



Penningpolitisk rapport

Februari 2011

Rättelse 2011-03-24

På grund av fel i tre diagram (1:10, 1:17).

Dessutom har legenderna i Diagram 2:1-2:2 uppdaterats till "Högre inflation i omvärlden" istället för "Högre inflation".

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 14 februari 2011. 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 december 17
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker 19
 - Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen 20
 - Alternativa scenarier för reporäntan 26
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin 29

- FÖRDJUPNINGAR
 - Finanskrisens effekter på arbetsmarknaden – en jämförelse av Sverige, euroområdet och USA 41
 - Lägre styrränta i omvärlden och i Sverige 46
 - Hur gör Riksbanken prognoser på längre marknadsräntor? 50
 - Effekter av Basel III på den makroekonomiska utvecklingen 52

- Appendix 57
 - Tabeller 58
 - Översikt över fördjupningar 2007–2010 62
 - Tidigare räntebeslut 63
 - Ordlista 64

■ Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning

■ ■ Reporäntan höjs med 0,25 procentenheter till 1,5 procent

Svensk ekonomi fortsätter att utvecklas starkt. Det underliggande inflationstrycket är fortfarande lågt i Sverige, men väntas stiga i takt med att konjunkturläget stärks. Stigande energi- och råvarupriser bidrar också till högre inflation. För att stabilisera inflationen nära målet på 2 procent och undvika ett för högt resursutnyttjande framöver behöver reporäntan gradvis höjas. Riksbankens direktion har därför beslutat att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,5 procent. Reporäntan bedöms också behöva höjas i något snabbare takt framöver.

■ ■ Balans i ekonomin förutsätter fortsatta räntehöjningar

Styrkan i den svenska ekonomin håller i sig samtidigt som arbetsmarknadsläget stadigt förbättras. Exporten ökar liksom investeringarna och hushållens konsumtion. Tillväxten i världsekonomin är sammantaget också god och utsikterna i USA har ljusnat något. Utvecklingen i Europa är fortfarande osäker till följd av de statsfinansiella problemen i flera europeiska länder. Förutsättningarna är som helhet goda för en fortsatt hög tillväxt i Sverige.

Tillväxten i omvärlden bidrar till stigande priser på energi och råvaror. De högre priserna driver tillfälligt upp inflationen i Sverige, men de förväntas också indirekt fortsätta att påverka inflationstrycket under hela prognosperioden. Samtidigt är den underliggande inflationen låg till följd av den starka kronkursen och det låga inhemska kostnadstrycket. Det väntas dock stiga i takt med att lönerna ökar snabbare och de lediga resurserna i ekonomin minskar. För att stabilisera inflationen nära målet på 2 procent och undvika ett för högt resursutnyttjande framöver behöver reporäntan gradvis höjas.

Riksbankens direktion har därför beslutat att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,5 procent och justera upp prognosen för reporäntan i förhållande till prognosen i december. En gradvis stigande reporänta minskar risken för att obalanser byggs upp i den svenska ekonomin och kan också bidra till att hushållens upplåning utvecklas i en lugnare takt.

■ ■ God tillväxt – men det finns risker

Som alltid bygger prognoserna för ekonomin och penningpolitiken på den information som i dagsläget är känd och ny information framöver kan leda till att dessa prognoser ändras. Om inflationen i Sverige blir högre till följd av exempelvis högre energipriser i omvärlden eller starkare inhemsk efterfrågan kan penningpolitiken behöva stramas åt mer än i huvudscenariot i den penningpolitiska rapporten. Om å andra sidan produktiviteten förbättras oväntat snabbt eller kronan stärks ytterligare så att inflationen blir lägre än väntat, då kan räntan behöva höjas i en långsammare takt framöver.

Sveriges ekonomi fortsätter att utvecklas starkt. BNP förväntas ha ökat med 5,5 procent under fjolåret och arbetslösheten är på väg ner sedan ungefär ett år tillbaka. Olika konjunkturindikatorer tyder dessutom på en fortsatt stark utveckling framöver. Återhämtningen i omvärlden som helhet bedöms fortsätta i god takt under prognosperioden. Tillväxtekonomierna i bland annat Asien växer snabbt, vilket är en bidragande orsak till att råvarupriserna stiger. Sammantaget bedöms tillväxten i världen bli en

bit över 4 procent per år under de närmaste åren. Den senaste tidens stigande råvarupriser kommer att bidra till stigande inflation under prognosperioden. Reporäntan höjs nu till 1,5 procent. För att stabilisera inflationen nära målet på 2 procent och undvika ett för högt resursutnyttjande behöver reporäntan fortsätta höjas mot mer normala nivåer. Jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i december är reporäntebanan något uppjusterad.

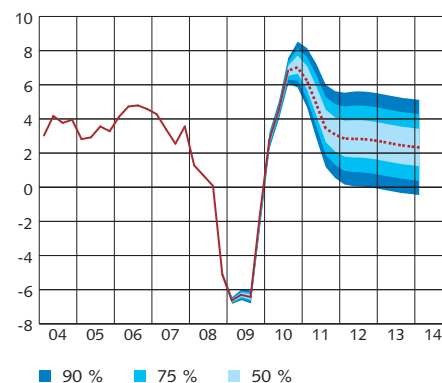
■ ■ Fortsatt god tillväxt i Sverige

Sveriges ekonomi fortsätter att utvecklas starkt (se diagram 1:1). Såväl nationalräkenskaper som månadsindikatorer understryker detta. Även den svenska arbetsmarknaden har förbättrats stadigt sedan ungefär ett år tillbaka. Detta står i kontrast till utvecklingen i USA och många länder i euroområdet där återhämtningen går förhållandevis trögt (se diagram 1:2). Styrkan i svensk ekonomi har också medfört att kronan har fortsatt att förstärkas under senare tid.

Återhämtningen i omvärlden som helhet bedöms fortsätta under prognosperioden. Tillväxtekonomierna i bland annat Asien växer snabbt, vilket har bidragit till att priserna på livsmedel, energi och övriga råvaror har stigit på senare tid. Sammantaget bedöms tillväxten i världen bli en bit över 4 procent per år under de närmaste åren, vilket är högt i ett historiskt perspektiv (se tabell 4). Osäkerheten om utvecklingen i omvärlden kvarstår bland annat till följd av förväntade finanspolitiska åtstramningar på vissa håll och fortsatta globala obalanser.

Tillväxtförutsättningarna i Sverige är goda och den svenska ekonomin bedöms växa snabbare än många andra OECD-ekonomier den närmaste tiden (se diagram 1:2). Som en följd av bland annat den högre tillväxten har Sverige även fått en tydligare förbättring av arbetsmarknadsläget (se även fördjupningen "Finanskrisens effekter på arbetsmarknaden – en jämförelse av Sverige, euroområdet och USA"). Förbättringen på arbetsmarknaden väntas fortsätta under prognosperioden (se diagram 1:3).

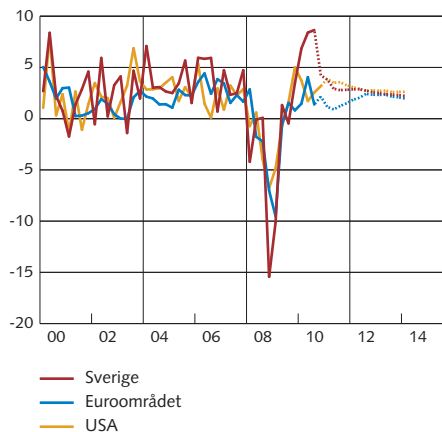
Diagram 1:1. BNP med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. Det råder osäkerhet även om utfallen för BNP eftersom nationalräkenskaperna revideras flera år efter första publicering.

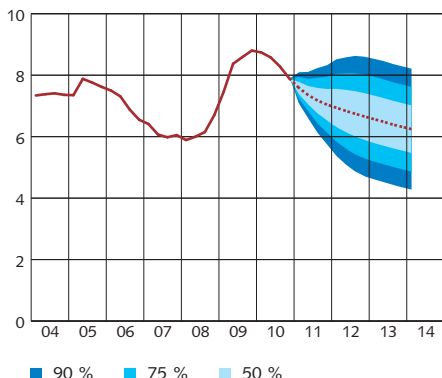
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:2. BNP i olika regioner och länder
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

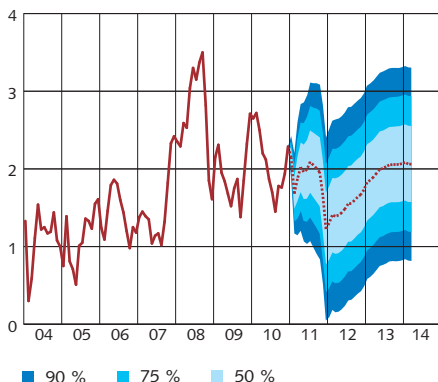
Diagram 1:3. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

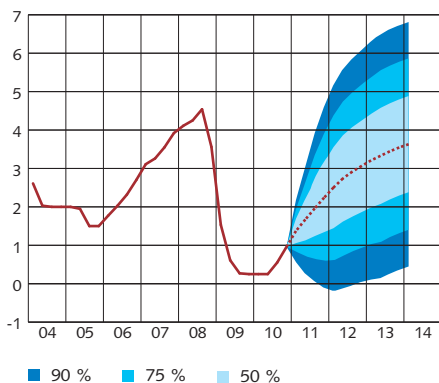
Diagram 1:4. KPIF med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:5. 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.

Källa: Riksbanken

Resursutnyttjandet är idag något lägre än normalt men bedöms vara normalt eller något över normalt mot slutet av prognosperioden. Arbetsmarknaden förbättras och lönerna antas öka i en allt snabbare, men ändå relativt måttlig, takt. Detta kommer successivt att få genomslag på inflationen som stiger under senare delen av prognosperioden (se diagram 1:4).

Inflationen har dock blivit överraskande hög under de senaste månaderna. Stigande priser på livsmedel, energi och övriga råvaror har bidragit till detta. Dessa prisstegringar är troligen också en förklaring till att inflationsförväntningarna stigit. Uppgången i råvaruprierna kommer att fortsätta påverka inflationen under prognosperioden. Det förväntas ske både direkt, via stigande priser på till exempel bensin, el och livsmedel, men även indirekt via stigande kostnader för företagen. Prisökningarna på råvaror är en viktig anledning till att inflationsprognosen har reviderats upp jämfört med bedömningen i december. Effekten på inflationen i Sverige motverkas dock av att kronan har förstärkts.

För att stabilisera inflationen nära inflationsmålet på 2 procent och samtidigt undvika ett för högt resursutnyttjande bedömer Riksbanken att det är lämpligt att fortsätta höjningarna av reporäntan som inleddes förra året. Prognoserna i denna rapport baseras på att reporäntan höjs till 1,5 procent i februari. När resursutnyttjandet och inflationstrycket ökar kommer reporäntan gradvis att höjas till mer normala nivåer (se diagram 1:5).

Höjningarna av reporäntan innebär att bostadsräntorna stiger, vilket medför att inflationen mätt med KPI blir högre än inflationen mätt med KPIF. KPI-inflationen väntas tillfälligt ligga över inflationsmålet på 2 procent under delar av prognosperioden, men så småningom falla och vara i linje med inflationsmålet (se diagram 1:6).

Hushållens skulder har ökat påtagligt under senare år. Om skulderna fortsätter att öka väsentligt snabbare än inkomsterna under en längre tid finns det risk för att obalanser byggs upp i den svenska ekonomin. En gradvis stigande reporänta kan bidra till att hushållens upplåning utvecklas i en lugnare takt.

Om inflationen i Sverige blir högre till följd av exempelvis högre energipriser i omvärlden eller högre inhemsk efterfrågan kan penningpolitiken behöva stramas åt mer än i huvudscenariot. Om å andra sidan produktiviteten förbättras oväntat snabbt eller kronan stärks ytterligare så att inflationen blir lägre än väntat, kan räntan behöva höjas i en långsammare takt framöver. Dessa alternativa scenarier beskrivs i kapitel 2.

■ ■ Stark tillväxt men tilltagande inflation en utmaning för tillväxtekonomier

Tillväxten i världsekonomin är stark under prognosperioden (se tabell 4). I Asien ökade tillväxtländernas produktion i en snabbare takt under slutet av förra året än under det tredje kvartalet, och utvecklingen förväntas vara fortsatt god de kommande åren. Den snabba tillväxten i dessa länder bidrar till att driva upp priserna på energi och övriga råvaror på världsmarknaden (se diagram 1:7 och diagram 3:5).

Tillväxtekonomierna har ett starkare konjunkturläge än till exempel Europa och USA och har därför inte mycket ledig kapacitet som håller tillbaka inflationen. Den ökande inflationen utgör ett orosmoment och centralbankerna i flera av dessa länder har därför börjat strama åt penningpolitiken. Denna åtstramning väntas fortsätta de närmaste åren, även om länderna måste väga behovet av att hålla tillbaka inflationen mot risken att höjda räntor leder till apprecierande växelkurser och ett alltför stort inflöde av kapital.

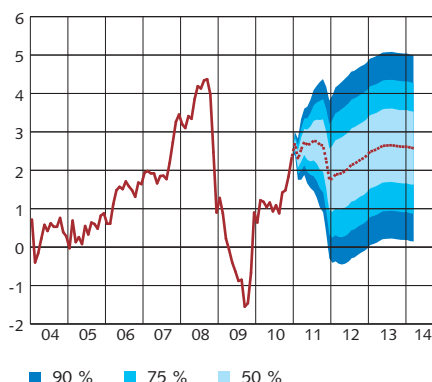
Effekten av stigande priser på livsmedel, energi och övriga råvaror, som framförallt drivit upp inflationen hittills, förväntas klinga av på lite längre sikt. Men den höga globala inflationen skapar ändå osäkerhet i och med att även underliggande inflation och inflationsförväntningar har börjat stiga.

Tillväxten i världsekonomin och den stigande inflationen har också bidragit till stigande långa räntor. Även stora upplåningsbehov i länder med stigande statskuld kan ha bidragit till ränteuppgången. Om de långa räntorna stiger snabbare än väntat kan det dämpa den globala tillväxten.

■ ■ Återhämtningen fortsätter i USA men osäkerheten är stor

Utsikterna för konjunkturen i USA fortsätter att förbättras och tillväxten i USA:s BNP blev högre än förväntat fjärde kvartalet 2010. Ledande indikatorer för den amerikanska ekonomin stiger, vilket pekar på en fortsatt god tillväxt de närmaste kvartalen. Även om återhämtningen i den amerikanska ekonomin nu förefaller ske något snabbare på kort sikt än i Riksbankens bedömning i december så är osäkerheten stor om den framtida utvecklingen. Arbetslösheten är fortfarande hög och problemen på bostadsmarknaden är stora. Finanspolitiska stimulanser bidrar på kort sikt till att den privata konsumtionen ökar i en snabbare takt, men leder samtidigt till stora underskott i den offentliga budgeten och en offentlig skuld på rekordnivåer. Budgetkonsolidering väntas påbörjas 2012 när återhämtningen blivit mer självbärande.

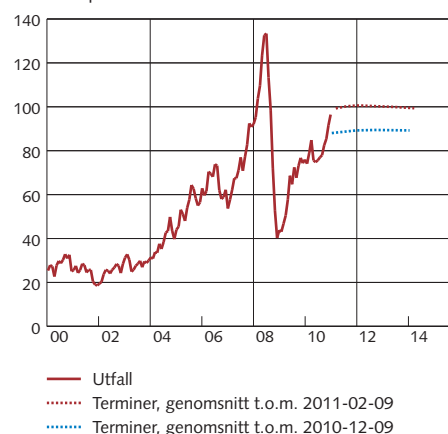
Diagram 1:6. KPI med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. Prognosen för KPI avser den årliga förändringstakten i reviderade indextal (den så kallade inflationstakten).

Källor: SCB och Riksbanken

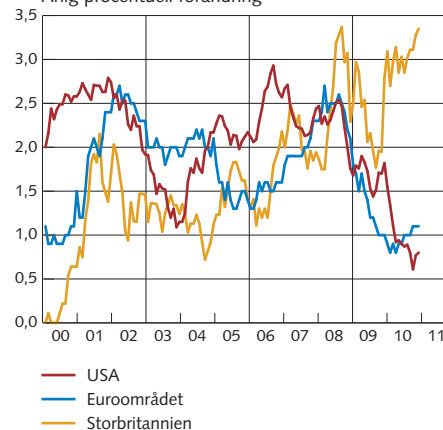
Diagram 1:7. Oljepris, Brentolja
USD per fat



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

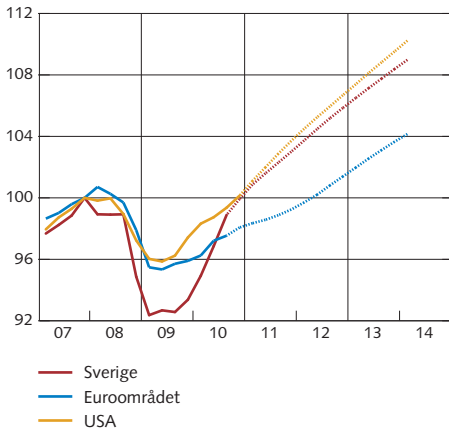
Källor: Intercontinental exchange och Riksbanken

Diagram 1:8. Konsumentpriser exklusive energi och livsmedel
Årlig procentuell förändring



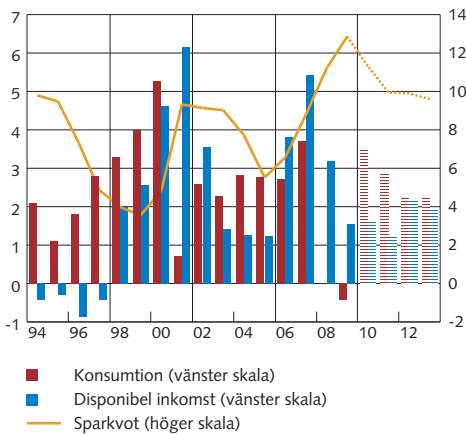
Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och OECD

Diagram 1:9. Jämförelse av återhämtning i Sverige, USA och Euroområdet
BNP-nivå, index 2007 kvartal 4 = 100



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

Diagram 1:10. Hushållens disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot
Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken

Låga löneökningar och en snabb tillväxttakt i arbetsproduktiviteten bidrog under 2010 till att den underliggande inflationen i USA blev låg (se diagram 1:8). I takt med att resursutnyttjandet i ekonomin ökar förväntas den dock tillta. Stigande energipriser gör att inflationen mätt med KPI ökar snabbare än enligt bedömningen i december.

Penningpolitiken förväntas vara fortsatt mycket expansiv. Ett viktigt skäl till detta är den svaga utvecklingen på arbetsmarknaden. Styrräntan väntas ligga kvar på en mycket låg nivå ända fram till början av nästa år. Allteftersom resursutnyttjandet och inflationen stiger bedöms styrräntan höjas i linje med historiska samband.

■ ■ Finanspolitiska åtstramningar hämmar tillväxten i Europa de kommande åren

Återhämtningen i euroområdet väntas fortsätta i linje med bedömningen i december. BNP-tillväxten är relativt måttlig trots den stora mängden lediga resurser i ekonomin (se diagram 1:2). En bidragande orsak till detta är att flera länder brottas med statsfinansiella problem och kommer att behöva strama åt finanspolitiken under de närmaste åren. Den långsamma tillväxten innebär att det dröjer till 2012 innan euroområdets BNP är tillbaka på samma nivå som före krisen (se diagram 1:9). Det betyder också att arbetslösheten sannolikt förblir hög under prognosperioden.

Även om några länder redan har vidtagit åtgärder för att minska sina budgetunderskott under 2010 väntas finanspolitiken först i år bli åtstramande för euroområdet som helhet. Det finns dock stora skillnader mellan länderna. Flera av de statsfinansiellt svagare länderna såsom Grekland, Irland, Portugal och Spanien är på kort sikt tvingade att planera för mycket stora åtstramningar. För att den offentliga skuldsättningen tydligt ska minska krävs därtill fortsatt stora åtstramningar under lång tid framöver.

Inflationen ökade i euroområdet under 2010, trots att resursutnyttjandet var fortsatt lågt. Det beror framförallt på högre priser på energi och livsmedel, men även den underliggande inflationen rensad för energi- och livsmedelspriser ökade något (se diagram 1:8). Högre energipriser gör att prognosen för inflationen är uppreviderad jämfört med bedömningen i december. Momshöjningar i Finland, Grekland och Portugal bidrar också till att inflationen väntas öka ytterligare under 2011. Mot slutet av 2011 och under 2012 bedöms inflations-takten dock dämpas igen när effekterna av de högre energipriserna och andra tillfälliga faktorer minskar i betydelse.

Penningpolitiken i euroområdet är fortsatt expansiv, även om styrräntan nu förväntas stiga något snabbare än enligt bedömningen i december. Styrräntan bedöms inledningsvis stiga ungefär i linje med marknadens prissättning. På längre sikt utgår bedömningen från historiska samband mellan styrräntan, inflationen och resursutnyttjandet, vilket innebär att styrräntan höjs i en något snabbare takt än vad som nu prissätts på marknaden. Marknadens prissättning på längre sikt indikerar dock att man nu förväntar sig en något högre styrränta än vad

som var fallet i december, vilket betyder att marknadsprissättningen närmast sig Riksbankens bedömning.

I Storbritannien dämpas tillväxten då finanspolitiken stramas åt. Dessutom håller en svag bostadsmarknad och hög arbetslöshet tillbaka den inhemska efterfrågan. På längre sikt bedöms tillväxten ta fart igen då såväl stigande global efterfrågan som ett fortsatt svagt pund kommer att gynna export och investeringar.

■ ■ God tillväxt i Norden

De övriga nordiska länderna utgör tillsammans en fjärdedel av Sveriges exportmarknad och deras utveckling är därför mycket betydelsefull för Sveriges ekonomi. Utsikterna för tillväxten i de nordiska länderna är i stort sett oförändrade i förhållande till bedömningen i december. I Danmark kommer ett åtstramningspaket att dämpa tillväxten i år. Inflationen som steg till 2,8 procent i december väntas långsamt falla tillbaka under 2011. Norge har mycket starka statsfinanser och förutsättningarna för tillväxt är gynnsamma framöver. Inflationen är i dagsläget hög, men väntas falla tillbaka då effekten av högre energipriser klingar av. Även i Finland förväntas återhämtningen fortsätta.

■ ■ Snabb tillväxt i svensk ekonomi

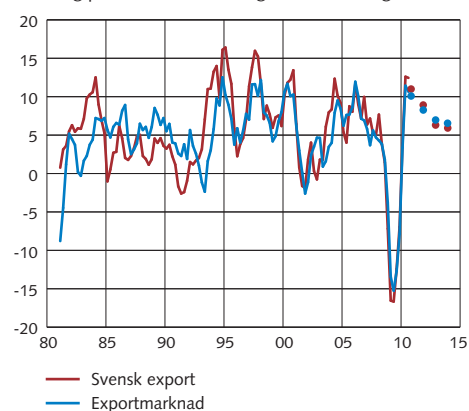
Återhämtningen i den svenska ekonomin fortsätter och sker i en snabbare takt än i många andra länder. Tillväxttakten kommer dock att dämpas framöver jämfört med den mycket höga tillväxten andra och tredje kvartalet i fjol. Uppgången är bred och omfattar både exporten och den inhemska efterfrågan.

