2012	2013
Timlön, KL	3,4	2,5 (2,6)	2,7 (2,7)	3,1 (3,1)	3,4
Timlön, NR	2,8	1,7 (1,9)	2,9 (2,9)	3,4 (3,3)	3,6
Arbetsgivaravgifter*	-1,0	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,0
Arbetskostnad per timme, NR	1,8	1,6 (1,8)	3,0 (2,9)	3,4 (3,3)	3,6
Produktivitet	-2,6	2,9 (2,3)	2,3 (2,4)	2,0 (2,2)	1,9
Arbetskostnad per producerad enhet	4,5	-1,2 (-0,5)	0,6 (0,5)	1,3 (1,1)	1,7

* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, kollektiva avgifter och löneskatter dividerat med säsongrensade totalt antal arbetade timmar. Arbetskostnad per producerad enhet definieras som arbetskostnad dividerat med säsongrensade förädlingsvärde i fast pris.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Tabell A8. Alternativscenario med en "double dip" i omvärlden, årsgenomsnitt
Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2009	2010	2011	2012	2013
Omvärldens BNP	-3,8	1,8 (1,9)	0,3 (1,7)	1,8 (2,0)	2,5 (2,2)
Omvärldens KPI	0,5	1,6 (1,6)	1,3 (1,5)	0,9 (1,3)	1,4 (1,7)
Omvärldens styrränta, procent	0,7	0,5 (0,5)	0,7 (0,8)	0,8 (1,3)	1,8 (2,4)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	140,2	129,1 (129,1)	121,6 (121,9)	121,8 (121,4)	123,3 (122,2)
KPIF	1,9	2,0 (2,0)	1,1 (1,3)	1,3 (1,5)	2,0 (1,9)
KPI	-0,3	1,2 (1,2)	1,2 (1,7)	1,7 (2,2)	2,8 (2,6)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,1	4,6 (4,6)	3,7 (3,9)	3,1 (2,9)	2,6 (2,4)
Timgap, procent	-2,2	-1,5 (-1,5)	-0,8 (-0,6)	-0,2 (-0,1)	0,2 (0,2)
Arbetslöshet, procent	8,3	8,4 (8,4)	7,6 (7,6)	7,2 (7,2)	6,8 (6,8)
BNP-gap, procent	-6,4	-3,5 (-3,5)	-1,3 (-1,1)	0,1 (0,0)	0,7 (0,4)
Reporänta, procent	0,7	0,5 (0,5)	1,3 (1,7)	1,9 (2,6)	2,9 (3,3)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. TCW-vägda omvärldsvariabler.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

Tabell A9. Alternativscenario med fortsatt hög inhemsk efterfrågan, årsgenomsnitt

Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2009	2010	2011	2012	2013
Hushållens konsumtion	-0,8	3,5 (3,5)	3,4 (2,6)	2,7 (2,1)	2,0 (2,0)
Fasta bruttoinvesteringar	-16,0	5,9 (5,6)	10,7 (8,4)	5,4 (5,4)	4,0 (5,1)
Produktivitet	-2,6	2,9 (2,9)	2,5 (2,3)	2,4 (2,0)	2,2 (1,9)
Arbetskostnad per timme	1,8	1,6 (1,6)	3,6 (3,0)	4,2 (3,4)	3,8 (3,6)
Timgap, procent	-2,2	-1,5 (-1,5)	-0,4 (-0,6)	0,1 (-0,1)	0,2 (0,2)
Arbetslöshet, procent	8,3	8,4 (8,4)	7,4 (7,6)	6,8 (7,2)	6,7 (6,8)
BNP-gap, procent	-6,4	-3,5 (-3,5)	-0,7 (-1,1)	0,8 (0,0)	1,4 (0,4)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,1	4,6 (4,6)	4,2 (3,9)	3,3 (2,9)	2,6 (2,4)
KPIF	1,9	2,0 (2,0)	1,5 (1,3)	1,8 (1,5)	2,0 (1,9)
KPI	-0,3	1,2 (1,2)	2,0 (1,7)	2,5 (2,2)	2,5 (2,6)
Reporänta, procent	0,7	0,5 (0,5)	1,9 (1,7)	3,0 (2,6)	3,4 (3,3)

Anm. 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	2013
Reporänta, procent	0,7	0,5 (0,5)	2,0 (1,7)	2,6 (2,6)	3,2 (3,3)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,1	4,5 (4,6)	3,6 (3,9)	2,8 (2,9)	2,5 (2,4)
Timgap, procent	-2,2	-1,5 (-1,5)	-0,7 (-0,6)	-0,3 (-0,1)	0,1 (0,2)
BNP-gap, procent	-6,4	-3,5 (-3,5)	-1,4 (-1,1)	-0,3 (0,0)	0,2 (0,4)
Arbetslöshet, procent	8,3	8,4 (8,4)	7,7 (7,6)	7,3 (7,2)	6,9 (6,8)
KPIF	1,9	2,0 (2,0)	1,1 (1,3)	1,4 (1,5)	1,9 (1,9)
KPI	-0,3	1,2 (1,2)	1,7 (1,7)	1,9 (2,2)	2,6 (2,6)

Anm. 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	2013
Reporänta, procent	0,7	0,4 (0,5)	1,4 (1,7)	2,6 (2,6)	3,3 (3,3)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,1	4,6 (4,6)	4,1 (3,9)	2,9 (2,9)	2,3 (2,4)
Timgap, procent	-2,2	-1,5 (-1,5)	-0,4 (-0,6)	0,1 (-0,1)	0,3 (0,2)
BNP-gap, procent	-6,4	-3,5 (-3,5)	-0,8 (-1,1)	0,3 (0,0)	0,6 (0,4)
Arbetslöshet, procent	8,3	8,4 (8,4)	7,4 (7,6)	7,0 (7,2)	6,7 (6,8)
KPIF	1,9	2,0 (2,0)	1,5 (1,3)	1,7 (1,5)	2,0 (1,9)
KPI	-0,3	1,2 (1,2)	1,7 (1,7)	2,4 (2,2)	2,7 (2,6)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken

Översikt över fördjupningar 2007–2010³⁸

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
- 2010 **Juli** Stora behov att stärka offentliga finanser
- 2010 **Juli** Effekter av ett fall i bostadspriserna
- 2010 **Juli** Hur brukar återhämtningen i produktiviteten se ut?
- 2010 **Juli** KPI och mått på underliggande inflation

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

Tidigare räntebeslut³⁹

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	4,50	+0,25	2008:2
3 september	4,75	+0,25	Penningpolitisk uppföljning
8 oktober	4,25	-0,50	ingen rapport
22 oktober	3,75	-0,50	2008:3
3 december	2,00	-1,75	Penningpolitisk uppföljning
2009			
10 februari	1,00	-1,00	Februari 2009
20 april	0,50	-0,50	Penningpolitisk uppföljning
1 juli	0,25	-0,25	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
30 juni	0,50	+0,25	Juli 2010
1 september	0,75	+0,25	Penningpolitisk uppföljning

39 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 interbanklånemarknaden 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 byggs 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 statskuldväxlar 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.

Säsongsrensning: 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 statskuldväxel 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