Förutsättningarna för en fortsatt återhämtning kommande år är goda. Den globala konjunkturedgången 2008 och 2009 slog förvisso hårt mot den svenska exportberoende ekonomin. Men nu när världshandeln åter har tagit fart förväntas Sveriges ekonomi den närmaste tiden växa snabbare än många andra ekonomier (se diagram 1:2). Ett annat skäl till att tillväxten i Sverige väntas bli relativt hög är de goda statsfinanserna som gör att Sverige, till skillnad från många andra länder, inte behöver vidta någon finanspolitisk åtstramning. Tvärtom väntas utbudsstimulerande skattesänkningar genomföras under kommande år. Dessutom har hushållen byggt upp ett förhållandevis högt sparande vilket ger dem möjlighet att öka konsumtionen utöver vad inkomstutvecklingen medger (se diagram 1:10).

Detta talar sammantaget för att den svenska ekonomin kommer att utvecklas starkare än till exempel många ekonomier i euroområdet, framförallt i år. I slutet av prognosperioden växer den svenska ekonomin ungefär i samma takt som våra viktigaste handelspartners. Tillväxten faller gradvis från fjolårets 5,5 procent till drygt 2 procent mot slutet av prognosperioden (se diagram 1:1 och tabell 5).

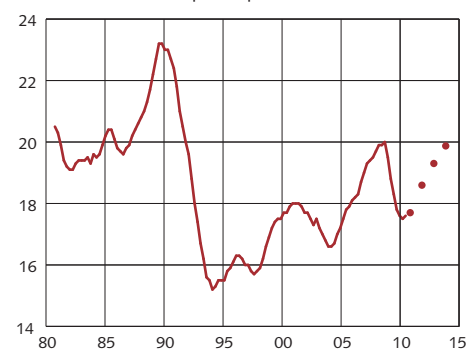
Nivån på BNP är dock fortfarande relativt låg. Trots den snabba tillväxten de senaste kvartalen har BNP bara återhämtat sig till ungefär

Diagram 1:11. Export och svensk exportmarknad
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerad data



Källor: SCB och Riksbanken

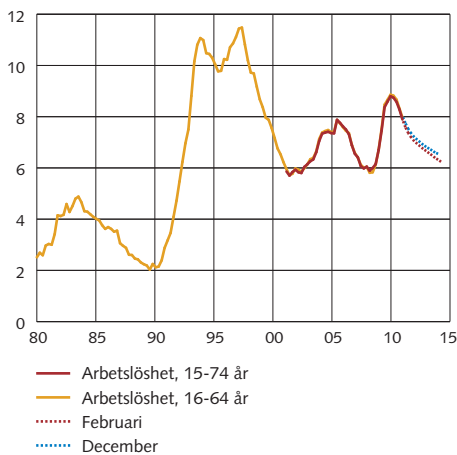
Diagram 1:12. Investeringskvot
Procent av BNP, löpande priser



Anm. Fyra kvartals glidande medelvärde.

Källor: SCB och Riksbanken

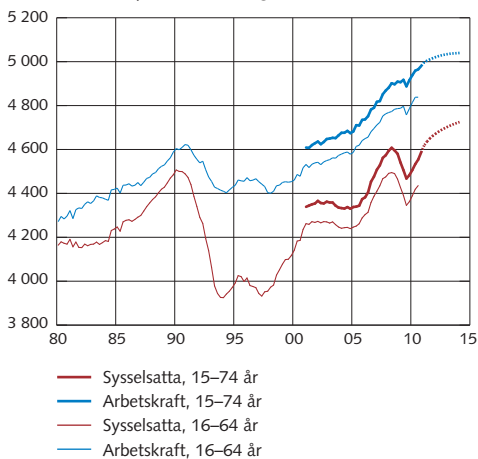
Diagram 1:13. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Anm. Data före 1987 är länkade av Riksbanken. Prognos avser 15-74 år.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:14. Arbetskraft och sysselsatta
Tusentals personer, säsongrensade data



Anm. Data före 1987 är länkade av Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken

samma nivå som före krisen för drygt två år sedan. Det finns därmed i dagsläget troligen fortfarande en del lediga resurser i ekonomin.

■ ■ Exporten och investeringarna ökar snabbt

Den svenska exporten växte snabbt i fjol och väntas fortsätta öka under prognosperioden. Även Sveriges exportmarknader utvecklades starkt 2010 och väntas fortsätta att växa de närmaste åren (se diagram 1:11). Exporten bedöms tillta i takt med exportmarknaden, vilket innebär en ökning med i genomsnitt cirka 7 procent per år under prognosperioden (se tabell 5). Investeringarna har nu börjat öka i omvärlden vilket gynnar svensk export då Sverige producerar relativt mycket investeringsvaror.

Liksom i omvärlden har investeringarna börjat öka och bedöms fortsätta att öka framöver (se diagram 1:12). I takt med att produktionen ökar stiger också kapacitetsutnyttjandet och näringslivets investeringsbehov blir allt större. Även bostadsinvesteringarna stiger snabbt sedan en tid tillbaka. En hög efterfrågan på bostäder i förhållande till utbudet ger förutsättningar för att investeringarna i bostäder ska fortsätta att stiga de kommande åren. I synnerhet investeringarna i flerbostadshus väntas öka snabbt under det kommande året. De ofrentliga investeringarna, som tog ordentlig fart under 2008 och 2009, ökar dock i en lugnare takt framöver.

Ökningen i investeringarna sker dock från en mycket låg nivå. Den vikande efterfrågan resulterade i ett historiskt stort fall i investeringarna under inledningen av konjunkturedgången. Detta medför att det dröjer till mitten av 2012 innan investeringarna är tillbaka på samma nivå som före krisen.

■ ■ Hushållens konsumtion utvecklas starkt

Exporten och investeringarna minskade betydligt mer under krisen än vad hushållens konsumtion gjorde. Detta är vanligt i konjunkturedgångar, men skillnaden blev särskilt tydlig i denna nedgång eftersom krisen främst påverkade svensk ekonomi via fallande efterfrågan från omvärlden. Att konsumtionen ändå minskade sammanhänger med att hushållen ökade sitt sparande när arbetslösheten steg, och osäkerheten om framtiden var stor samt att hushållens finansiella tillgångar minskade i värde.

Pessimismen bland hushållen är nu borta och konsumentförtroendet ligger sedan början av 2010 på en hög nivå. Samtidigt har hushållens tillgångar i form av fastigheter och finansiella tillgångar åter ökat i värde sedan en tid tillbaka. Utlåningen till hushållen fortsätter därtill att stiga, om än något långsammare än tidigare. Parallellt med detta ökar hushållens inkomster i en allt snabbare takt under prognosperioden (se diagram 1:10). Detta hänger samman med att arbetsmarknadsläget förbättras. Sammantaget bedöms konsumtionen fortsätta att öka i en god takt de närmaste åren. Den ökar snabbare än inkomsterna under prognosperioden, vilket möjliggörs av det höga sparatet i utgångsläget.

■ ■ Den offentliga sektorns finanser 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 var negativt 2009, men förväntas ha varit positivt redan förra året. I år väntas överskottet bli drygt 1,5 procent som andel av BNP. 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. Därför väntas regeringen föreslå utgifts- och inkomstförändringar motsvarande sammanlagt nästan 50 miljarder för åren 2012 och 2013. Huvuddelen av dessa kommer att ta sig uttryck i sänkta skatter för hushåll och företag, vilket gradvis bedöms öka utbudet av arbetskraft och den långsiktigt hållbara BNP-nivån.

■ ■ Förstärkningen av arbetsmarknaden fortsätter

Svensk arbetsmarknad har klarat sig förhållandevis väl genom konjunkturedgången, både i i förhållande till historiska samband mellan BNP och sysselsättning, och jämfört med många andra länder. Arbetslösheten har det senaste året fallit tillbaka med nästan 1 procentenhet och uppgick till 7,8 procent i december i fjol (se diagram 1:13).

Den positiva utvecklingen på arbetsmarknaden fortsätter. Utbudet av arbetskraft har varit högt de senaste åren, delvis som en följd av reformer inom arbetslöshetsförsäkringen och sjukförsäkringen. Även skatteavdragen för förvärsarbetande har ökat incitamenten att delta i arbetskraften. De kommande åren väntas utbudet av arbetskraft att öka ytterligare (se diagram 1:14).

Efterfrågan på arbetskraft stiger i de flesta branscher vilket leder till att antalet arbetade timmar och antalet sysselsatta ökar samtidigt som arbetslösheten minskar. Sysselsättningsuppgången har dock hittills skett i branscher som inte drabbades lika hårt som industrin under krisen, såsom företags- och hushållstjänster samt byggbranschen. Enkätundersökningar visar att det är i dessa branscher som bristen på arbetskraft nu ökar snabbt (se diagram 1:15). Samtidigt stiger bristen också inom industrin, där sysselsättningen ännu inte återhämtat sig. Detta tyder på rekryteringsproblem trots att arbetslösheten fortfarande är relativt hög.

Många arbetslösa finns bland dem som Arbetsförmedlingen identifierar som utsatta grupper. Dessa har svårt att snabbt finna arbete. Här finns exempelvis unga med bristfällig utbildning, utrikesfödda, personer som utförsäkrats inom sjukförsäkringssystemet samt personer med endast grundskoleutbildning. Många av dessa arbetslösa har också varit utan arbete under längre tid. Detta kan komma att försvåra matchningen de kommande åren. Men sammantaget väntas ändå

Diagram 1:15. Andel företag med brist på arbetskraft
Procent, säsongrensade data

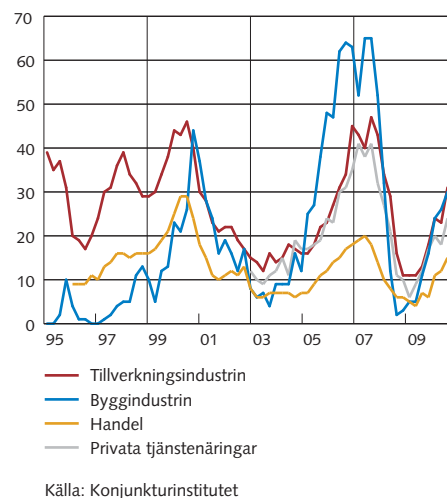


Diagram 1:16. Industrins kapacitetsutnyttjande
Procent, säsongrensade data

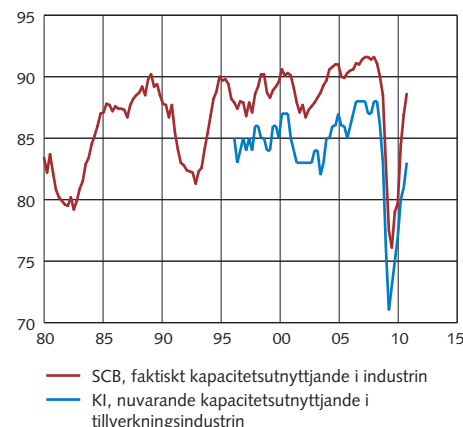
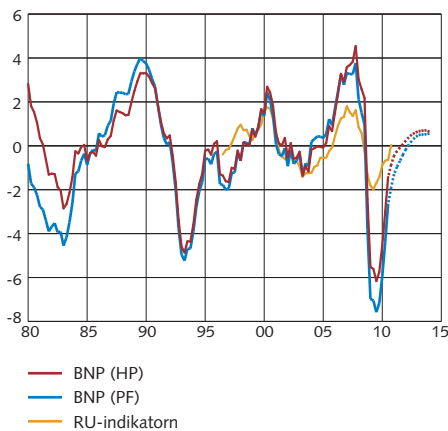
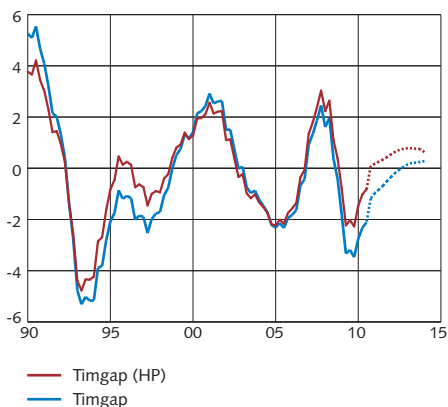


Diagram 1:17. BNP-gap och RU-indikatorn
Procent

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.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:18. Timgap
Procent

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.

Källor: SCB och Riksbanken

arbetslösheten fortsätta att falla för att i slutet av prognosperioden uppgå till knappt 6,5 procent.

■■ Resursutnyttjandet normaliseras

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 på ett långsiktigt hållbart sätt. Riksbanken använder därför ett antal olika indikatorer och statistiska metoder för att bedöma hur resursutnyttjandet kommer att utvecklas under de närmaste åren. Men eftersom resursutnyttjandet inte är direkt mätbart blir bedömningarna osäkra, oavsett om de gäller nuläget eller läget längre fram i tiden.

Vissa indikatorer tyder på att resursutnyttjandet har stigit snabbt och nu är i stort sett normalt. Detta gäller främst indikatorer som bygger på enkäter. I Konjunkturinstitutets barometer börjar brist på arbetskraft synas i vissa branscher samtidigt som kapacitetsutnyttjandet inom industrin stiger snabbt (se diagrammen 1:15 och 1:16). Riksbankens indikator för resursutnyttjande, som med hjälp av en statistisk metod sammanfattar information från enkäter och arbetsmarknadsdata, visar att resursutnyttjandet är tillbaka på normala nivåer (se diagram 1:17).³ Andra indikatorer, såsom till exempel nivån på arbetslösheten, tyder däremot på att det fortfarande finns en del lediga resurser. Den samlade bedömningen av resursutnyttjandet i nuläget är att det är något lägre än normalt.

Under prognosperioden ökar BNP och arbetade timmar snabbt. Därmed stiger resursutnyttjandet. De flesta gap, som visar skillnaden mellan faktiska och potentiella nivåer, sluts och blir svagt positiva under prognosperioden (se diagrammen 1:17 och 1:18). Den samlade bedömningen är att resursutnyttjandet är normalt eller något över normalt mot slutet av prognosperioden. Jämfört med bedömningen i december väntas det vara något högre under hela prognosperioden.

■■ Stigande löneökningstakt

Det förbättrade arbetsmarknadsläget väntas medföra att lönerna ökar allt snabbare de kommande åren. De nya löneavtal som blir aktuella under 2011 och 2012, och som berör en stor del av Sveriges löntagare, kommer att förhandlas fram i ett betydligt bättre konjunkturläge än vad som var fallet när de nuvarande avtalen tecknades. Den starkare konjunkturen talar också för att löneökningarna utöver avtal (den så kallade löneglidningen) kommer att stiga framöver. Riksbankens företagsintervjuer från januari i år ger också stöd för denna bedömning.⁴ Lönerna bedöms dock öka i en relativt måttlig takt under prognosperioden. Ökningstakten i produktiviteten bedöms samtidigt bli lägre

³ För en beskrivning av indikatorn, se C. Nyman "En indikator på resursutnyttjandet", *Ekonomiska kommentarer nr 4*, 2010, Sveriges Riksbank.

⁴ Se publikationen "Riksbankens företagsintervjuer januari 2011" på Riksbankens webbplats www.riksbank.se under rubriken Press & Publicerat, Rapporter.

under de närmaste åren än under fjolåret. Detta innebär sammantaget att ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet kommer att stiga allt snabbare under prognosperioden (se diagram 1:19).

■ Kronan starkare under prognosperioden

Under det senaste året har kronan stärkts påtagligt. Mot flera större valutor är kronan nu starkare än den var innan den finansiella krisen. Detta gäller även för det handelsvägda TCW-indexet (se diagram 1:20). Förstärkningen har skett i takt med att Riksbanken successivt höjt reporäntan och att publicerad statistik visat att Sveriges ekonomi utvecklas starkt i förhållande till omvärlden.

Framöver väntas den svenska ekonomin att växa mer i takt med omvärlden och skillnaden mellan svenska och utländska räntor minskar. Växelkursen bedöms vara något starkare under prognosperioden än i prognosen i uppföljningen från december.

■ Stigande inflation mot slutet av prognosperioden

Inflationstakten väntas variera kraftigt under det närmaste året (se diagram 1:21). Priserna på energi och livsmedel ökar samtidigt som förra vinterns höga energipriser upphör att påverka den årliga förändringstakten i inflationsmått.

Det underliggande inflationstrycket är lågt till följd av förstärkningen av kronan och det senaste årets fallande arbetskostnader per producerad enhet. Rensat för energipriserna stiger inflationen ändå gradvis från dagens nivå på cirka 1,5 procent till runt 2 procent mot slutet av prognosperioden (se diagram 1:21). Detta sker i takt med att arbetsmarknadsläget förbättras och löneökningstakten stiger.

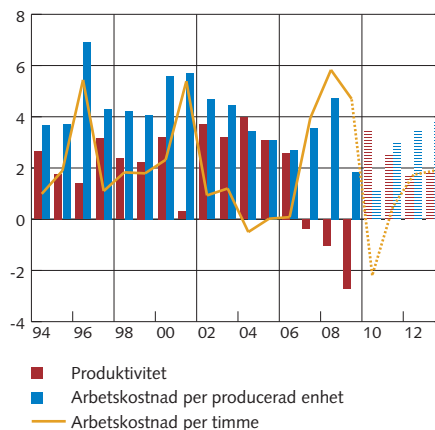
Inflationen mätt med KPI väntas stiga till över 2,5 procent mot slutet av prognosperioden. Detta beror i hög grad på att hushållens bostadsräntor ökar när Riksbanken höjer reporäntan. Inflationen mätt med KPIF, där hushållens bostadsräntor hålls konstanta, väntas öka mer måttligt och uppgå till ungefär 2 procent mot slutet av prognosperioden (se diagram 1:21). På längre sikt, när reporäntan har nått mer normala nivåer, bedöms även KPI-inflationen bli omkring 2 procent.

Den senaste tidens stigande priser på livsmedel, energi och övriga råvaror kommer att påverka inflationen under prognosperioden. Detta förväntas ske både direkt, via stigande priser på till exempel bensin, el och livsmedel, och indirekt via stigande kostnader för företagen. Dessa prisökningar är en viktig anledning till att inflationsprognosen har reviderats upp jämfört med bedömningen i december (se diagram 1:22 och 1.23). Det är även troligt att ökningarna i inflationsförväntningarna på kort sikt åtminstone till en del hänger samman med de stigande råvarupriserna.

■ Reporäntan höjs i takt med återhämtningen i konjunkturen

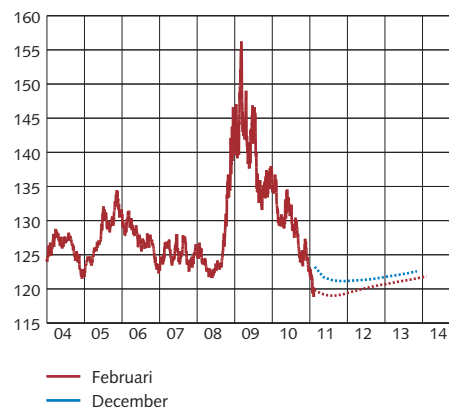
Prognoserna i denna rapport baseras på att reporäntan nu höjs till 1,5 procent. Därefter fortsätter den successivt att höjas och väntas uppgå till drygt 3,5 procent om tre år.

Diagram 1:19. Arbetskostnader per producerad enhet i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring



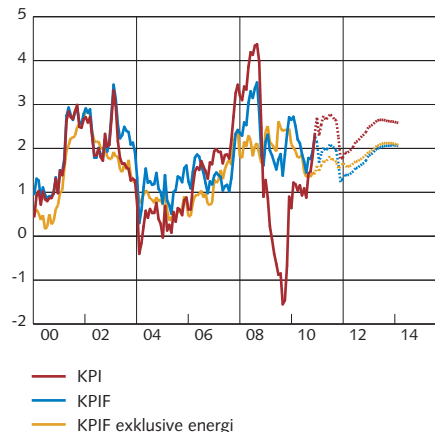
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:20. Konkurrensvägd växelkurs, TCW Index, 1992-11-18 = 100



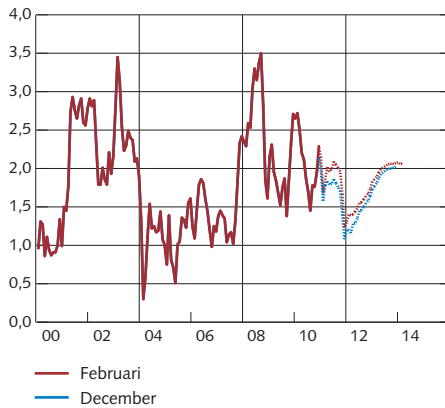
Anm. Utfallen är dagskurser och prognoserna avser kvartalsgenomsnitt.
Källa: Riksbanken

Diagram 1:21. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



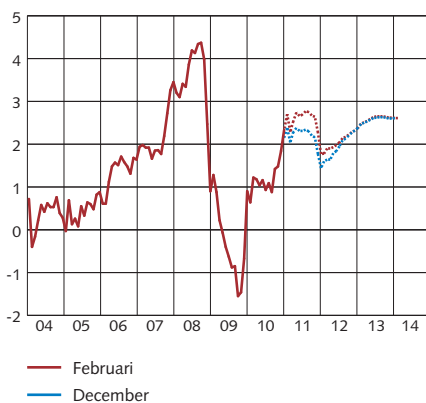
Anm. Prognosen för KPI avser den årliga förändringstakten i reviderade indextal (den så kallade inflationstakten). KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:22. KPIF
Årlig procentuell förändring



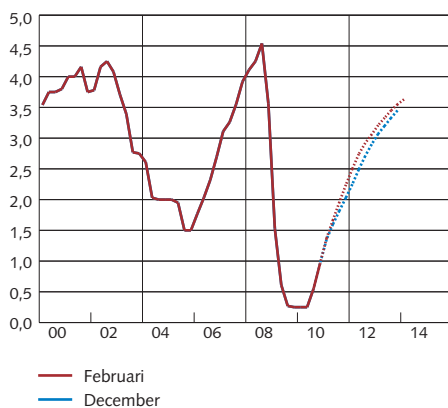
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:23. KPI
Årlig procentuell förändring



Anm. Prognosen för KPI avser den årliga förändringstakten i reviderade indextal (den så kallade inflationstakten).
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:24. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

De realekonomiska utsikterna för Sverige och omvärlden är i grova drag desamma som i prognoserna som publicerades i december. Resursutnyttjandet är idag något lägre än normalt men bedöms vara normalt eller något över normalt mot slutet av prognosperioden. Inflationstrycket stiger successivt under prognosperioden i takt med att arbetsmarknaden förbättras, löneökningstakten tilltar och resursutnyttjandet normaliseras. Dessutom kommer den senaste tidens stigande priser på livsmedel, energi och övriga råvaror att fortsätta påverka inflationen under prognosperioden.

För att stabilisera inflationen nära inflationsmålet på 2 procent och för att undvika ett för högt resursutnyttjande framöver bedömer Riksbanken att det är lämpligt att fortsätta höjningarna av reporäntan som inleddes i fjol. Reporäntebanan har höjts jämfört med i december (se diagram 1:24). Detta bedöms mildra de effekter som de stigande råvarupriserna har på inflationen i Sverige och förhindra att inflationsförväntningar på lite längre sikt stiger. Men även med de höjningar som ligger i Riksbankens prognos kommer reporäntan att vara förhållandevis låg ett tag framöver. De stigande råvarupriserna påverkar också styrräntorna i omvärlden som antas höjas något snabbare än i bedömningen från december.

Höjningarna av reporäntan innebär att bostadsräntorna stiger, vilket medför att inflationen mätt med KPI blir högre än inflationen mätt med KPIF. KPI-inflationen väntas tillfälligt ligga över inflationsmålet på 2 procent under senare delen av prognosperioden, men så småningom falla och vara i linje med inflationsmålet.

Hushållens skulder har ökat påtagligt under senare år. Visserligen finns det tendenser till att utvecklingen har dämpats på senare tid, men hushållens skulder ökar fortfarande snabbare än inkomsterna. Om detta skulle fortsätta under en längre tid finns det risk för att obalanser byggs upp i den svenska ekonomin. En gradvis stigande reporänta kan bidra till att hushållens upplåning utvecklas i en lugnare takt.

Huvudsakliga revideringar sedan den penningpolitiska uppföljningen i december

- Prognoserna för inflationen och styrräntorna i omvärlden är uppreviderade.
- Arbetslöshetsprognosen för Sverige är nerreviderad till följd av starkare utfall och en något starkare BNP-tillväxt.
- Resursutnyttjandet bedöms vara något högre.
- Inflationen är uppreviderad under hela prognosperioden främst till följd av stigande priser på livsmedel, energi och övriga råvaror.
- Reporäntebanan är uppreviderad för att dämpa inflationsuppgången.

■ KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker

Världsmarknadspriserna på energi och råvaror har stigit förhållandevis snabbt de senaste månaderna, vilket har föranlett Riksbanken att höja sin prognos för svensk inflation. Om priserna skulle fortsätta att öka oväntat snabbt kan reporäntan behöva höjas i snabbare takt än vad som antas i huvudscenariot. En annan möjlighet är att återhämtningen i svensk ekonomi går snabbare än

vad som antas i nu liggande prognos. Vilka penningpolitiska effekter detta får beror i hög utsträckning på om den högre tillväxttakten är ett resultat av högre efterfrågan eller en oväntat snabb tillväxt i produktivitet. Kronan har stärkts under senare tid. En fortsatt förstärkning av kronan är också en risk som penningpolitiken kan behöva ta hänsyn till.

Alla makroekonomiska prognoser är förknippade med ett betydande mått av osäkerhet. I denna rapportens första kapitel illustreras denna osäkerhet på ett generellt sätt i de osäkerhetsintervall som redovisas i diagram 1:1 och 1:3–1:6. I detta kapitel diskuteras ett antal specifika alternativscenarier och de förändringar av penningpolitiken som kan komma ifråga om något eller flera av scenarierna skulle bli verklighet. Utöver dessa siffersatta scenarier finns det andra viktiga risker för den ekonomiska utvecklingen framöver. Den statsfinansiella situationen i Europa är fortsatt osäker och utvecklingen kan snabbt försämrats.⁵ En annan risk är förknippad med fortsatt hög kreditgivning till hushållen och snabbt stigande bostadspriser i Sverige.

Inflationen har blivit överraskande hög de senaste månaderna. Som ett resultat av detta har även prognosen för inflationen skrivits upp i förhållande till den prognos som publicerades i december. Om inflationen i omvärlden fortsätter att stiga, exempelvis på grund av hög tillväxt i vissa utvecklingsländer och därtill kopplade prisökningar på energi och råvaror, kan Riksbanken behöva höja reporäntan i snabbare takt än vad som förutses i huvudscenariot. En sådan möjlig utveckling beskrivs i scenariot "Högre inflation i omvärlden".

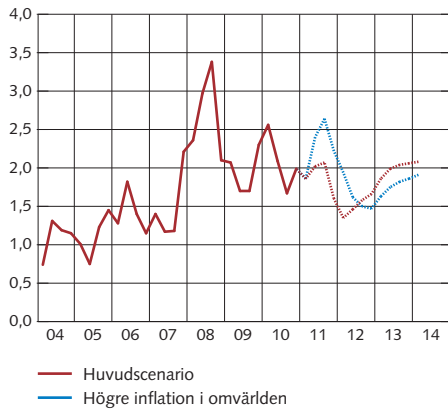
En annan källa till osäkerhet i huvudscenariots prognos är styrkan i den inhemska återhämtningen. Enligt Riksbankens bedömning växte svensk ekonomi med över 5 procent 2010, vilket är mycket ovanligt. Utvecklingen måste naturligtvis ses i ljuset av den dramatiska nedgång som inträffade i slutet av 2008 och början av 2009. Enligt Riksbankens prognos kommer BNP-tillväxten nu att återgå till mer normala nivåer. Även här finns det emellertid skäl att analysera alternativ till den utveckling som ges av huvudscenariot. I "Högre svensk tillväxt" beskrivs ett scenario med oväntat hög tillväxt under 2011 och 2012. De penningpolitiska konsekvenserna av en sådan utveckling är i hög grad beroende av de bakomliggande orsakerna, något som illustreras nedan.

I ett tredje alternativscenario speglas de risker som är förknippade med den svenska kronans växelkurs. Med hjälp av två siffersatta exempel beskrivs hur en oväntat stark växelkurs skulle kunna påverka penningpolitiken under de kommande årens återhämtning.

I slutet av kapitlet diskuteras olika penningpolitiska handlings-

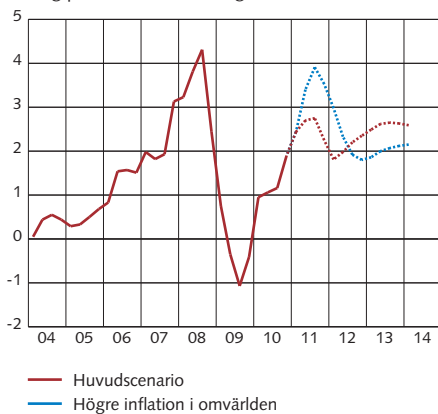
⁵ Konsekvenserna av en statsfinansiell kris i euroområdet beskrivs i ett alternativscenario i Penningpolitisk rapport, juli 2010.

Diagram 2:1. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:2. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. Prognosen för KPI avser den årliga förändringstakten i reviderade indextal (den så kallade inflationstakten).

Källor: SCB och Riksbanken

alternativ. Utifrån huvudscenariots prognos redovisas ett scenario där Riksbanken väljer att höja reporäntan i snabbare takt än i huvudscenariot och ett scenario där räntan i stället höjs mer långsamt. Liksom den senast publicerade rapporten (Penningpolitisk rapport, oktober 2010) innehåller denna rapport dessutom en fördjupning som beskriver hur svensk ekonomi och penningpolitik kan komma att påverkas om omvärldens styrräntor skulle bli lägre än vad som antas i huvudscenariot (se fördjupningen "Lägre styrränta i omvärlden och i Sverige").

Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen

■ ■ Scenario: Högre inflation i omvärlden

Priserna på råvaror och energi har stigit på världsmarknaden (se diagram 3:5). Eftersom kronans växelkurs samtidigt har stärkts, har prisuppgången i Sverige varit något mera dämpad. Men även i kronor räknat har priserna stigit. De senaste tre månaderna har exempelvis priset på olja stigit med cirka 13 procent.

För en del råvaror, exempelvis metaller, gäller att prisökningar på världsmarknaden påverkar priserna i det svenska konsumentledet med ganska lång eftersläpning. Höjda energi- och livsmedelspriser påverkar däremot inflationstakten relativt snabbt, med ett genomslag som står i proportion till prisernas vikt i konsumentprisindex (KPI).

■ ■ Bakomliggande orsaker viktiga för penningpolitiken

De penningpolitiska konsekvenserna av prisuppgångar på energi och råvaror är i hög grad beroende av de bakomliggande orsakerna. En möjlighet är att världsmarknadspriserna stiger på grund av en tillfällig störning i utbudet. Sådana negativa utbudsstörningar kan exempelvis orsakas av naturkatastrofer eller av politisk oro i länder där råvarorna produceras. Ett scenario med en utbudsstörning av detta slag leder till en kortvarig uppgång i inflationen. När produktionen återgår till normala nivåer brukar priserna på världsmarknaden falla tillbaka, och inflationstakten i Sverige dämpas åter.

En annan möjlighet är att prisuppgången på världsmarknaden beror på en starkare efterfrågan. Vissa utvecklingsländer, framför allt i Asien, växer för närvarande mycket snabbt och dessa ekonomier är intensiva i användningen av olja och andra råvaror. Om en högre efterfrågan ligger bakom de högre världsmarknadspriserna ökar sannolikheten att effekterna på svensk inflation blir större och mer varaktiga. Detta gäller i synnerhet om den internationella efterfrågan vän-

tas öka under en längre period. I ett sådant scenario kan utvecklingen ge upphov till en positiv trend i priserna på råvaror och energi.

■ ■ Starkare internationell efterfrågan driver upp inflationen

I scenariot "Högre inflation i omvärlden" blir världsmarknadspriserna på energi- och råvaror 20 procent högre än i huvudscenariot. Prisökningarna sker under andra kvartalet 2011 och antas bero på en högre internationell efterfrågan.⁶ Som ett resultat av detta blir TCW-inflationen 2011 cirka 0,4 procentenheter högre än i huvudscenariot och 2012 blir inflationen i omvärlden cirka 0,2 procentenheter högre (se tabell 8). Som ett resultat av de högre världsmarknadspriserna och den högre internationella efterfrågan stiger svenska konsumentpriser snabbare än vad som antagits i huvudscenariot. Inflationen mätt med KPIF blir cirka 0,4 procentenheter högre än i huvudscenariot under 2011 och cirka 0,1 procentenheter högre under 2012 (se diagram 2:1). Den högre inflationstakten beror i första hand på ökade importpriser. Högre efterfrågan i omvärlden leder samtidigt till en ökning av det inhemska resursutnyttjandet, eftersom exporten ökar något. Här illustreras detta med timgapet (se diagram 2:3). Ett högre resursutnyttjande leder i sin tur till högre priser på inhemskt producerade varor, och till något högre nominella löner. Dessa effekter driver upp den inhemska inflationen ytterligare, utöver den effekt som uppstår mer direkt via högre importpriser.

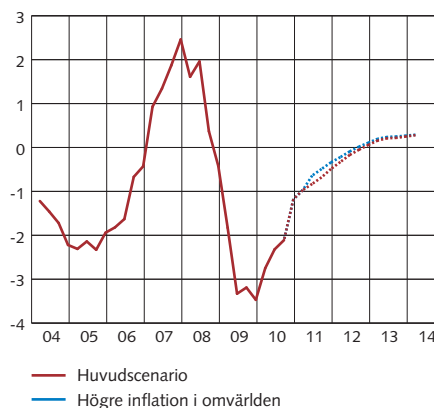
■ ■ Stramare penningpolitik i Sverige och i omvärlden

Då inflation och resursutnyttjande stiger oväntat under 2011, väljer Riksbanken att bedriva en penningpolitik som är mindre expansiv än vad som antas i huvudscenariot. Reporäntan ligger i genomsnitt cirka 0,4 procentenheter högre än huvudscenariots räntebana under 2011 och cirka 0,5 procentenheter högre under 2012 (se diagram 2:4).

Riksbanken genomför på detta sätt en höjning av reporäntan som är tillräckligt stor för att realräntan i alternativscenariot ska bli högre än i huvudscenariot (se diagram 2:5). Därmed ökar kostnaden att låna för hushåll och företag, samtidigt som avkastningen på sparande stiger i motsvarande grad. Detta dämpar ökningen i resursutnyttjandet, vilket gör att de realekonomiska effekterna av den högre omvärldsefterfrågan i slutändan blir relativt små.

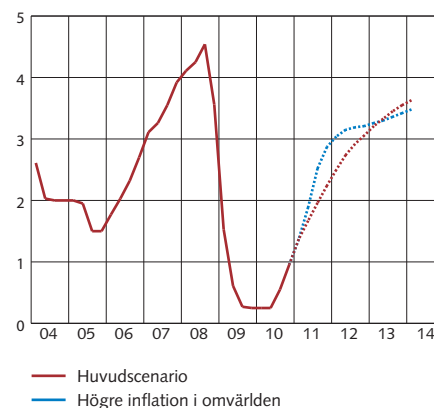
I scenariot reagerar penningpolitiken på ett systematiskt sätt på de inflationsimpulser som kommer från omvärlden. Detta innebär att svenska företag och hushåll förväntar sig att reporäntan ska höjas snabbare än vad som antas i huvudscenariot. Att Riksbanken har trovärdighet för sin inflationsmålspolitik bidrar på detta sätt till att förankra inflationsförväntningarna, och hindrar därmed att de högre importpriserna på ett mer påtagligt sätt driver upp den allmänna prisnivån.

Diagram 2:3. Timgap
Procent



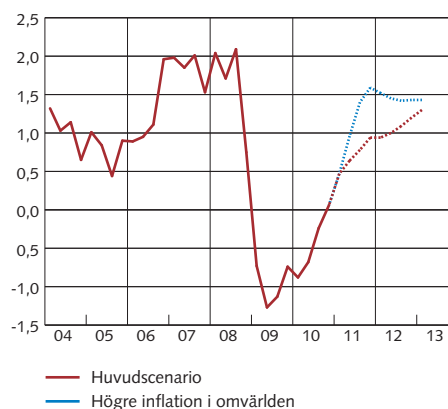
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:4. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

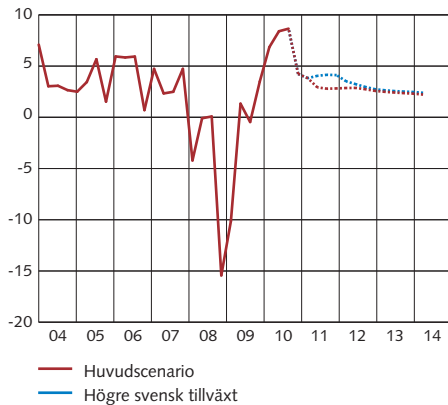
Diagram 2:5. Real reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

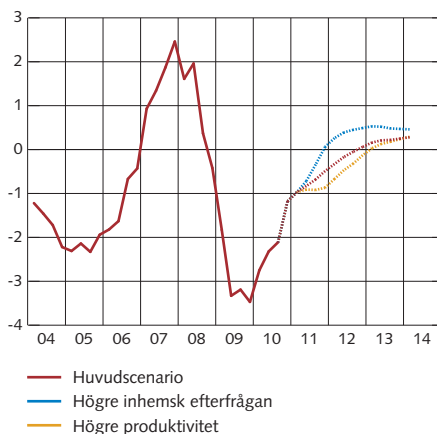
⁶ Liksom övriga scenarier i detta kapitel är scenariot "Högre inflation i omvärlden" baserat på Riksbankens allmänna jämviktsmodell Ramses. För en beskrivning av modeller, se L. Christiano, M. Trabandt och K. Walentin, "Introducing financial frictions and unemployment into a small open economy model", Working Paper nr 214, Sveriges riksbank, 2007.

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



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:7. Timgap
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

I scenariot antas också att omvärldens penningpolitik ändras för att motverka den stigande inflationen och den starkare efterfrågan (se tabell 8). Men det kan inte uteslutas att det ansträngda ekonomiska läget i omvärlden leder till att utländska räntor stiger mindre än vad som här antagits. Detta skulle i så fall även kunna bromsa ränteuppgången i Sverige, då växelkursen i annat fall skulle kunna komma att förstärkas alltför mycket.

■ ■ Scenario: Högre svensk tillväxt

I Sverige har återhämtningen efter den djupa lågkonjunkturen gått oväntat snabbt. Under det senaste året har därför de flesta prognosmakare, däribland Riksbanken, gjort tämligen stora revideringar av sina prognoser för tillväxten under 2010 och 2011. Om tillväxten återigen blev oväntat hög, skulle konsekvenserna för penningpolitiken bero på vilka drivkrafter som låg bakom.

■ ■ Högre produktivitet eller högre efterfrågan?

I svenska data finns inget tydligt genomsnittligt samband mellan tillväxttakten i BNP och inflationstakten. Ibland åtföljs en hög BNP-tillväxt av en ökad inflationstakt, men lika ofta gäller det motsatta: BNP-tillväxten stiger (sjunker) samtidigt som inflationen faller (ökar). En tolkning av detta är att både störningar till efterfrågan och till produktiviteten är viktiga för utvecklingen av den svenska konjunkturen.

I Riksbankens nuvarande prognos väntas kalenderkorrigerad BNP växa med 4,4 procent 2011 och med 2,8 procent 2012. Även i denna prognos är utvecklingen både av nivån på den slutgiltiga efterfrågan och av tillväxttakten i produktiviteten viktig. Här speglas detta med ett scenario kallat "Högre svensk tillväxt".

Under framförallt 2011 och början av 2012 antas svensk ekonomi växa betydligt snabbare än i huvudscenariot. I scenariot presenteras två olika exempel på vad som skulle kunna orsaka en sådan oväntad uppgång i tillväxttakten. I det ena fallet beror uppgången på en högre inhemsk efterfrågan, i det andra på en oväntat hög produktivitet. Det ska påpekas att även om scenariot presenteras som en oväntat hög tillväxttakt, kan räkneexemplen lika väl användas för att spegla den motsatta risken: att tillväxttakten i svensk ekonomi mattas av på ett oväntat sätt.

■ ■ Högre efterfrågan ger högre inflation

Scenariot innebär att svensk BNP växer cirka 0,5 procentenheter mer under 2011 än i huvudscenariot. Året därpå blir tillväxttakten cirka 0,8 procentenheter högre (se diagram 2:6 och tabell 9). I fallet med en högre inhemsk efterfrågan är den viktigaste drivkraften en förändring av de svenska hushållens förväntningar om sina framtida inkomstökningar. Under första halvåret 2011 stärks hushållens framtidstro oväntat snabbt, med följden att de ökar sin efterfrågan

på varor och tjänster samtidigt som sparkvoten sjunker.⁷ Företagen märker av den oväntat höga efterfrågan och ökar takten i sina investeringar. Tillsammans skapar detta ett ökat behov av arbetskraft, en snabbare tillväxttakt och ett ökat inflationstryck (se diagram 2:7 och 2:8). Under 2012 och 2013 blir inflationen, mätt med KPIF, ungefär 0,2 respektive 0,1 procentenheter högre än i huvudscenariot.

■ ■ Högre produktivitet ger lägre inflation

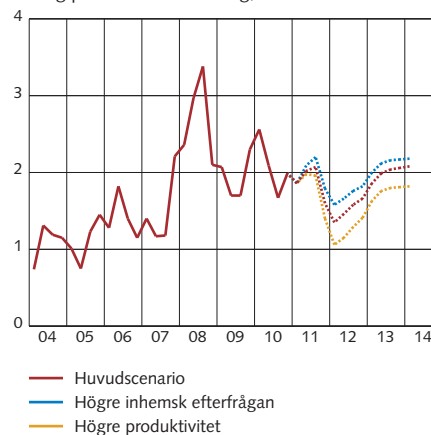
I det andra exemplet antas drivkrafterna bakom BNP-tillväxten vara en oväntat snabb förbättring av produktiviteten i stora delar av näringslivet. Det kan handla om att nya produktionsmetoder införs eller om att företagens personal används på ett bättre sätt. Resultatet blir att företagens kostnader sjunker.⁸ På grund av stelheter i företagens priser leder emellertid inte dessa förändringar omedelbart till sänkta priser och till motsvarande ökning i efterfrågan. Detta får till följd att antalet arbetade timmar utvecklas svagare än i huvudscenariot och att resursutnyttjandet på arbetsmarknaden normaliseras långsammare, något som här illustreras med timgapet (se diagram 2:7). Så småningom slår de lägre produktionskostnaderna också igenom på företagens priser. I exemplet med högre produktivitet blir inflationstakten mätt med KPIF cirka 0,3 procentenheter lägre än i huvudscenariot under 2012 och 2013.

■ ■ Penningpolitiken reagerar olika

Eftersom inflation och resursutnyttjande påverkas olika i de två exemplen, agerar även Riksbanken på olika sätt. I fallet med en högre inhemsk efterfrågan höjs reporäntan i snabbare takt än vad som antas i huvudscenariot. På så sätt hindras inflationen från att stiga alltför mycket över målet på 2 procent och resursutnyttjandet stabiliseras nära sin normala nivå. I fallet med en snabbare produktivitetsökning blir effekterna för penningpolitiken de motsatta. Här väljer Riksbanken att slå av på takten i räntehöjningarna, med följden att reporäntan under 2012 och 2013 ligger cirka 0,4 procentenheter under huvudscenariots räntebana (se diagram 2:9).

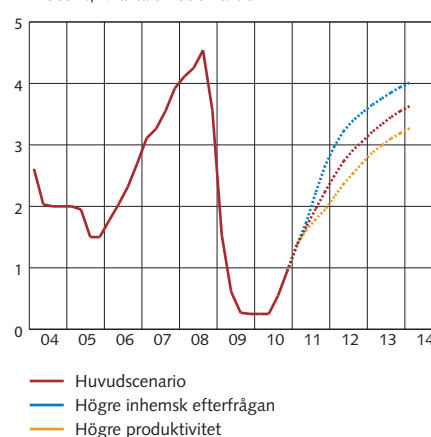
I scenariot antas drivkrafterna bakom BNP-tillväxten i bägge exemplen komma från den inhemska ekonomin. Omvärldens resursutnyttjande, inflation och räntepolitik antas därmed vara desamma som i huvudscenariot. Givet att penningpolitiken reagerar på olika sätt i de två exemplen, blir även effekterna på växelkursen olika. I fallet med högre inhemsk efterfrågan leder den högre reporäntebanan till en relativ förstärkning av kronans växelkurs, något som bidrar till att dämpa det ökade kostnadstrycket och det högre resursutnyttjandet.

Diagram 2:8. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:9. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden

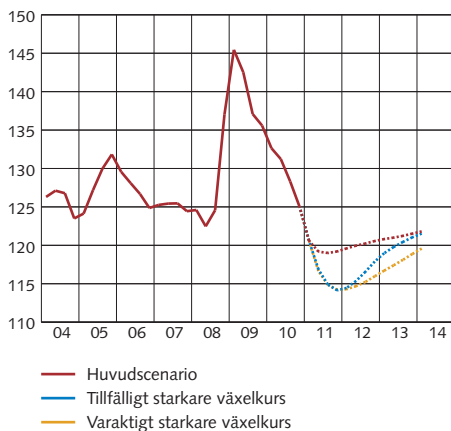


Källa: Riksbanken

7 I Ramses antas att både hushåll och företag i genomsnitt har korrekta förväntningar om den framtida utvecklingen, något som även gäller i detta scenario. I scenariot ändras förväntan på hushållens framtida livsinkomster. Dessa mer optimistiska förväntningar om den framtida inkomsten önskar hushållen omgående översätta i högre konsumtion. Följden blir att konsumtionen stiger så snart förväntningarna förändras, samtidigt som sparkvoten sjunker.

8 Under lågkonjunkturen har produktiviteten varierat framför allt inom tillverkningsindustrin, där en stor andel av produktionen säljs på export. Därför har påverkan på svenska konsumentpriser varit begränsad. I scenariot antas att produktiviteten växer snabbare i de flesta av näringslivets branscher och därför blir effekterna på konsumentpriserna jämförelsevis större.

Diagram 2:10. Konkurrensvägd växelkurs, TCW Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

I fallet med högre produktivitet blir växelkursen i stället svagare än i huvudscenariots prognos. Den relativt svagare växelkursen medverkar till att hålla uppe inflationen och resursutnyttjandet.

■ ■ Scenario: Starkare växelkurs

Kronans växelkurs har under de senaste månaderna stärkts betydligt och apprecieringen har skett något snabbare än vad som förutsågs i december månads penningpolitiska uppföljning. I nu liggande prognos bedöms kronans handelsviktade växelkurs (TCW) vara drygt 119 under 2011 och drygt 120 under 2012.

Huvudscenariots bedömning är naturligtvis förknippad med stor osäkerhet och man kan tänka sig flera olika skäl till varför kronans växelkurs kan komma att utvecklas svagare eller starkare. Om den reala ekonomin växer överraskande snabbt eller långsamt får detta konsekvenser för växelkursen. Sådana risker diskuteras i scenariot "Högre svensk tillväxt" som redovisas i det förra avsnittet. Här belyses i stället den osäkerhet som härrör från marknadens bedömning av kreditrisker, och de finansiella flöden som kan uppkomma om sådana bedömningar ändras på ett oväntat sätt. I scenariot "Starkare växelkurs" apprecierar kronan oväntat snabbt under 2011 på grund av förändringar i de relativa riskpremier som förknippas med svenska respektive utländska finansiella tillgångar. Två olika räknexempel illustrerar att en förstärkning av växelkursen av en given storlek kan få olika penningpolitiska konsekvenser beroende på förändringens varaktighet.

■ ■ Starkare växelkurs ger lägre inflation och ränta

I scenariot "Starkare växelkurs" leder oväntade förändringar i riskpremier till att kronans växelkurs stärks betydligt mer än i huvudscenariot. Under 2011 sjunker kronans handelsviktade växelkursindex (TCW) successivt och ligger vid årets slut kring 115 (se diagram 2:10). En oväntad förstärkning eller försvagning av kronans växelkurs kan naturligtvis bli både större och mindre än vad som antagits här. Effekterna på övriga variabler kan då skalas upp eller ned i motsvarande grad.

I exemplet med en tillfällig förstärkning antas förändringen i svenska riskpremier relativt utlandet ske genom successiva överraskningar, vilka förväntas klinga av relativt snabbt. Under 2012 försvagas kronan igen och närmar sig den prognos för växelkursen som antagits i huvudscenariot. I exemplet med en mer varaktigt starkare kronkurs antas förändringen i riskpremier bero på en mer grundläggande förändring i bedömningen av svenska kreditrisker jämfört med kreditriskerna i andra länder. När bedömningen ändras leder detta till en förstärkning av samma storleksordning som i exemplet med en tillfällig nedgång i kronans växelkurs, men apprecieringen väntas bestå under en längre tid. Eftersom de två exemplen förutsätter olika förväntningar om kronans fortsatta växelkurs blir konsekvenserna för inflation, resursutnyttjande och penningpolitik något olika.

När kronan stärks snabbare än i huvudscenariot påverkar det både importpriser och prissättningen på svenska varor. Då importpriserna faller väljer även en del svenska företag att sänka sina priser i syfte att försvara sina marknadsandelar. Att prisökningstakten blir lägre leder också till att företagens kostnader sjunker. Insats- och råvaror blir billigare relativt huvudscenariot, och på sikt leder den starkare växelkursen dessutom till viss återhållsamhet i lönebildningen. Sammantaget blir effekten att inflationen blir lägre än vad som antas i huvudscenariot (se diagram 2:11).

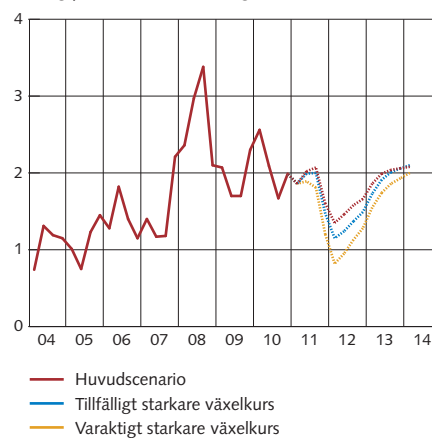
■ ■ Tillfälligt starkare växelkurs ger små effekter

I fallet med en tillfällig förstärkning blir inflationen mätt med KPIF 0,1 procentenheter lägre under 2011 och 0,2 procentenheter lägre under 2012. I fallet med en mer varaktig förstärkning av växelkursen blir effekterna på inflationen något större eftersom både företag och hushåll förväntar sig att den starkare kronkursen ska bestå. KPIF-inflationen blir under dessa antaganden 0,2 procentenheter lägre än i huvudscenariot 2011 och 0,5 procentenheter lägre under 2012.

Via lägre nettoexport får den starkare växelkursen även effekter på resursutnyttjandet i svensk ekonomi, något som här exemplifieras med hjälp av timgapet (se diagram 2:12). Som redan nämnts bidrar detta till det något lägre kostnadstrycket. För att motverka ett alltför stort fall i inflation och resursutnyttjande väljer Riksbanken att höja reporäntan i något långsammare takt än vad som antagits i huvudscenariot. I alternativet med en tillfällig förstärkning är räntebanan som mest cirka 0,4 procentenheter lägre än i huvudscenariot. Om orsakerna bakom förstärkningen leder till en förväntan om en fortsatt stark växelkurs får Riksbanken anledning att göra större justeringar i räntebanan, eftersom effekterna på framförallt inflationen i detta fall blir större (se diagram 2:13).

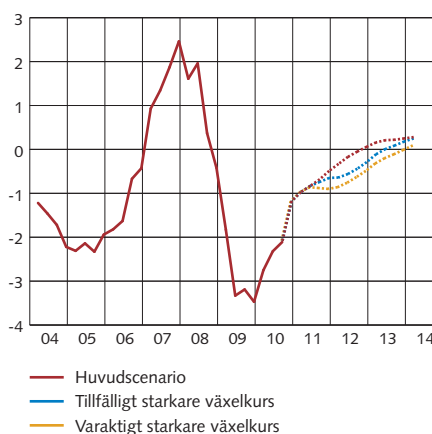
Avslutningsvis finns det skäl att kort beröra frågan om den långsiktiga nivån på Sveriges reala växelkurs. Med detta menas den nivå som den reala växelkursen tenderar att gå emot på lång sikt. Denna nivå bestäms av bland annat Sveriges relativa BNP-utveckling gentemot omvärlden, vårt bytesförhållande mot omvärlden (terms-of-trade), samt vår nettoställning mot utlandet.⁹ Sveriges utrikeshandel har under en längre period uppvisat relativt stora överskott. Framöver väntas dessa överskott minska, vilket är förenligt med en starkare real växelkurs. Det kan finnas skäl att tro att vi nu ser en anpassning av den reala växelkursen mot en långsiktig nivå som är starkare än vad som hittills antagits, och att överskotten i utrikeshandeln framöver kommer att minska i snabbare takt än väntat. Om en sådan anpassning utgör en del av förklaringen till kronans appreciering, kan effekterna på inflation och resursutnyttjande förväntas bli annorlunda än vad som antagits i scenariot ovan.

Diagram 2:11. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



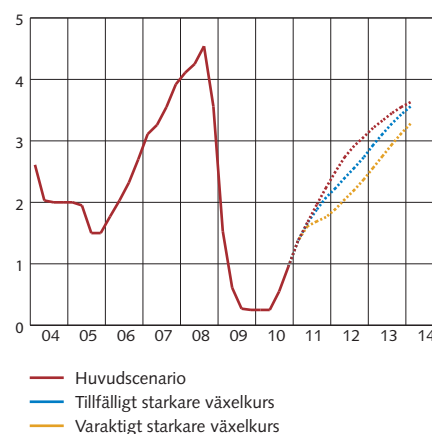
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:12. Timgap
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

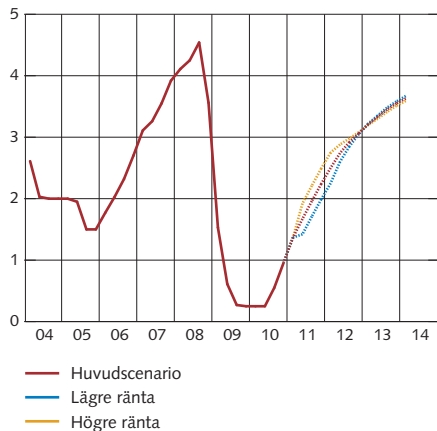
Diagram 2:13. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

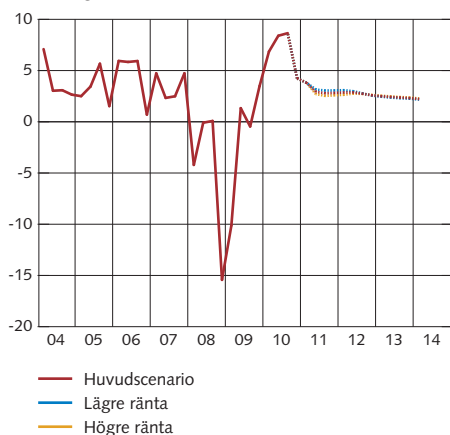
⁹ Se B. Lagerwall och M. Nessén, "Kronans långsiktiga utveckling", *Ekonomiska kommentarer* nr 6, 2009, Sveriges riksbank.

Diagram 2:14. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



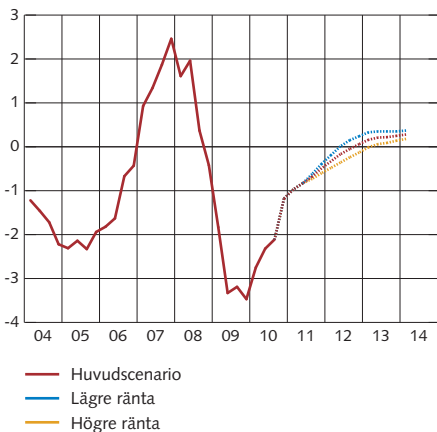
Källa: Riksbanken

Diagram 2:15. BNP
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:16. Timgap
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

Växelkursen påverkas kontinuerligt av tillfälliga störningar och av strukturella förändringar. Effekterna för inflation och resursutnyttjande beror i allmänhet på de bakomliggande orsakerna till förändringen. Vad som är en väl avvägd penningpolitik beror alltså inte primärt på utvecklingen av växelkursen, utan av skälen till fluktuationerna i kronkursen och konsekvenserna för inflationen och resursutnyttjandet.

Alternativa scenarier för reporäntan

Hur skulle svensk ekonomi utvecklas om Riksbanken valde en annan penningpolitik än den som antas i huvudscenariot? I detta avsnitt redovisas två alternativa scenarier för reporäntan och de effekter som dessa medför för resursutnyttjande och inflation. I det första scenariot väljer Riksbanken en bana för reporäntan som från och med andra kvartalet i år och fyra kvartal framåt ligger 0,25 procentenheter över huvudscenariots räntebana. I det andra scenariot visas effekterna av att Riksbanken under motsvarande period sätter reporäntan 0,25 procentenheter under huvudscenariots räntebana (diagram 2:14).

■ ■ Högre reporänta dämpar efterfrågan

I scenariot "Högre ränta" leder den snabbare takten i räntehöjningarna till att banker och andra finansinstitut höjer sina spar- och utlåningsräntor ungefär i motsvarande grad. Eftersom hushållen möter högre räntor, önskar de öka sitt sparande, och de minskar därför sin konsumtion. Följden blir att svenska företag möter en något lägre efterfrågan på varor och tjänster. Detta leder i sin tur till en lägre efterfrågan på arbetskraft, och till att företagen slår av något på takten i sina investeringar. Till det senare bidrar även de högre räntorna.

När räntorna höjs ökar avkastningen på svenska tillgångar relativt utländska tillgångar, vilket påverkar kronans nominella växelkurs: under de fyra kvartalen med högre reporänta är växelkursen något starkare än i huvudscenariots prognos. Kronans appreciering bidrar till den lägre efterfrågan på varor och tjänster som produceras i Sverige. Som ett resultat av den lägre efterfrågan blir både tillväxt och resursutnyttjande något lägre än i huvudscenariot (se diagram 2:15 till 2:18). En lägre efterfrågan leder även till att företagen slår av på prisökningstakten, med följderna att inflationen sjunker i förhållande till huvudscenariot (se diagram 2:19 och 2:20).

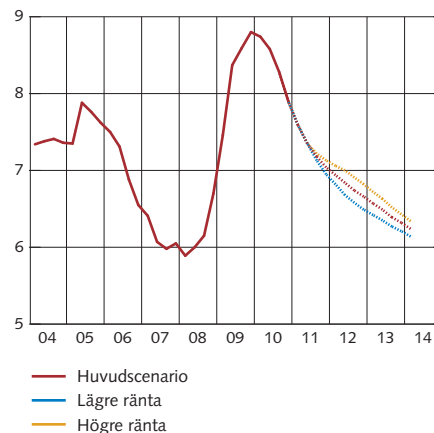
■ ■ Lägre reporänta ökar efterfrågan

I scenariot med lägre ränta blir effekterna på hushållens sparande och konsumtion de omvända. Den lägre avkastningen på sparande och de lägre bostadsräntorna leder till att hushållen ökar sin konsumtion, vilket leder till högre efterfrågan. Följaktligen blir BNP-tillväxten och resursutnyttjandet högre än i huvudscenariot (diagram 2:15 till 2:18), samtidigt som inflationen blir något högre (diagram 2:19 och 2:20). Även effekterna på växelkursen blir de omvända jämfört med scenariot med högre ränta.

■ ■ Väl avvägd penningpolitik i huvudscenariot

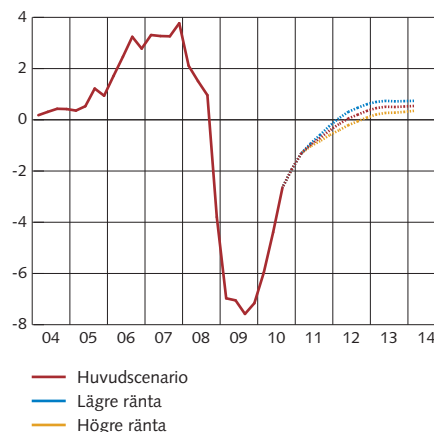
I scenariot med högre ränta blir KPI-inflationens avvikelse från målet på 2 procent mindre än i huvudscenariot. En mindre expansiv penningpolitik leder emellertid också till att den underliggande inflationen, mätt med KPIF, blir förhållandevis låg. Det omvända gäller för scenariot med en lägre räntebana: KPI-inflationen ligger längre från målet samtidigt som den underliggande inflationen hålls närmare 2 procent. En samlad bedömning ger vid handen att det i nuläget finns en del lediga resurser svensk ekonomi. Resursutnyttjandet stiger gradvis och väntas mot slutet av prognosperioden vara normalt eller något över normalt. I scenariot med en lägre räntebana blir resursutnyttjandet i slutet av prognoshorisonten ännu något högre. Mot denna bakgrund bedöms huvudscenariots räntebana vara välavvägd.

Diagram 2:17. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften



Källor: SCB och Riksbanken

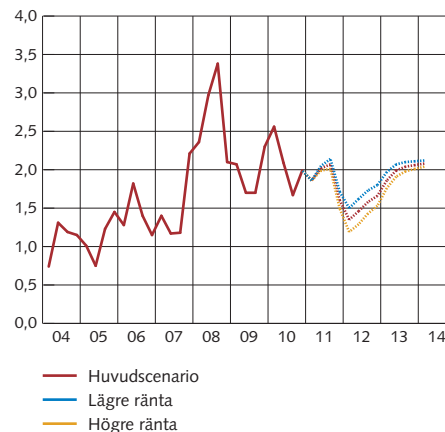
Diagram 2:18. BNP-gap
Procent



Anm. Avser BNP:s avvikelse från sin trend beräknat med en produktionsfunktion.

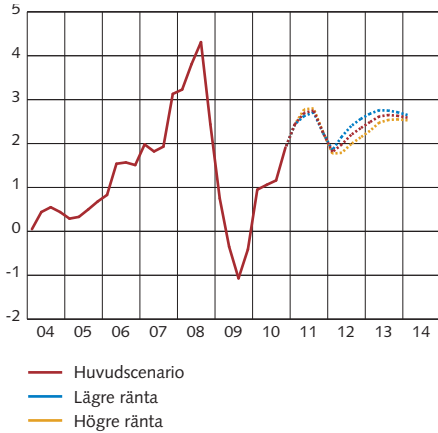
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:19. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:20. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. Prognosen för KPI avser den årliga förändringstakten i reviderade indextal (den så kallade inflations-takten).

Källor: SCB och Riksbanken

De penningpolitiska alternativ som redovisats i detta avsnitt har utgått från de prognoser för inflation och resursutnyttjande som ges av huvudscenariot. Antagandena bakom huvudscenariots prognos redovisas utförligt i kapitel 1 i denna rapport. Andra antaganden om utvecklingen för ekonomin i Sverige och i utlandet kan motivera prognoser för inflation och resursutnyttjande som skiljer sig från huvudscenariot. Några sådana exempel har också redovisats i det här kapitlet. Det rör sig om scenarier som leder till en högre inflation i omvärlden, en högre svensk tillväxt och en starkare växelkurs. Ytterligare ett exempel ges i fördjupningen "Lägre styrränta i omvärlden och i Sverige". Alla dessa scenarier klargör att med andra prognoser för inflation och resursutnyttjande ändras förutsättningarna för Riksbankens penningpolitiska avvägningar.

I detta kapitel redogörs för nyinkommen information sedan den penningpolitiska uppföljningen i december samt Riksbankens bedömning av de ekonomiska utsikterna för de närmaste kvartalen.

BNP i Sverige växer snabbt samtidigt som arbetsmarknaden fortsätter att förbättras. Stora uppgångar i råvarupriserna har medfört att inflationen har stigit i både Sverige och omvärlden. Till viss del motverkas uppgången i den svenska inflationen av att kronan har fortsatt att förstärkas. Ökningstakten i bostadspriserna och utlåningen

till hushållen har mattats av något samtidigt som boräntorna stigit.

Utvecklingen i omvärlden är fortsatt delad och i tillväxtekonomierna har man redan påbörjat penningpolitiska åtstramningar.

I euroområdet tyder indikatorer på en fortsatt återhämtning, men osäkerheten kring hållbarheten i statsfinanserna i flera europeiska länderna kvarstår.

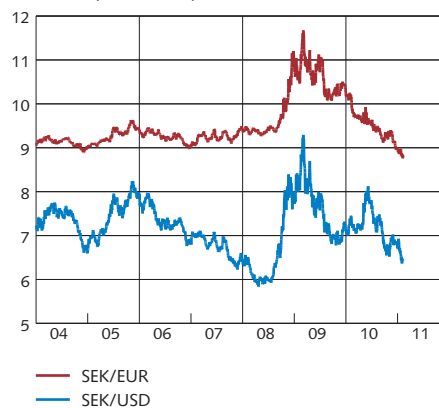
Återhämtningen i den amerikanska ekonomin har stärkts något men förbättringen på arbetsmarknaden går fortsatt långsamt.

■ Kronan är fortsatt stark

Under finanskrisen försvagades kronan kraftigt. Allt eftersom osäkerheten om bland annat utvecklingen i Baltikum avtog och världshandeln vände upp, stärktes kronan gradvis. Men det var först under våren 2010 som kronan på allvar började återvända till de nivåer som rådde innan krisen bröt ut hösten 2008. Den svenska ekonomin har utvecklats betydligt starkare än flera av våra största handelspartners. Tillväxten i Sverige är stark och statens finanser stabila, varför kronan just nu framstår som en attraktiv och trygg investering.

Kronan har fortsatt att stärkas mot de flesta större valutor sedan det penningpolitiska mötet i december och handlas nu för under 9 kronor per euro (se diagram 3:1).

Diagram 3:1. Växelkurser
Kronor per euro respektive dollar



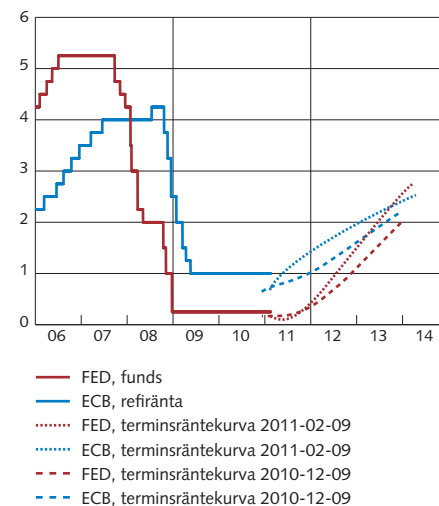
Källa: Reuters EcoWin

■ Räntorna stiger på de finansiella marknaderna

Under hösten har reporäntan höjts i september, oktober och i december. Besluten har varit förväntade och därför endast lett till små rörelser i marknadsräntorna. Enligt marknadens prissättning och enkäter väntas ytterligare räntehöjningar vid de penningpolitiska mötena under våren.

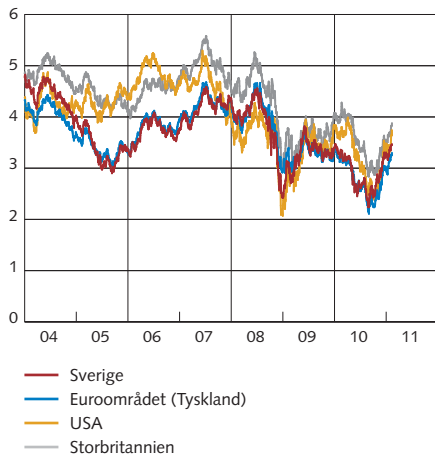
I euroområdet och i USA har de penningpolitiska förväntningarna enligt marknadens prissättning stigit sedan i december (se diagram 3:2). Enligt prissättningen höjs styrräntan i USA någon gång under första halvåret 2012, vilket också är i linje med enkätförväntningarna. I euroområdet har ett mer uttalat inflationsfokus bidragit till att räntorna stigit, och en första höjning väntas andra halvåret av 2011. Även i Storbritannien har de penningpolitiska förväntningarna stigit enligt marknadens prissättning sedan i december. Styrräntan väntas höjas redan under andra halvåret 2011.

Diagram 3:2. Styrränteförväntningar mätt med marknadspriser i euroområdet och i USA
Procent

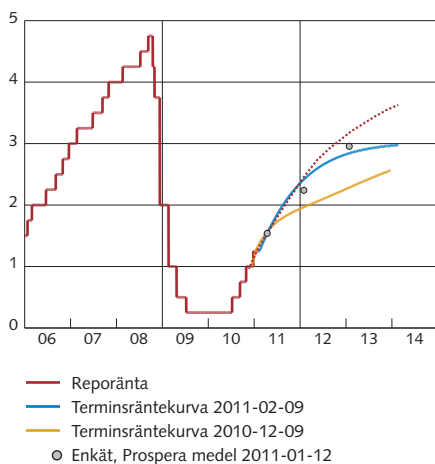


Anm. Terminräntorna har justerats för riskpremier och beskriver då förväntad dagslåneränta, vilket inte alltså motsvarar den officiella styrräntan.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram 3:3. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent

Källa: Reuters EcoWin

Diagram 3:4. Reporänteförväntningar mätt med marknadspriser och enkät i Sverige
Procent

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

Källor: Reuters EcoWin, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

Räntorna på statsobligationer har stigit under hösten i takt med att konjunkturutsikterna ljusnat i såväl Sverige som i stora delar av omvärlden (se diagram 3:3). Detta gäller för statsobligationer på både korta och långa löptider. Oron för hållbarheten i statsfinanserna i de europeiska länderna har, trots EU:s och IMF:s gemensamma stödlån till Irland i november, spridit sig till främst Portugal, där ränteskillnaden mot tyska statsobligationer nu är högre än i höstas.

■ ■ Förväntningar om fortsatta räntehöjningar i Sverige

Sedan publiceringen av den senaste penningpolitiska uppföljningen har de penningpolitiska förväntningarna, enligt marknadens prissättning, skiftat upp. Även de penningpolitiska förväntningarna enligt Prosperas enkäter har skiftat upp, och ligger nu ungefär i linje med Riksbankens reporäntebana (se diagram 3:4).

Att använda marknadens prissättning som ett mått på penningpolitiska förväntningar är förknippat med en rad antaganden och därmed också med osäkerhet. Detta gäller i synnerhet för lite längre löptider, bortom cirka ett år. Marknadsräntorna speglar i första hand förväntningar om utvecklingen av den framtida reporäntan. Men även olika former av riskpremier påverkar marknadsräntorna.

När Riksbanken gör prognoser för långa marknadsräntor baseras dessa därför både på reporäntebanan och på en bedömning av hur dessa premier utvecklas. Se fördjupningen "Hur gör Riksbanken prognoser på längre marknadsräntor?"

■ ■ Riksbankens balansräkning krymper

I december och i januari förföll Riksbankens sista extraordinära lån till bankerna om totalt 5,5 miljarder kronor. Det innebär att alla Riksbankens extraordinära åtgärder som vidtogs under krisen nu är helt avvecklade. Riksbankens balansomslutning har till följd av detta närmast sig den omfattning som rådde före krisen 2008. Den skillnad i balansomslutningen som kvarstår beror på att Riksbanken stärkt valutareserven under 2010.

Federal Reserve annonserade i samband med sitt penningpolitiska möte i november att de skulle börja köpa statsobligationer för upp till 600 miljarder dollar till och med andra kvartalet 2011. Dessa köp fortgår som planerat och bidrar till att Federal Reserves balansomslutning fortfarande ökar i omfattning.

■ ■ Inflation stiger snabbare i tillväxtekonomierna

Stigande priser på råvaror och energi har bidragit till att höja inflationen i världen (se diagram 3:5). Det är den höga tillväxten och därmed höga efterfrågan på råvaror i tillväxtekonomierna som bedöms ligga bakom en stor del av prisökningarna (se diagram 3:6). Ytterligare en faktor som påverkat framförallt priserna på jordbruksprodukter är de dåliga skördarna som uppstått på grund av ogynnsamt väder.

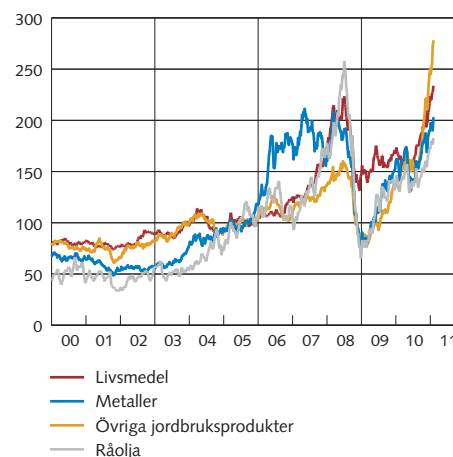
När råvarupriserna på jordbruksprodukter stiger får det generellt sett ett kraftigare genomslag på inflationen i länder med en stor andel livsmedel i konsumtionen. Till den gruppen hör flera av tillväxtekonomierna. Så har också inflationen stigit kraftigt i flera av de asiatiska länderna under de senaste månaderna. I Kina har inflationen exempelvis legat över centralbankens mål för 2010 på 3 procent under de senaste månaderna och även i Indien är inflationen hög (se diagram 3:7). I Brasilien har inflationen stigit under hösten och var i januari 6,0 procent, vilket är högre än inflationsmålet på 4,5 procent. Även i Ryssland fortsatte inflationen att stiga i januari till följd av högre priser på livsmedel och energi, och ligger nu på 9,6 procent (se diagram 3:7).

Tillväxtekonomierna i Asien drabbades mindre av den finansiella krisen än många utvecklade ekonomier och de har därför inte lika mycket ledig kapacitet som kan hålla tillbaka den underliggande inflationen. Många centralbanker i regionen har därför redan vidtagit åtgärder för att strama åt penningpolitiken. I flera länder har styrräntan höjts under hösten.

■ ■ Högre konsumtion lyfter tillväxten i USA

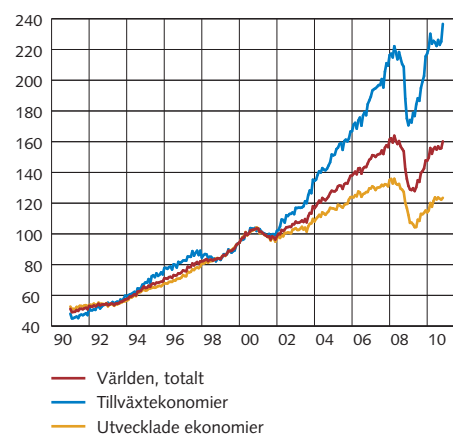
Tillväxten i USA var god i slutet av förra året. BNP steg med 3,2 procent det fjärde kvartalet jämfört med det tredje kvartalet, uppräknat till årstakt. Utfallet var starkare än den prognos som gjordes i den penningpolitiska uppföljningen i december. Det var främst hushållens konsumtion och en stark export som bidrog till BNP-tillväxten.

Diagram 3:5. Råvarupriser
Index 2005 = 100, USD



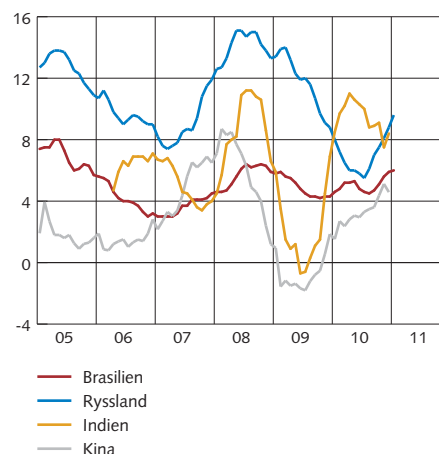
Källor: The Economist och Intercontinental Exchange

Diagram 3:6. Världshandelsvolym
World trade monitor index, 2000 = 100, säsongsrensade data



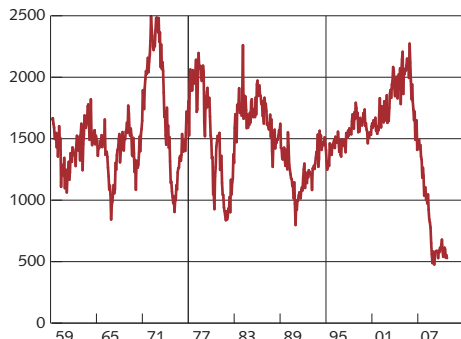
Källa: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Diagram 3:7. Inflation i Brasilien, Ryssland, Indien och Kina
Årlig procentuell förändring



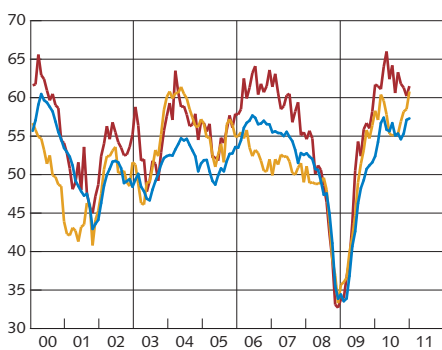
Källor: OECD, Federal State Statistics Service, Russia, Office of the Economic Adviser to the Government of India och National Bureau of Statistics of China

Diagram 3:8. Bostadsbyggande i USA
Antal nybyggnader av bostäder per månad
uppräknat till årstakt, 1000-tal



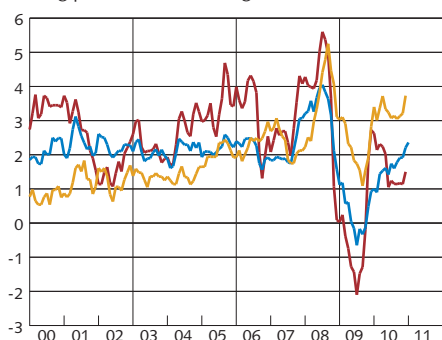
Källa: U.S. Census Bureau

Diagram 3:9. Inköpschefsindex i tillverkningsindustrin
Index över 50 indikerar tillväxt



Källor: Institute for Supply Management, Markit Economics och Swedbank

Diagram 3:10. Konsumentpriser
Årlig procentuell förändring



Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och OECD

Efterfrågan på den amerikanska bostadsmarknaden är fortfarande svag och bostadsbyggandet är mycket lågt (se diagram 3:8). Bostadsförsäljningen steg visserligen markant i december, men troligen främst till följd av en utfasning av offentliga subventioner vid bostadsköp i Kalifornien.

Inköpschefsindex för både tillverkningsindustrin och tjänstesektorn fortsatte att stiga i januari (se diagram 3:9). Företagens vinster som andel av BNP låg, enligt reviderad statistik, på en nivå på drygt 11 procent, under det tredje kvartalet. Det är en av de högsta nivåerna sedan mitten av 1960-talet. Sammantaget talar detta för en fortsatt god tillväxt under början av 2011.

Arbetsproduktiviteten ökar fortsatt relativt snabbt i USA. Den höga produktivitetstillväxten bidrar till att dämpa inflationstrycket och den underliggande inflationen rensad för livsmedel och energipriser låg kvar på en låg nivå, 0,8 procent i december (se diagram 1:8). KPI-inflationen är dock högre och steg i december med 0,4 procentenheter till 1,5 procent, främst på grund av stigande energipriser (se diagram 3:10). Inflationsförväntningarna har också fortsatt att stiga både enligt enkäter och marknadens prissättning.

■ ■ Långsam återhämtning på arbetsmarknaden i USA

När krisen bröt ut steg arbetslösheten i USA dramatiskt. Uppgången var den största under hela efterkrigstiden (se diagram 3:11). Under 2010 och början av 2011 har arbetslösheten långsamt fallit tillbaka. Den sjönk i januari till 9,0 procent främst till följd av att många lämnade arbetsmarknaden. Sysselsättningen fortsatte att öka i januari efter att under det fjärde kvartalet stigit med i genomsnitt knappt 130 000 arbetstillfällen per månad. Läget på arbetsmarknaden fortsätter således att förbättras.

Jämfört med utvecklingen i Sverige har arbetslösheten stigit betydligt mer i USA och återhämtningen väntas ta mycket längre tid (se fördjupning "Finanskrisens effekter på arbetsmarknaden – en jämförelse av Sverige, euroområdet och USA").

■ ■ Dämpad tillväxt och högre inflation i euroområdet

Euroområdets BNP ökade med 1,4 procent i uppräknad årstakt under tredje kvartalet jämfört med andra kvartalet. Inkommande data och förtroendeindikatorer tyder på att fjärde kvartalet blir något starkare än vad som förväntades i den penningpolitiska uppföljningen. Både industriproduktionen och orderingången till industrin har fortsatt att stiga under november månad.

Företagens förtroende är fortsatt starkt. Inköpschefsindex för såväl tillverkningsindustrin som tjänstesektorn ligger fortsatt på höga nivåer (se diagram 3:9). Omsättningen i detaljhandeln fortsätter däremot att utvecklas svagt i euroområdet och föll i december (se diagram 3:12). Konsumentförtroendet föll också tillbaka något i det senaste utfallet för januari och ligger nu på ett historiskt genomsnitt. Sammantaget pekar informationen för euroområdet på en stark utveckling inom industrin, men en svagare utveckling av konsumtionen framöver.

Den tyska ekonomin fortsätter att driva tillväxten i euroområdet. BNP ökade med 3,6 procent under helåret 2010 efter att ha fallit med 4,7 procent 2009. Tyska IFO-index för januari steg för åttonde månaden i rad vilket är en av flera indikatorer som tyder på fortsatt hög tillväxt i Tyskland. Tillväxten i många andra länder inom euroområdet är mer måttlig eller till och med negativ i vissa fall, som exempelvis i Grekland. Oron kring vissa länders statsfinansiella situation kvarstår och betydande finanspolitiska åtstramningar väntas i stora delar av euroområdet under 2011.

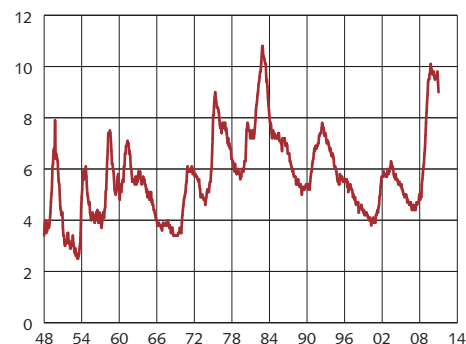
Inflationstakten i euroområdet steg från 2,2 procent i december till 2,4 procent i januari, framförallt på grund av högre priser på energi och livsmedel.

Efter att ha fallit med cirka 2,5 procent i samband med den finansiella krisen har sysselsättningen i euroområdet stabiliserats under 2010. Sysselsättningen var fortsatt oförändrad under tredje kvartalet jämfört med andra kvartalet. Arbetslösheten var oförändrad på 10 procent i december, vilket är ungefär samma nivå som arbetslösheten legat på sedan april 2010.

■ ■ Varierande tillväxt och hög inflation i närområdet

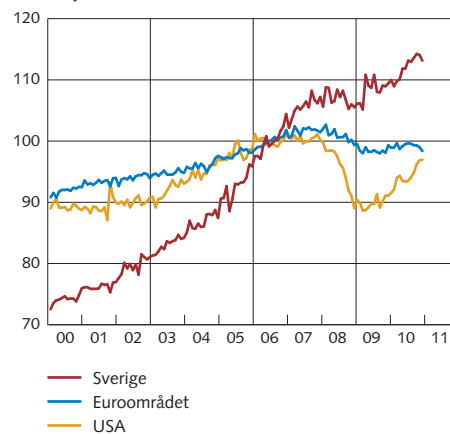
Dansk BNP steg enligt reviderad statistik med ca 4 procent under det tredje kvartalet jämfört med föregående kvartal i uppräknad årstakt. Det var något mer än väntat i december (se diagram 3:13). En återhämtning i konsumtionen och en stark export bidrog till den höga tillväxten. I år bedöms tillväxten dock dämpas, bland annat som följd av det finanspolitiska åtstramningspaket som antogs i maj förra året. Inflationen, som i december steg till 2,8 procent, väntas också falla tillbaka under 2011.

Diagram 3:11. Arbetslöshet i USA
Procent av arbetskraften



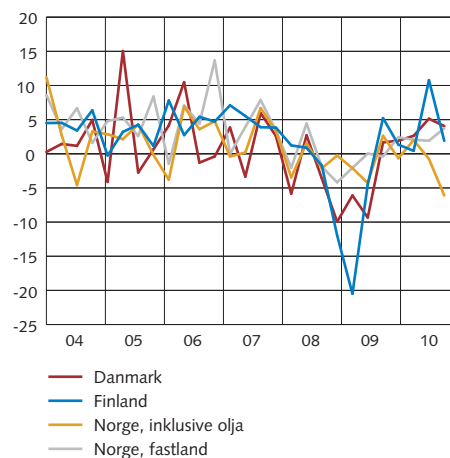
Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics

Diagram 3:12. Detaljhandelns omsättning
Volym, index 2006 = 100



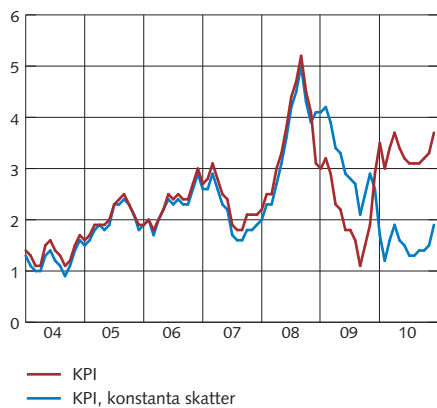
Källor: Eurostat, SCB och U.S. Census Bureau

Diagram 3:13. BNP i Danmark, Finland och Norge
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: Nationella källor

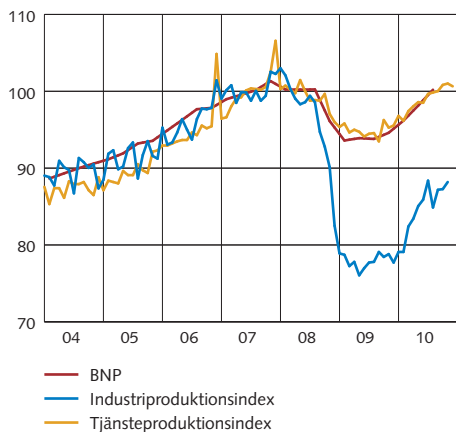
Diagram 3:14. Konsumentpriser i Storbritannien
Årlig procentuell förändring



Anm. KPI, konstanta skatter avser KPI exklusive effekter av förändrade indirekta skatter.

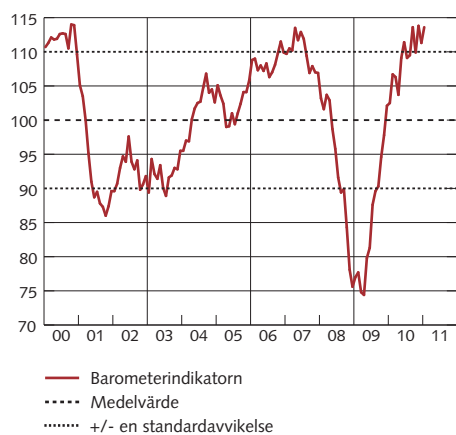
Källa: Eurostat

Diagram 3:15. BNP och produktion
Index, 2007 = 100



Källa: SCB

Diagram 3:16. Barometerindikatorn
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Källa: Konjunkturinstitutet

I Finland går återhämtningen på arbetsmarknaden trögt, sysselsättningen och arbetslösheten i december var ungefär på samma nivå som under 2009. BNP ökade måttligt under tredje kvartalet med 1,9 procent i uppräknad årstakt jämfört med kvartalet innan (se diagram 3:13) och månadsstatistik för framförallt industri- och byggproduktion talar för en stark inledning på fjärde kvartalet. Inflationen steg från 2,5 procent i november till 2,9 procent i december. Precis som i resten av euroområdet beror inflationsuppgången framförallt på stigande energipriser.

Norsk BNP föll med ca 6,1 procent under tredje kvartalet jämfört med andra kvartalet, i uppräknad årstakt (se diagram 3:13). Fallet i BNP-tillväxten beror dock huvudsakligen på ett kraftigt fall i olje- och gasproduktionen. Fastlands-BNP steg med 3,7 procent i uppräknad årstakt under samma period. En stark privat konsumtion bidrog även här till tillväxten. Inflationen steg kraftigt till 2,8 procent i december, främst till följd av snabbt stigande elpriser. Underliggande inflationsmått, som exkluderar effekterna av höjda elpriser, indikerar dock ett mer modest underliggande inflationstryck.

Enligt preliminär statistik för Storbritannien sjönk BNP med 2,0 procent under det fjärde kvartalet, uppräknat till årstakt. Inflationen har legat långt över centralbankens mål på 2 procent under de senaste månaderna och uppgick till 3,7 procent i december. Inflationen har varit hög under hela 2010 och detta beror främst på momshöjningar men även på stigande energi- och livsmedelspriser samt en svag valuta. Inflationen justerad för direkta effekter av förändringar i indirekta skatter, har inte stigit särskilt mycket och uppgick i december till 1,9 procent (se diagram 3:14).

■ ■ Fortsatt tillväxt i Sverige

Nationalräkenskaperna visade att den svenska ekonomin växte snabbt under tredje kvartalet 2010. Den starka utvecklingen innebär att produktionsvolymen är tillbaka på ungefär samma nivå som före krisen. Månadsinformation tyder på att ekonomin bromsade in något, men ändå fortsatte att växa under det fjärde kvartalet (se diagram 3:15).

Inköpschefsindex indikerar såväl en stark avslutning på året som en god inledning på 2011 (se diagram 3:9). Efter att ha fallit tillbaka något i december steg Barometerindikatorn igen i januari och ligger nu åter på toppnivåerna från hösten 2010 (se diagram 3:16). Uppgången var bred, och indikerar en fortsatt hög tillväxt.

Sammantaget visar indikatorerna att tillväxten var hög under fjärde kvartalet även om ökningstakten väntas bli svagare än under det rekordstarka tredje kvartalet (se diagram 1:2). Indikatorerna utvecklades också sammantaget starkt och prognosen för BNP-tillväxten 2011 är oförändrad sedan den penningpolitiska uppföljningen i december.

■ ■ Svensk export stiger i takt med att världshandeln fortsätter att växa

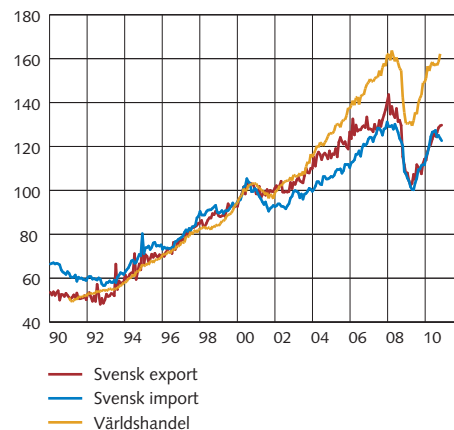
Världshandeln har utvecklats starkt under 2010 och steg kraftigt i november efter att ha växt i en något långsammare takt under sensommaren (se diagram 3:17). Den svenska exporten har i likhet med världshandeln utvecklats mycket starkt under 2010 (se diagram 3:17). Under krisen sjönk exporten av främst investerings- och insatsvaror dramatiskt. Det är nu framförallt dessa branscher som står för den starka uppgången i den svenska exporten. Utvecklingen i exporten hänger samman med den uppgång i investeringar som vi ser i stora delar av världen. Indikatorer som exportorderingsgången tyder på att exporten kommer att fortsätta stiga snabbt i början av 2011 (se diagram 3:18). Importen har också vuxit mycket snabbt under 2010. Det senaste halvåret tycks dock varuimporten ha minskat något vilket kan bero på att lageruppbyggnaden bromsat in (se diagram 3:17). Den totala importen väntas dock öka under de närmaste kvartalen när såväl export som inhemsk efterfrågan ökar.

■ ■ Svenska företag investerar allt mer

De fasta bruttoinvesteringarna steg kraftigt under det tredje kvartalet i år (se diagram 3:19). Investeringar i maskiner och bostäder bidrog mest till ökningen, men stora investeringar inom infrastruktur och offentliga byggnader, såsom nya Karolinska sjukhuset, ledde till att även den offentliga sektorns investeringar ökade kraftigt.¹⁰ Antalet påbörjade flerbostadshus under de tre första kvartalen 2010 var mer än dubbelt så många som under motsvarande period året innan. Bygandet av småbostadshus har dock inte ökat lika kraftigt. De totala investeringarna bedöms ha fortsatt att öka under slutet av året, men något långsammare än under tredje kvartalet.

Kapacitetsutnyttjandet inom industrin stiger, men enligt Riksbankens företagsintervjuer finns fortfarande utrymme att öka produktionen. Enligt konjunkturbarometern har kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin stigit kraftigt, men når inte upp till de höga nivåer som rådde före krisen. I den senaste investeringsenkäten anger företagen inom industrin att de planerar att öka sina investeringar med 10 procent under 2011. I Riksbankens företagsintervjuer uppger

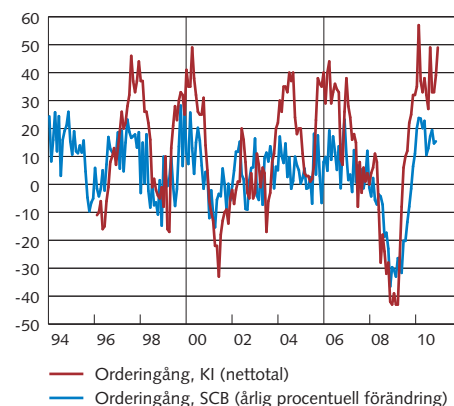
Diagram 3:17. World trade monitor index och svensk utrikeshandel med varor i fasta priser Index, 2000 = 100, säsongrensade data



Anm. Fasta priser för svensk utrikeshandel har beräknats av Riksbanken.

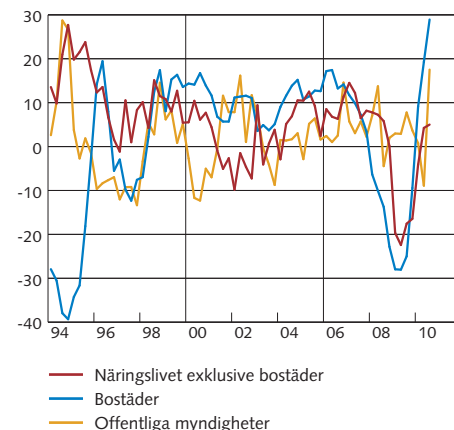
Källor: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, SCB och Riksbanken

Diagram 3:18. Exportorderingsgång
Nettotala respektive årlig procentuell förändring



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

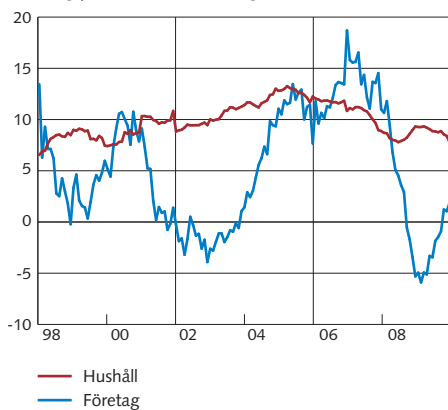
Diagram 3:19. Fasta bruttoinvesteringar
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

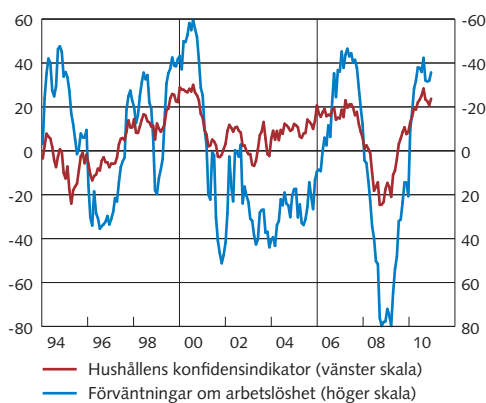
¹⁰ När det gäller de offentliga investeringarna så medför bokföringsprocedurer att byggprojekt, såsom Nya Karolinska, huvudsakligen bokförs under en avgränsad period trots att själva investeringen fortlöpt under en längre period. Detta innebär att uppgången i investeringarna under just det tredje kvartalet sannolikt överdrivs i de preliminära nationalräkenskaperna.

Diagram 3:20. Utlåning till hushåll och företag
Årlig procentuell förändring



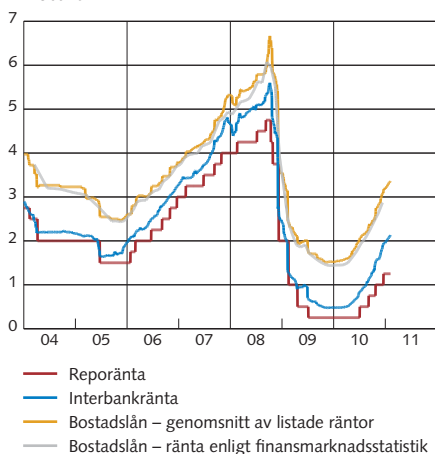
Källa: SCB

Diagram 3:21. Hushållens konfidensindikator och förväntningar om arbetslöshet
Nettotal



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:22. Korta räntor i Sverige
Procent



Anm. Avser genomsnittet av tremånaders listade boräntor från banker och bostadsinstitut, tremånaders interbankränta samt månadsgenomsnitt för tremånaders boränta för bolåneinstitutets nya utlåning enligt Riksbankens finansmarknadsstatistik. Listade bostadsräntor är de räntor som Nordea, SBAB, SEB, Spintab och Stadshypotek publicerar bland annat i dagspressen.

Källor: Reuters EcoWin, SCB och Riksbanken

företagen också att de avser att fortsätta investera, men i måttlig takt. Den totala utlåningen till icke-finansiella företag från monetära finansiella institut uppvisar en fortsatt positiv tillväxttakt på 1,8 procent i december (se diagram 3:20). Sammantaget tyder detta på att investeringarna fortsätter att återhämta sig framöver.

■ ■ Starka offentliga finanser

Det finansiella sparandet i den offentliga sektorn har förstärkts anmärkningsvärt mycket under de tre första kvartalen 2010. Det förklaras främst av den snabba vändningen på arbetsmarknaden. Utgifterna för arbetslöshetsersättning minskar, liksom utgifterna för ohälsa. Preliminära skatteinbetalningar tyder även på att företagsskatterna har ökat under 2010. För helåret 2010 väntas det offentliga finansiella sparandet bli positivt och uppgå till 0,6 procent av BNP.

■ ■ Optimistiska hushåll och stark konsumtion

Hushållens konsumtion ökade kraftigt under tredje kvartalet 2010. Under det fjärde kvartalet utvecklades omsättningen i detaljhandeln, och då i synnerhet försäljningen av dagligvaror, relativt svagt (se diagram 3:12). Däremot ökade hushållens inköp av bilar betydligt. Sammantaget bedöms konsumtionen ha ökat i relativt snabb takt under fjärde kvartalet om än något svagare än under det tredje kvartalet.

Konsumentförtroendet har legat på en hög nivå en längre tid och steg ytterligare i januari. Hushållen är mycket mer optimistiska om framtiden än normalt (se diagram 3:21). Detta tillsammans med en fortsatt positiv utveckling av hushållens nybilsregistreringar under inledningen av året tyder på en fortsatt hög konsumtionstillväxt.

■ ■ Stigande boräntor och minskad ökningstakt i bostadspriserna

I takt med att Riksbanken successivt har höjt reporäntan sedan juli 2010 har även marknadens penningpolitiska förväntningar om ytterligare höjningar successivt stigit. Detta har bidragit till att de rörliga räntorna som hushållen betalar för sina lån har stigit. De rörliga boräntorna har dock stigit mer än reporäntan (diagram 3:22). Detta kan bero på flera faktorer. En orsak är sannolikt det faktum att Riksbankens tre fasträntelån till bankerna förfallit under 2010. En viktig anledning till att de infördes under 2009 var just att Riksbanken ville få ned de räntor som hushåll och företag möter. Nu när dessa lån är utfasade sker bankernas finansiering till rådande marknadsvillkor och räntorna stiger igen. Till bilden hör också nya bankregleringar som kan påverka bankernas finansieringskostnader (se fördjupning "Effekter av Basel III på den makroekonomiska utvecklingen"). Reglerna har visserligen inte trätt i kraft ännu, men det går inte att utesluta att prissättningen på de finansiella marknaderna redan nu påverkas av dessa i någon mån.

De bundna boräntorna har också stigit men här verkar utvecklingen gå mer i takt med andra jämförbara långa obligationsräntor. Andelen hushåll som väljer att binda sina lån har också ökat sedan mitten av 2009, men ungefär hälften av de nya lån som hushållen tar löper fortfarande till rörlig ränta.

Utlåningen till hushållen ökade i december med 7,8 procent jämfört med ett år tidigare. Det är betydligt mer än vad hushållens inkomster ökade med, men ändå den lägsta ökningstakt som noterats sedan 2001 (diagram 3:20). Den ökade utlåningen betyder att hushållens skulder som andel av disponibel inkomst ökat snabbt. Även framöver bedöms skuldkvoten fortsätta att öka, men i en långsammare takt än tidigare. Samtidigt som ökningstakten i hushållens skuldsättning minskar noteras en avtagande trend i prisutvecklingen för såväl småhus som bostadsrätter. Att prisnivån inte ökar i samma utsträckning som tidigare kan vara en effekt av det bolånetak som Finansinspektionen införde i höstas,¹¹ men det kan också bero på Riksbankens genomförda, och förväntade, räntehöjningar.

■ ■ Fortsatt återhämtning på arbetsmarknaden

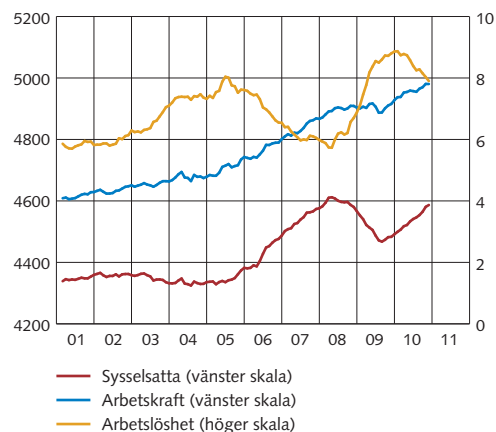
Arbetsmarknaden har återhämtat sig snabbt i Sverige. Visserligen försvann cirka 140 000 jobb i den svenska ekonomin till följd av krisen. Men det fjärde kvartalet 2010 hade cirka 120 000 av dessa återhämtats (se diagram 3:23). Trots att utbudet av arbetskraft har ökat starkt har arbetslösheten minskat sedan fjärde kvartalet 2009. Under november och december 2010 fortsatte antalet sysselsatta att öka, vilket var i linje med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen från december. Personer i arbetskraften och antalet arbetslösa blev lägre än förväntat.

Indikatorer tyder på att utvecklingen på arbetsmarknaden under inledningen av 2011 blir något starkare än prognoserna i den penningpolitiska uppföljningen. Antalet nyanmälda lediga platser redovisade av Arbetsförmedlingen visar att efterfrågan på arbetskraft stigit snabbt de senaste månaderna (se diagram 3:24). Framförallt gäller detta tjänstebranscherna, men även inom industrin stiger nu efterfrågan. Den senaste företagsbarometern från Konjunkturinstitutet visar också att allt fler företag planerar att fortsätta utöka personalstyrkan.

■ ■ Nedväxlad löneökningstakt under 2010

Det första kvartalet 2010 ökade lönerna preliminärt med 3,4 procent, enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet. Därefter har löneökningstakten växlat ner. Det beror bland annat på de låga löneavtal som slöts 2010. Under perioden april-november 2010 ökade

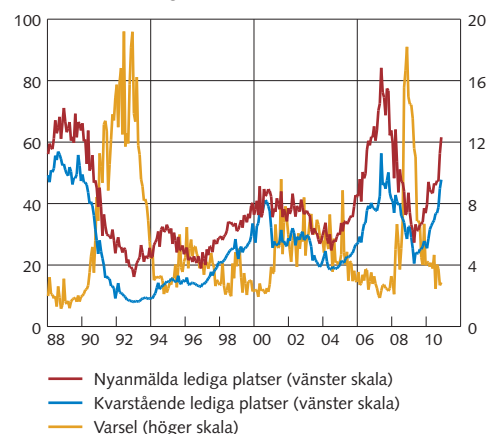
Diagram 3:23. Sysselsatta, arbetskraft och arbetslöshet
Tusentals personer respektive procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongsrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde.

Källor: SCB och Riksbanken

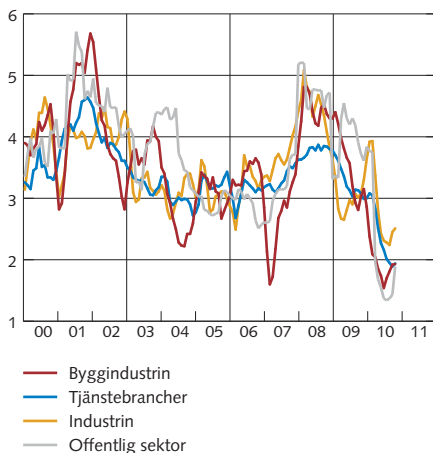
Diagram 3:24. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel
Tusental, säsongsrensade data



Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken

11 Se Finansiell Stabilitetsrapport 2010:2 för mer information om bolånetaket.

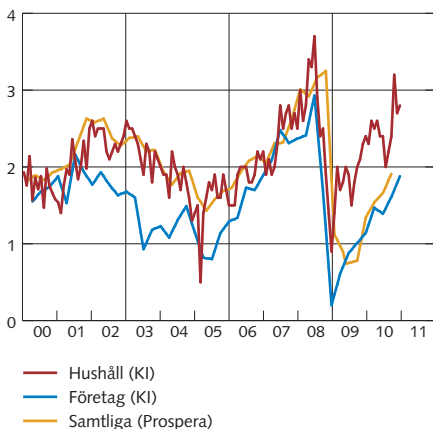
Diagram 3:25. Löner
Årlig procentuell förändring



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

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

Diagram 3:26. Inflationsförväntningar på ett års sikt
Procent



Anm. Hushåll är på månadsfrekvens, övriga kvartalsfrekvens.

Källor: Konjunkturinstitutet och TNS SIFO Prospera

lönerna med i genomsnitt 2,1 procent, enligt preliminära löneutfall. De preliminära löneutfallen under 2010 kommer dock att revideras upp när retroaktiva löneutbetalningar införlivas i statistiken. Detta innebär ändå en betydande minskning av löneökningstakten jämfört med det första kvartalet 2010 då den preliminära löneökningstakten var 3,4 procent.

Löneutfallen för den offentliga sektorn har under slutet av 2010 varit anmärkningsvärt låga (se diagram 3:25), vilket delvis beror på att retroaktiva löneutbetalningar för grupper inom den offentliga sektorn ännu saknas i statistiken. Löneutfallen för industrin under 2010 är högre än utfallen för byggsektorn och övrigt näringsliv (se diagram 3:25). Det är delvis en följd av att senarelagda lokala lönerevisioner inom industrin inneburit extra utbetalningar under den aktuella perioden. Löneökningstakten i hela ekonomin för 2010 bedöms bli 2,6 procent, vilket är i linje med bedömningen i december.

Lönen per arbetad timme i hela ekonomin, enligt nationalräkenskaperna, bedöms ha utvecklats klart långsammare än motsvarande mått enligt konjunkturlönestatistiken under senare tid (se tabell 7). Skillnaden bedöms vara temporär och kan bland annat bero på hur förskjutningar i semesteruttagen, utbetalningar av bonusar och andra skattepliktiga förmåner fångas av de olika måtten.

■ ■ Hög produktivitet och lågt kostnadstryck

Under 2010 beräknas arbetsproduktiviteten i hela ekonomin ha stigit med 3,4 procent, vilket är den högsta tillväxten i produktiviteten sedan 2004. En förhållandevis låg tillväxttakt i arbetskostnader per timme tillsammans med den höga produktivitetstillväxten innebär att arbetskostnaderna per producerad enhet sjönk med 2,2 procent. Ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet bedöms bli fortsatt låg även under det första halvåret 2011.

■ ■ Inflationsförväntningarna stiger

Samtliga inflationsförväntningar på ett års sikt ligger nu högre än Riksbankens prognos för inflationen på samma tidshorisont. På längre tidshorisonter är inflationsförväntningarna däremot väl förankrade kring inflationsmålet. Även om inflationsförväntningarna i nuläget inte är bekymmersamt höga har de stigit under den senaste tiden. Därför är det nu viktigt att följa hur de utvecklas framöver.

Prosperas kvartalsvisa undersökning visar att samtliga aktörers inflationsförväntningar på ett års sikt steg från 1,7 procent i september till 1,9 procent i december (se diagram 3:26). Inflationsförväntningarna på två års sikt steg från 2,0 till 2,2 procent medan de på fem års sikt var oförändrade på 2,2. Enligt

Konjunkturbarometern steg företagens inflationsförväntningar från 1,6 procent tredje kvartalet till 1,9 procent under det fjärde kvartalet.

Hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt steg, enligt Konjunkturbarometern, kraftigt i november, men föll sedan tillbaka i december. I januari har de stigit något igen, från 2,7 procent till 2,8 procent. Prosperas månatliga undersökning av penningmarknadsaktörernas inflationsförväntningar på ett års sikt visar att även dessa steg, från 1,7 procent i december till 2,1 procent i januari. Eftersom inflationsförväntningarna på kort sikt vanligen påverkas kraftigt av hur hög inflationen är för tillfället, ligger sannolikt en viktig förklaring till de stigande förväntningarna i december, i det höga KPI-utfallet samma månad. KPI-inflationen uppgick då till 2,3 procent.

Ett grovt mått på räntemarknadens långsiktiga inflationsförväntningar är den så kallade break even-inflationen,¹² det vill säga skillnaden mellan korta nominella och reala terminsräntor om fem år. Break even-inflationen beräknad på detta sätt är för närvarande knappt 2,5 procent och har stigit något sedan i höstas (se diagram 3:27). Penningmarknadsaktörernas inflationsförväntningar på fem års sikt har, enligt Prosperas enkät, inte stigit lika mycket och ligger på 2,1 procent.

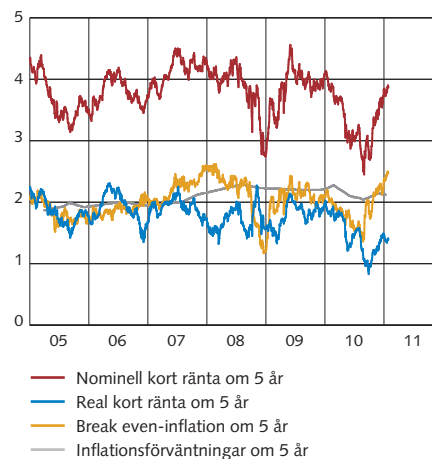
■ ■ Högre inflation

I det senaste utfallet för december steg den årliga ökningstakten i KPI med till 2,3 procent jämfört med samma månad året innan (se diagram 3:28). Även det underliggande inflationsmättet KPIF, där hushållens bostadsräntekostnader hålls konstanta, ökade med 2,3 procent. Den stigande inflationstakten beror främst på att energipriserna ökar snabbare än tidigare, men även på att livsmedelspriserna har börjat stiga något snabbare (se diagram 3:29). Eftersom bostadsräntorna nu stiger i takt med höjningarna av reporäntan ökar också hushållens räntekostnader allt snabbare. Detta medför att KPI stiger snabbare än KPIF framöver (se diagram 1:21).

Ökningstakten i både KPI och KPIF var något högre än prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i december, främst på grund av att ökningstakten i elpriserna var högre än förväntat. KPIF exklusive energi, som är ett annat mått på den underliggande inflationen, steg med 1,4 procent i december vilket var enligt förväntan (se diagram 3:28).

Terminspriserna på olja och el ligger nu på en högre nivå än de gjorde i december (se diagram 1:7). Detta bidrar till en något högre inflation under den närmaste tiden jämfört med vad som förväntades

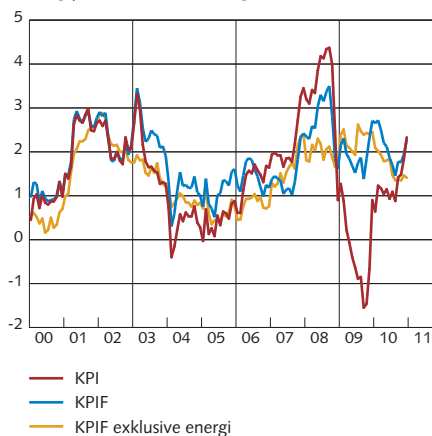
Diagram 3:27. Break even-inflation och inflationsförväntningar på 5 år
Procent



Anm. Inflationförväntningar avser Prosperas enkät där penningmarknadens aktörer tillfrågats.

Källor: TNS SIFO Prospera och Riksbanken

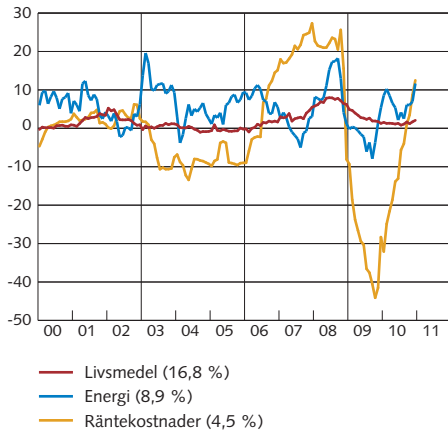
Diagram 3:28. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

¹² Break even-inflationen bör tolkas med försiktighet eftersom måttet även inkluderar en riskkompensation för osäkerhet om den framtida inflationen.

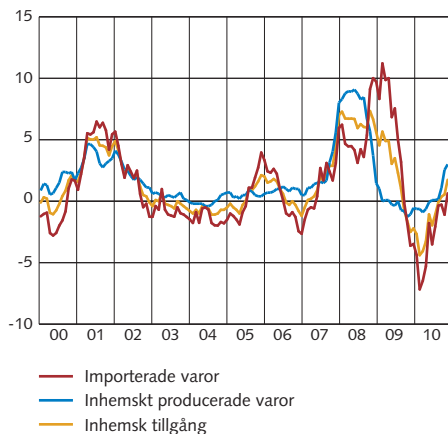
Diagram 3:29. Livsmedel, energi och räntekostnader i KPI
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges respektive komponents vikt i KPI.

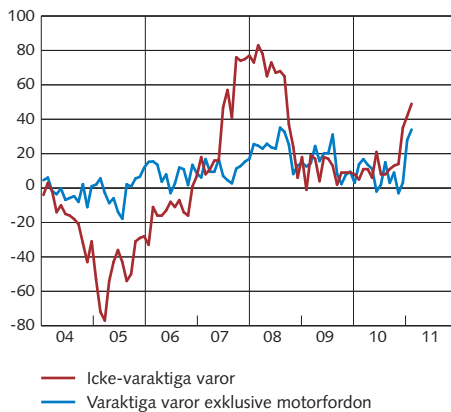
Källa: SCB

Diagram 3:30. Priser på konsumtionsvaror i producentled
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Diagram 3:31. Prisförändringsplaner i handeln
Nettotal



Anm. Avser prisförändringsplaner inom de närmaste 3 månaderna.

Källa: Konjunkturinstitutet

i den penningpolitiska uppföljningen i december. Men förstärkningen av kronan, högre produktivitet och lägre löneökningstakt är bidragande orsaker till att den underliggande inflationstakten fortfarande väntas bli förhållandevis låg under de närmaste kvartalen.

Även priserna i producentledet har börjat öka vilket tyder på fortsatt prisökning i konsumentledet (se diagram 3.30). I den senaste Konjunkturbarometern framgår att fler företag än tidigare, inom handeln, avser att höja priserna på både varaktiga och icke varaktiga varor, såsom livsmedel (se diagram 3.31). I Riksbankens företagsintervjuer uppger företagen också att man avser att höja priserna om än i måttlig takt.

Sammantaget talar både utvecklingen i producentpriserna och prisförändringsplanerna för en högre inflation på kort sikt. Prognosen för inflationen är mot denna bakgrund uppreviderad för de närmaste kvartalen.

Finanskrisens effekter på arbetsmarknaden – en jämförelse av Sverige, euroområdet och USA

Arbetsmarknaden har av flera anledningar stor betydelse för penningpolitiken. En aktuell fråga är vilka effekter finanskrisen kan ha haft på arbetsmarknaden. Denna fördjupning syftar till att belysa denna fråga genom att jämföra utvecklingen på arbetsmarknaden i Sverige, euroområdet och USA.

Den långsiktiga arbetslösheten i USA har antagligen stigit i samband med finanskrisen. Trots detta har arbetslösheten förutsättningsvis att sjunka tillbaka mer i USA än i euroområdet de kommande åren. I Sverige bedöms en stor del av den ökade arbetslösheten vara konjunkturellt betingad, vilket talar för en fortsatt återhämtning på arbetsmarknaden.

Arbetsmarknadens betydelse för penningpolitiken

Arbetsmarknaden har under lång tid spelat en stor roll i den ekonomisk-politiska diskussionen i Sverige och andra länder. En viktig penningpolitisk fråga är vilka inverkningar finanskrisen kan ha haft på arbetsmarknaden.¹³ I denna fördjupning diskuteras krisens effekter på arbetsmarknaden i USA, euroområdet och Sverige.

Finanskrisen, produktionen och arbetsmarknaden – bakgrundsfakta

Finanskrisen har inneburit ett mycket stort BNP-fall i Sverige, euroområdet och USA (se diagram 1:9). Även om uppgången i arbetslösheten blev stor i såväl Sverige som euroområdet, har den amerikanska arbetsmarknaden drabbats speciellt hårt av krisen (se diagram A1). Mönstret är likartat för antalet sysselsatta (se diagram A2). Sverige uppvisar det senaste året också en tydligare minskning av arbetslösheten än USA och euroområdet. Till en del beror detta på att BNP-tillväxten för närvarande är högre i Sverige än i euroområdet och USA.¹⁴ En första fråga är varför den amerikanska arbetsmarknaden har drabbats så hårt av krisen och hur långvarig försämringen kan förväntas bli.

Utvecklingen i USA – rekordsnabb uppgång i arbetslösheten

Under en tvåårsperiod mellan 2007 och 2009 steg arbetslösheten i USA från cirka 4,5 procent till cirka 10 procent. Detta är den kraftigaste uppgången under hela efterkrigstiden (se diagram 3:11).

För att få en illustration av hur andelen arbetslösa skulle ha utvecklats givet den historiska samvariationen med BNP skattas ett så kallat Okun-samband till det tredje kvartalet 2007.¹⁵ Baserat på den faktiska utvecklingen av BNP skrivs därefter arbetslösheten fram under lågkonjunkturen. Resultatet visar att arbetslösheten i USA har

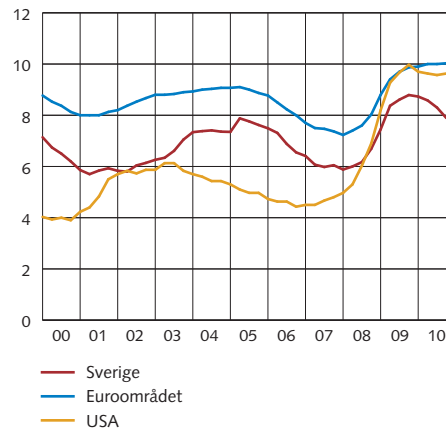
13 Till exempel förs i USA en diskussion om hur mycket den långsiktiga arbetslösheten har påverkats av finanskrisen. Se till exempel talen av Ben Bernanke ("Monetary Policy Objectives and Tools in a Low-Inflation Environment", den 15 oktober 2010, www.federalreserve.gov), Narayana Kocherlakota ("Inside the FOMC", den 17 augusti 2010, www.minneapolisfed.gov) och Janet Yellen ("The Federal Reserve's Asset Purchase Program", den 8 januari 2011, www.federalreserve.gov).

14 För en jämförande diskussion av BNP-utvecklingen, se fördjupningen "Varför högre tillväxt i Sverige än i euroområdet och USA?" i PPR oktober 2010.

15 Beroende variabel är kvartalsvis förändring i arbetslöshet och förklarande variabler är den samtida kvartalsvisa procentuella förändringen i BNP samt tidigare förändringar i arbetslöshet och BNP.

Diagram A1. Arbetslöshet i Sverige, euroområdet och USA

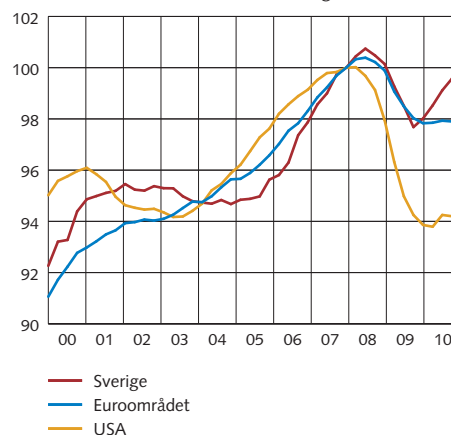
Procent av arbetskraften, säsongsrensade data



Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och SCB

Diagram A2. Sysselsättning i Sverige, euroområdet och USA

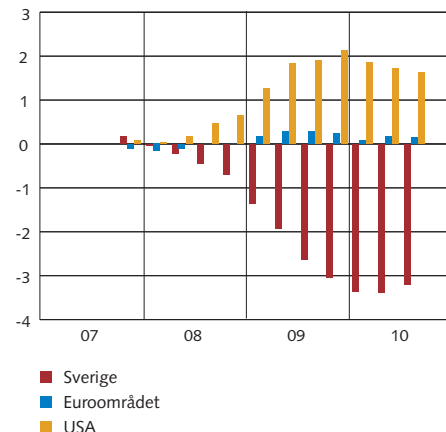
Index, 2007 kvartal 4 = 100, säsongsrensade data



Källor: Bureau of Labour Statistics, Eurostat och SCB

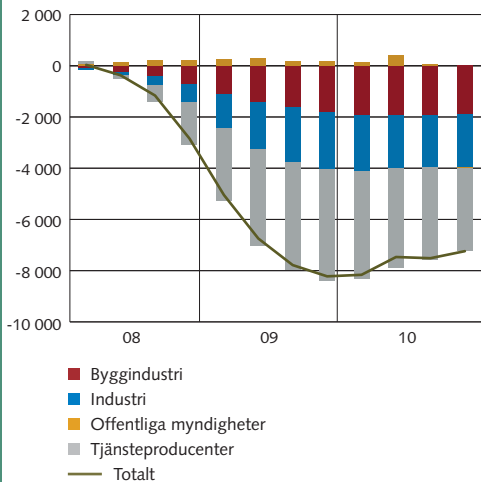
Diagram A3. Skillnad mellan faktisk och förväntad arbetslöshet i USA, euroområdet och Sverige

Procentenheter



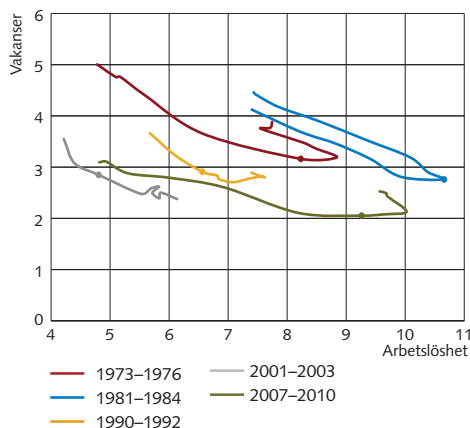
Källor: Bureau of Labour Statistics, Eurostat, SCB och Riksbanken

Diagram A4. Sammanlagd förändring av sysselsättningen sedan fjärde kvartalet 2007 i USA
Tusentals personer



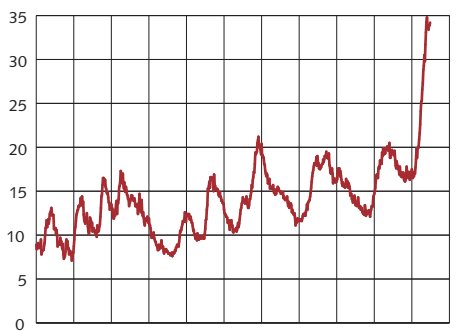
Källa: Bureau of Labour Statistics

Diagram A5. Sambandet mellan vakanser och arbetslöshet vid olika konjunkturförlopp i USA
Procent av arbetskraften



Källor: R. Barnicon, "Building a composite Help-Wanted Index", *Economics Letters* 109, 2010, Bureau of Labor Statistics och Riksbanken

Diagram A6. Genomsnittlig arbetslöshetstid i USA
Antal veckor



Källa: Bureau of Labor Statistics

blivit betydligt högre än vad man kan förvänta sig enligt historiska samband (se diagram A3).

Varför har då utvecklingen på USA:s arbetsmarknad blivit så svag? Till att börja med utlöstes den globala finanskrisen av problem på den amerikanska bostadsmarknaden, och USA var därmed finanskrisens "epicentrum". Problemen var alltså inhemskt genererade, vilket kan ha bidragit till att nedgången i ekonomin sågs som mer bestående av företagen. Detta kan ha minskat inslagen av så kallad labour hoarding.¹⁶ Dessutom drabbades förhållandevis arbetsintensiva sektorer kraftigt av konjunktur nedgången. Sedan krisen bröt ut har den amerikanska sysselsättningen minskat med cirka 7,5 miljoner arbetstillfällen.¹⁷ Bygg- och tillverkningsindustrin står för ungefär hälften av minskningen, men även inom tjänstesektorn har sysselsättningen minskat med cirka 2,5 miljoner personer (se diagram A4).

Den långsiktiga arbetslösheten i USA

Utvecklingen på den amerikanska bostadsmarknaden kan ha medfört strukturella problem på den amerikanska arbetsmarknaden. Många arbetslösa behöver söka sig till nya sektorer och regioner. Samtidigt drar sig många arbetslösa för att flytta på grund av risk för att realisera förluster på sin bostad. Sådana strukturella problem borde avspeglas i utvecklingen av den så kallade Beveridge-kurvan.

Beveridge-kurvan visar sambandet mellan arbetslösheten och vakansgraden, vilken är antalet lediga arbeten som andel av arbetskraften. Normalt tänker man sig ett negativt samband: i en högkonjunktur stiger andelen lediga arbeten och arbetslösheten sjunker, medan det omvända gäller i en lågkonjunktur. Ju längre från origo som kurvan befinner sig desto sämre fungerar matchningen mellan lediga arbeten och arbetsökande.

Under inledningen av krisen föll antalet vakanser medan arbetslösheten steg – en rörelse utmed Beveridge-kurvan. Under det senaste året har dock vakanserna ökat utan att arbetslösheten har fallit tillbaka särskilt mycket. Denna utveckling innebär att Beveridge-kurvan kan ha skiftat utåt, vilket i sin tur skulle kunna betyda att matchningen mellan arbetsökande och lediga arbeten fungerar sämre.

Historiska erfarenheter visar dock att försämrade matchning hör till det normala mönstret i en konjunkturåterhämtning (se diagram A5).¹⁸ Till bilden hör också att perioden där arbetslöshetsersättning kan erhållas har förlängts, vilket kan ha minskat benägenheten bland arbetslösa att söka arbete. Detta kan ha påverkat matchningen negativt. Om dessa förlängda ersättningsperioder ses som ett tillfälligt konjunkturpolitiskt inslag, kommer effekten att vara övergående. Sammantaget är det för tidigt att dra några tydliga slutsatser om matchningseffektiviteten på längre sikt, men det kan inte uteslutas

¹⁶ Labor hoarding innebär att man behåller arbetskraften vid vikande efterfrågan.

¹⁷ Dessa data är de så kallade non-farm payrolls, det vill säga sysselsättningen utanför jordbrukssektorn.

¹⁸ Data i diagrammet visar utvecklingen från det kvartal recessionen inleddes till sju kvartal efter recessionens slut, enligt NBER:s datering. För åren 2007-2010 visas utvecklingen till fem kvartal efter recessionens slut. Punkterna representerar recessionens sista kvartal.

att matchningen har försämrats mer än normalt under det nuvarande konjunkturförloppet.

Matchningseffektiviteten knyter an till den viktiga frågan om hur den långsiktiga arbetslösheten har påverkats. Om man tror att den har påverkats mycket av krisen föreligger så kallade hysteresis- eller persistenseffekter.¹⁹ Då är uppgången i arbetslösheten mer bestående, och utrymmet för ekonomisk-politisk efterfrågestimulans är litet.

Den genomsnittliga tiden för arbetslöshet är nu nästan dubbelt så hög som den näst högsta nivån under efterkrigstiden (se diagram A6). Detta kan vara ett tecken på en ökad långsiktig arbetslöshet.²⁰ Olika empiriska skattningar av den långsiktiga arbetslösheten ger sammantaget ett visst stöd för hypotesen att den långsiktiga arbetslösheten har stigit i USA till följd av krisen (se diagram A7).²¹

Euroområdet – stora skillnader mellan länder

Arbetslösheten inom euroområdet har ökat med drygt 2,5 procentenheter från början av 2008 och uppgår för närvarande till cirka 10 procent. Med hänsyn tagen till BNP-tillväxten var utvecklingen i euroområdet ungefär som väntat enligt Okun-sambandet (se diagram A3).

Bakom utvecklingen i euroområdet som helhet döljer sig dock stora skillnader mellan olika medlemsländer, där utvecklingen i Tyskland och Nederländerna är betydligt mer gynnsam än i till exempel Spanien. Okun-sambandet visar att arbetslösheten i Tyskland och Nederländerna har blivit lägre än förväntat givet BNP-utvecklingen, medan den har blivit markant högre i Spanien (se diagram A8). Dessa skillnader avspeglas också i långtidsarbetslösheten, som stigit märkbart i Spanien (se diagram A9).

En uppdelning i sektorer visar att nedgången i sysselsättningen i euroområdet som helhet till stor del har skett inom bygg- och tillverkningsindustrin, medan stora delar av tjänstesektorn inte verkar ha påverkats alls av krisen (se diagram A10).²² Även i detta fall döljer sig stora skillnader mellan länder. Bostadsmarknaden i Spanien har kollapsat och sysselsättningen inom byggindustrin har sjunkit kraftigt, vilket står i stark kontrast till utvecklingen i Tyskland och Nederländerna.

Skillnader mellan USA och euroområdet – den långsiktiga utvecklingen

Under lång tid före finanskrisen fördes en diskussion om varför arbetslösheten trendmässigt har varit betydligt högre i EU och euroområdet

19 Förenklat innebär "hysteresis" att en uppgång i arbetslösheten tenderar att bli permanent.

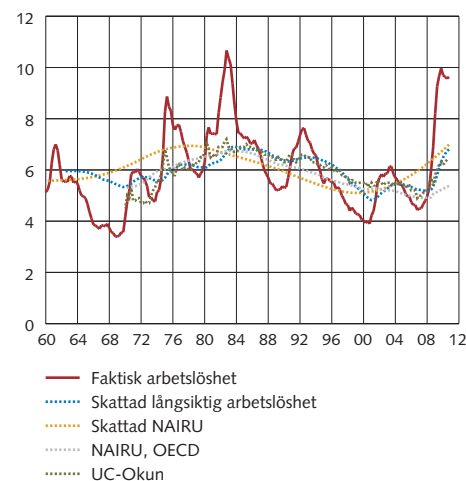
"Persistenseffekter" innebär att det tar lång tid för arbetslösheten att sjunka tillbaka.

20 Långa perioder av arbetslöshet tenderar att ha stora negativa konsekvenser för den enskilde arbetstagaren. Några anledningar till detta är att mer kompetens går förlorad ju längre en individ är arbetslös, att incitamenten för att söka arbete avtar med tiden och att arbetsgivare betraktar en långvarig arbetslöshetsperiod som något negativt vid anställningar.

21 "Skattad långsiktig arbetslöshet" är gjord med hjälp av ett dynamiskt Okun-samband enligt modellen som presenteras i Benes et. al., "Estimating Potential Output with a Multivariate Filter", IMF Working Paper 285, 2010. "Skattad NAIRU" är uppdaterade skattningar med en metod som presenteras av L. Ball och N.G. Mankiw, "The NAIRU in Theory and Practice", *Journal of Economic Perspectives* 16(4), sid 115-136, 2002.

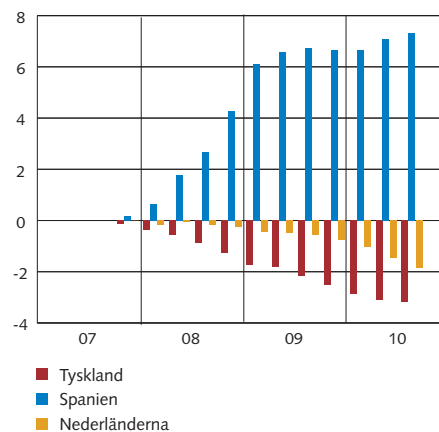
22 I både Tyskland och Nederländerna har sysselsättningen inom speciellt utbildning samt hälso- och sjukvård ökat tydligt sedan ett antal år tillbaka. Denna trend har fortsatt under finanskrisen, vilket har motverkat en större nedgång i den totala sysselsättningen.

Diagram A7. Skattningar av långsiktig arbetslöshet i USA
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



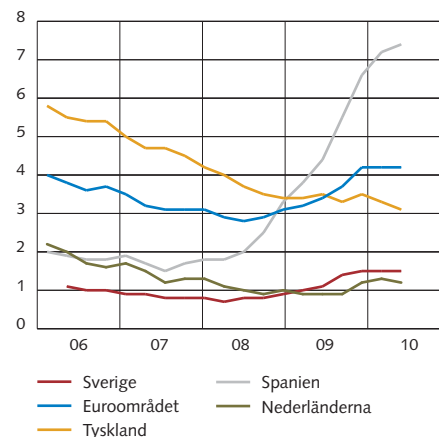
Källor: Bureau of Labor Statistics, IMF, OECD och Riksbanken

Diagram A8. Skillnad mellan faktisk och förväntad arbetslöshet i olika länder i euroområdet
Procent



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

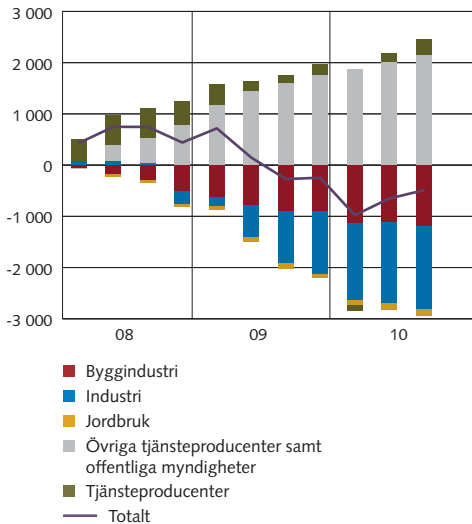
Diagram A9. Långtidsarbetslöshet i euroområdet och Sverige
Procent av arbetskraften



Källa: Eurostat

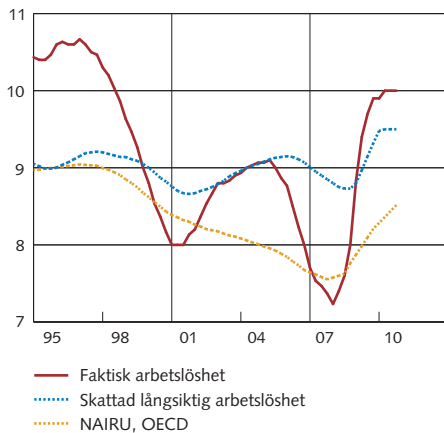
Diagram A10. Sammanlagd förändring av sysselsättningen sedan fjärde kvartalet 2007 i euroområdet

Tusentals personer



Källa: Eurostat

Diagram A11. Skattningar av långsiktig arbetslöshet i euroområdet
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Källor: Eurostat, IMF, OECD och Riksbanken

än i USA.²³ En förklaring som ofta har anförts är att den amerikanska arbetsmarknaden är mindre reglerad och därmed mer flexibel. Dessutom är ersättningsnivåerna vid arbetslöshet liksom inkomstskatterna generellt sett högre i euroområdet än i USA. Till detta kommer skillnader i arbetsmarknadslagstiftning. Dessa skillnader antas till stor del bestå även framöver, vilket gör det rimligt att anta att den långsiktiga arbetslösheten är högre i euroområdet än i USA. Två uppskattningar av den långsiktiga arbetslösheten i euroområdet visas i diagram A11.²⁴

Sammantaget är arbetslösheten i USA och euroområdet ungefär lika hög i dagsläget, men tidigare historiska erfarenheter och skillnader i arbetsmarknadens funktionssätt tyder på att den bör ha förutsättningar för att sjunka tillbaka mer i USA.

Den svenska arbetsmarknaden har klarat sig förhållandevis väl

Arbetslösheten i Sverige steg med drygt 2,5 procentenheter från mitten av 2008 till slutet av 2009, då den var knappt 9 procent. Givet historiska samband med BNP har arbetslösheten stigit oväntat lite (se diagram A3). Hur kan detta förklaras?

Förenklat uttryckt drabbades Sverige av en efterfrågechock som i huvudsak yttrade sig i vikande efterfrågan från omvärlden. Export och investeringar föll kraftigt. En uppdelning av sysselsättningsförändringen i sektorer visar att det främst var tillverkningsindustrin som drabbades (se diagram A12). Denna sektor är mindre arbetsintensiv än många andra sektorer, vilket gör att minskad produktion inte får lika stor effekt på sysselsättningen. Till detta kommer att krisavtalen med sänkt arbetstid kan ha dämpat sysselsättningsfallet. Inom tjänstesektorn och byggindustrin har sysselsättningen ökat (se diagram A12). Dessutom kan krisen allmänt ha uppfattats som jämförelsevis tillfällig bland svenska företag, vilket kan ha lett till att företag i högre utsträckning valde att behålla befintlig personal trots en vikande efterfrågan, alltså inslag av labor hoarding.

Den långsiktiga arbetslösheten i Sverige

Mycket talar för att den långsiktiga arbetslösheten i Sverige steg som en följd av 1990-talskrisen och att den sedan har sjunkit tillbaka.²⁵

En markant skillnad jämfört med exempelvis USA är att den svenska ekonomin i samband med finanskrisen inte har drabbats av strukturella problem på arbetsmarknaden förknippade med en vikande bostadsmarknad. En tillbakablick på matchningseffektiviteten under tidigare konjunkturnedgångar i Sverige bekräftar dock mönstret från USA. I ett inledningsskede sker en rörelse utmed en befintlig Beveridge-kurva medan det under återhämtningen verkar ske en för-

²³ Se till exempel A. Alesina, E.L. Glaeser och B. Sacerdote: "Work and Leisure in the U.S. and Europe: why so Different?" NBER working paper nr 11278, 2005.

²⁴ "Skattad långsiktig arbetslöshet" är gjord med hjälp av ett dynamiskt Okun-samband enligt modellen som presenteras i Benes et. al. "Estimating Potential Output with a Multivariate Filter", IMF Working Paper 285, 2010.

²⁵ Se till exempel A. Forslund, "Den svenska jämviktsarbetslösheten – en översikt", IFAU-rapport 2008:17.

sämring av matchningseffektiviteten (se diagram A13).²⁶ En indikation på att matchningen kan ha försämrats är att bristtalen redan är höga i flera branscher samtidigt som arbetslösheten fortfarande är relativt hög (se diagram 1:15).

Inom industrin föll sysselsättningen kraftigt i samband med krisen och har hittills inte ökat särskilt mycket (se diagram A12). Trots det är bristtalen redan höga, vilket kan vara ett tecken på matchningsproblem. Detta kan i sin tur avspegla rationaliseringar framtvingade av krisen. Det är dock svårt att redan nu dra några långtgående slutsatser om utvecklingen inom industrin eftersom sysselsättningen normalt förändras med en viss fördröjning i förhållande till produktionen.

Regeringen har de senaste åren vidtagit en rad åtgärder som syftar till att få fler personer i arbete. Åtgärderna syftar bland annat till att öka incitamenten att söka arbete, vilket bidrar till att arbetskraften ökar. Hur den långsiktiga arbetslösheten påverkas av detta beror på hur stor sannolikheten är att hitta arbete för nytilkomna grupper av arbetssökande. Sammantaget bedöms den långsiktiga arbetslösheten ha sänkts av de åtgärder som regeringen har vidtagit de senaste åren.²⁷

Jämfört med många andra länder har långtidsarbetslösheten i Sverige hittills stigit måttligt, vilket talar för begränsade persistens-effekter av krisen (se diagram A9).

Sammantaget är Riksbankens bedömning att den långsiktiga arbetslösheten troligen inte har stigit påtagligt i Sverige på grund av krisen. I diagram A14 visas en bedömning av den långsiktiga arbetslösheten tillsammans med OECD:s skattning.

Slutsatser

Före finanskrisen var den långsiktiga arbetslösheten betydligt högre i euroområdet än i USA, vilket till stor del troligen berodde på en mindre flexibel arbetsmarknad och mer generösa ersättningsystem. Dessa grundläggande faktorer kvarstår. Även om skillnaden kan ha minskat något i samband med den finansiella krisen är den långsiktiga arbetslösheten sannolikt fortfarande högre i euroområdet än i USA.

I Sverige var uppgången i arbetslösheten i samband med krisen främst en effekt av vikande efterfrågan från omvärlden. Sammantaget är Riksbankens bedömning därför att en stor del av den ökade arbetslösheten är konjunkturellt betingad. De starkt förbättrade konjunktutsikterna för de närmaste åren bör därför kunna bidra till en fortsatt återhämtning av den svenska arbetsmarknaden.

Diagram A12. Sammanlagd förändring av sysselsättningen sedan fjärde kvartalet 2007 i Sverige
Tusentals personer

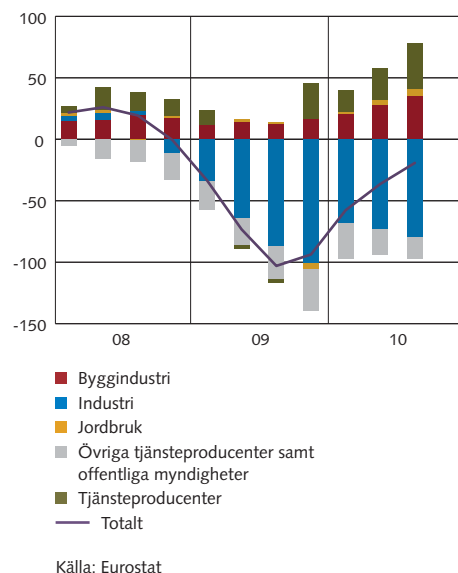


Diagram A13. Sambandet mellan vakanser och arbetslöshet vid olika konjunkturflopp i Sverige
Procent av arbetskraften

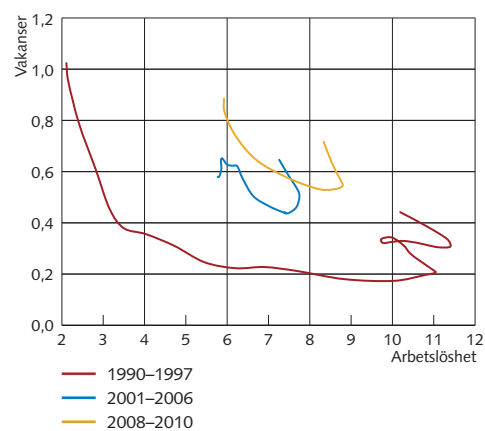
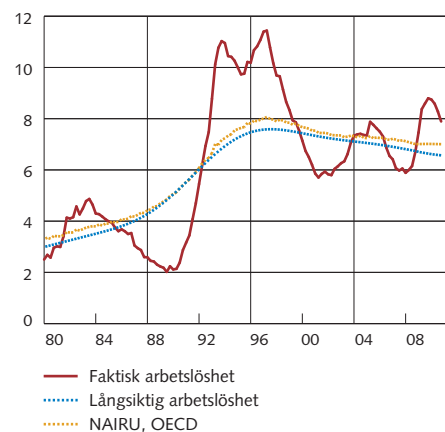


Diagram A14. Skattningar av långsiktig arbetslöshet för Sverige
Procent av arbetskraften, säsongrensade data

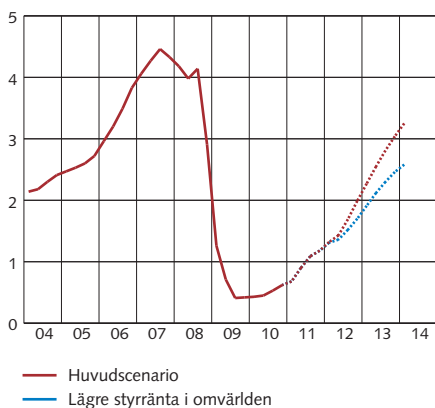


²⁶ Data i diagrammet visar utvecklingen från det kvartal då arbetslösheten började stiga till tre kvartal efter det att arbetslösheten nådde sin högsta nivå.

²⁷ Se också A. Forslund, "Den svenska jämviktsarbetslösheten – en översikt", IFAU-rapport 2008:17 och H. Sacklén, "Arbetsutbudseffekter av reformer på inkomstskatteområdet 2007-2009", Rapport från ekonomiska avdelningen på finansdepartementet, 2009.

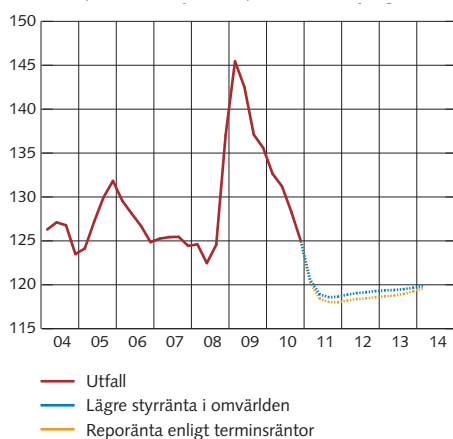
Lägre styrränta i omvärlden och i Sverige

Diagram A15. Styrränta i omvärlden
TCW-vägd, procent, kvartalsmedelvärden



Källor: Respektive lands centralbank och Riksbanken

Diagram A16. Konkurrensvägd växelkurs, TCW
Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

Prognosen för styrräntan i utlandet påverkar prognosen för inflation och resursutnyttjande i Sverige. Det sker bland annat genom effekter på kronans växelkurs. I denna fördjupning redovisas två räkneexempel som båda bygger på det alternativa antagandet att styrräntan i omvärlden blir lägre än i huvudscenariot och utvecklas enligt terminsräntorna.

För en liten öppen ekonomi som Sverige är växelkursen en viktig variabel. Växelkursen påverkar priset på de varor som importeras till Sverige och priset på de varor vi exporterar. Därmed påverkar kronans växelkurs både inflationen i Sverige och efterfrågan på de varor och tjänster som produceras i landet. Efterfrågan i Sverige påverkar i sin tur resursutnyttjandet.

Kronans växelkurs beror av flera olika faktorer och det är förhållandevis svårt att göra prognoser på dess framtida utveckling. En faktor som är av betydelse för växelkursen är förväntningar om framtida räntor i Sverige och i de länder som utgör våra viktigaste handelspartner. Skillnader i räntor länder emellan påverkar in- och utflödet av kapital, vilket i sin tur har effekt på växelkursen.

Enligt huvudscenariots prognos kommer reporäntan att höjas successivt under de kommande åren och ligger i början på 2014 på cirka 3,6 procent. Riksbankens prognos för omvärldens styrräntor baseras främst på en bedömning av den ekonomiska utvecklingen, men på kortare sikt beaktas även centralbankernas kommunikation och marknadens förväntningar. De utländska styrräntorna förväntas bli högre under prognosperioden i takt med stigande inflation och starkare konjunkturutveckling i omvärlden. Enligt prognosen höjs omvärldens (TCW-viktade) styrräntor gradvis och är 3,3 procent i början av 2014. Denna förväntade skillnad mellan svenska och utländska räntor är en orsak till varför växelkursen i huvudscenariot antas appreciera något under början av 2011, för att sedan gradvis bli svagare.

Ett räkneexempel med en allmän jämviktsmodell

Från att tidigare ha legat klart under Riksbankens prognos har marknadens förväntningar på den utländska styrräntan, mätt med terminsräntor, under de senaste månaderna närmast sig prognosen.²⁸ Men terminsräntorna för utlandet är fortfarande lägre än Riksbankens prognos för den utländska styrräntan under stora delar av prognosperioden. Det kan därför finnas skäl att undersöka hur prognosen för Sverige skulle ändras om prognosen för de utländska styrräntorna låg mer i linje med terminsräntorna. I denna fördjupning används Riksbankens allmänna jämviktsmodell Ramses för att med ett räk-

²⁸ Att med utgångspunkt från terminsräntor mäta marknadens penningpolitiska förväntningar är förenat med flera svårigheter. Räntebanorna som redovisas i denna fördjupning ska därför inte tolkas som ett entydigt mått på sådana förväntningar. För en vidare diskussion, se fördjupningen "Reporäntebanan och penningpolitiska förväntningar enligt implicita terminsräntor" i Penningpolitisk rapport, oktober 2010.

neexempel illustrera hur en sådan alternativ prognos kan se ut.²⁹

Exemplet är snarlikt scenariot "Lägre styrränta i omvärlden" som publicerades i fördjupningen "Reporäntebanan och penningpolitiska förväntningar enligt terminsräntor" i Penningpolitisk rapport, oktober 2010 och som utgick från de terminsräntor som var aktuella i slutet av september 2010.

Diagram A15 visar Riksbankens prognos för styrräntan i omvärlden (Huvudscenariot) och en alternativ lägre bana (Lägre styrränta i omvärlden). Det senare alternativet är i linje med hur marknadens förväntningar om framtida styrräntor mätta med terminsräntor sett ut de senaste veckorna. Skillnaden mellan räntebanorna ökar gradvis från och med andra kvartalet 2012 och är under första kvartalet 2014 ungefär 0,7 procentenheter. I genomsnitt under hela prognosperioden är terminsräntorna cirka 0,25 procentenheter lägre än huvudscenariots prognos för omvärldsräntan.

I räkneexemplet "Lägre styrränta i omvärlden" förväntas omvärldens styrränta utvecklas enligt terminsräntorna för omvärlden (se diagram A15). Syftet med exemplet är att illustrera hur prognosen för utlandets styrränta påverkar prognosen för inflation, resursutnyttjande och reporänta i Sverige. Därför antas i exemplet att BNP-tillväxt och inflation i omvärlden utvecklas på samma sätt som i huvudscenariot.

Den jämförelsevis låga utländska styrräntan tenderar att stärka kronans växelkurs mer än vad som är fallet i huvudscenariot (se diagram A16). I modellen påverkar omvärldens styrränta den svenska ekonomin via ett så kallat ränteparitetsvillkor. En lägre ränta i omvärlden innebär att avkastningen på finansiella tillgångar som emitterats i utländsk valuta sjunker i förhållande till avkastningen på motsvarande tillgångar i svenska kronor. Bakom ränteparitetsvillkoret finns antagandet att investerare kommer att flytta sina tillgångar mellan olika valutaområden i syfte att dra nytta av sådana skillnader i avkastning. När allt fler investerare efterfrågar svenska tillgångar stärks kronans växelkurs, för att sedan gradvis försvagas och återgå till utgångsläget. På lång sikt justeras kronans växelkurs så mycket som krävs för att den gradvisa försvagningen av kronans växelkurs (från en starkare nivå) ska kompensera de investerare som väljer att behålla sina tillgångar i utländsk valuta och som därmed kan räkna med en jämförelsevis lägre ränta.

När växelkursen stärks sjunker priset på importerade varor. För att försvara sina marknadsandelar blir även svenska företag mer försiktiga med att höja priserna i Sverige. Då vissa importerade varor används i produktionen av svenska varor dämpas priserna i Sverige också av att företagens produktionskostnader blir lägre. Dessa effekter leder ganska snabbt och direkt till att modellprognosen för inflationstakten i Sverige blir lägre (se diagram A17-A18).

Diagram A17. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

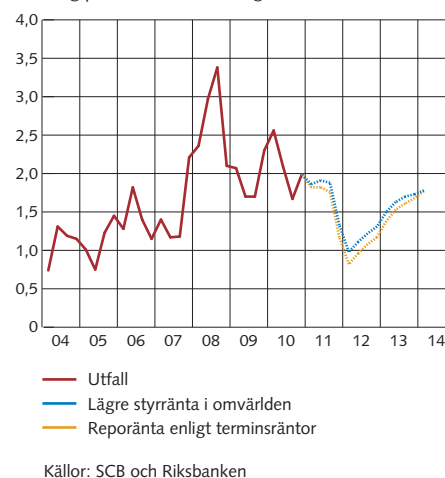


Diagram A18. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

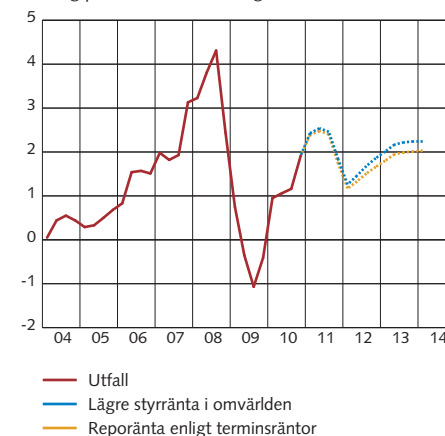
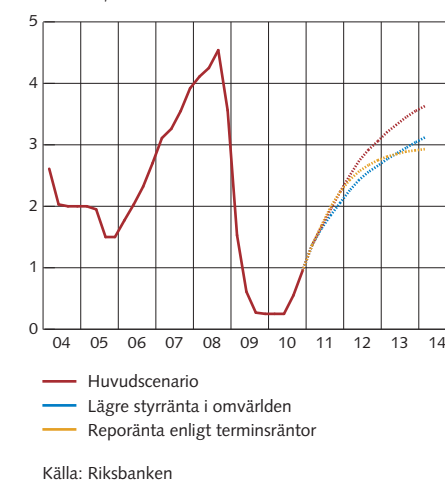
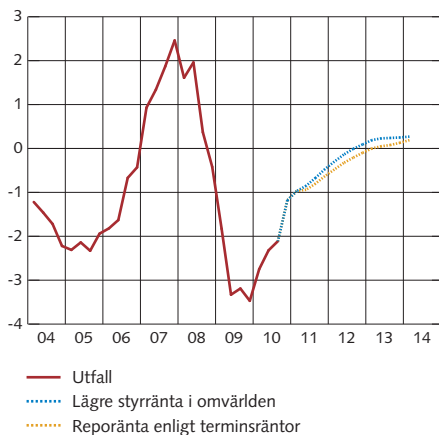


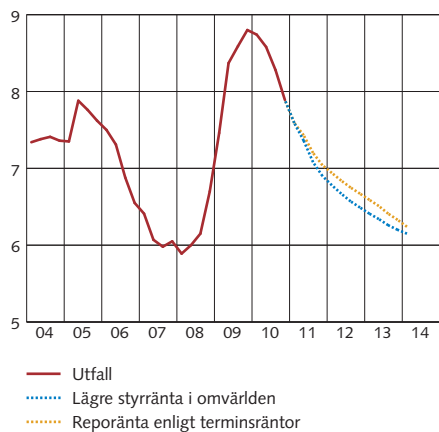
Diagram A19. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



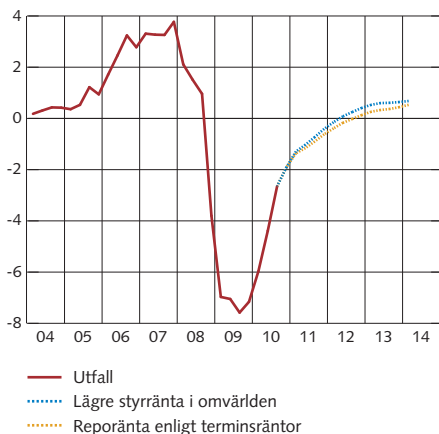
²⁹ Ett viktigt antagande är att hushåll och företag faktiskt förväntar sig att den utländska styrräntan ska utvecklas enligt terminsräntorna för utlandet. Beräkningarna har därför gjorts med metoder som beskrivs av S. Laséen och L.E.O. Svensson, "Anticipated alternative instrument-rate paths in policy simulations" under utgivning i *International Journal of Central Banking*, 2011. För en beskrivning av modellen, 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.

Diagram A20. Timgap
Procent

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A21. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A22. BNP-gap
Procent

Källor: SCB och Riksbanken

För att motverka en alltför låg inflation blir penningpolitiken mer expansiv. Reporäntan höjs nu mindre under prognosperioden och är i början av 2014 ungefär 3,1 procent (se diagram A19). Den lägre reporäntebanan bidrar också till att hålla uppe den inhemska efterfrågan, eftersom den stimulerar hushållen till ökad konsumtion och företagen till att göra fler investeringar. Penningpolitiken motverkar på detta sätt att resursutnyttjandet sjunker på grund av den lägre exportefterfrågan och den ökning av importen som hänger samman med den relativt starka växelkursen. Effekterna av den låga utländska styrräntan på timgap, arbetslöshet och produktionsgap blir därför i slutändan små (se diagram A20–A22).

Att effekterna på resursutnyttjandet blir små innebär också att den efterfrågedrivna effekten på inflationen blir liten. De mer direkta effekterna av en starkare växelkurs gör dock att inflationstakten sjunker. Sammantaget blir inflationen mätt med KPIF 1,2 procent 2012 och 1,6 procent 2013 (se diagram A17). Att reporäntan höjs förhållandevis långsamt gör att även KPI-inflationen blir ganska måttlig: 1,5 procent 2012 och 2,1 procent 2013 (se diagram A18).

Reporäntan enligt terminsräntor för Sverige

Även i Sverige är terminsräntorna i dagsläget förhållandevis låga. En tolkning av detta är att marknaden förväntar sig att reporäntan de kommande åren kommer att sättas lägre än vad som antas i huvudscenariot. Förväntningarna på reporäntan enligt terminspriseringen visas i diagram A19 (Reporänta enligt terminsräntor). I detta avsnitt redovisas hur prognosen för svensk ekonomi påverkas om styrräntan både i utlandet och i Sverige antas utvecklas i enlighet med terminsräntorna. Beräkningen är gjord på ett sådant sätt att man låter modellen bestämma hur inflationen och resursutnyttjandet påverkas givet att penningpolitiken i Sverige och omvärlden följer de två förutbestämda styrräntebanorna.

Som framgår av diagram A19 är det förhållandevis små skillnader mellan reporäntebanan i exemplet "Lägre styrränta i omvärlden" och marknadens förväntningar enligt terminspriseringen. Marknaden förväntar sig att räntan höjs i något snabbare takt under 2011, men därefter indikerar terminskurvan en lägre takt i räntehöjningarna.

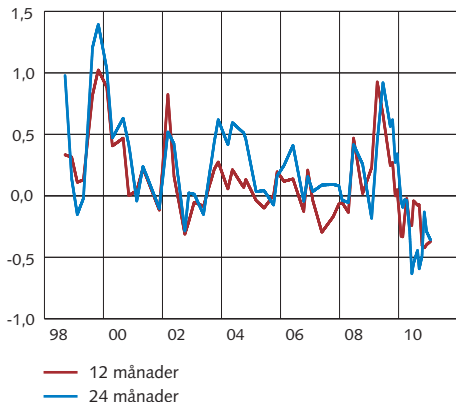
Som ett resultat av de relativt små skillnaderna i räntebanan blir även skillnaderna i övriga variabler förhållandevis små. När reporäntan sätts enligt marknadens förväntningar förstärks växelkursen under 2011 och försvagas sedan gradvis. KPIF-inflationen blir nu enligt beräkningen 1,1 procent 2012 och 1,6 procent 2013 (se diagram A17). Även i detta exempel leder den lägre utländska styrräntan endast till små effekter på den reala ekonomin.

Sammanfattning

Denna fördjupning har redovisat två räkneexempel som bygger på antagandet att styrräntan i omvärlden blir lägre än i huvudscenariot och utvecklas enligt den senaste tidens terminsräntor för omvärlden. Den lägre räntan i omvärlden tenderar att leda till att kronans växelkurs stärks och till att inflationen i Sverige sjunker. Hur svensk inflation och resursutnyttjande påverkas av de lägre omvärldsräntorna beror dock i slutänden på hur svensk penningpolitik reagerar. Inflationen i båda dessa räkneexempel blir relativt låg, medan resursutnyttjandet är ungefär normalt i slutet av prognosperioden. Detta skulle kunna motivera en något mer expansiv penningpolitik i Sverige än den som studerats i denna fördjupning.

Hur gör Riksbanken prognoser på längre marknadsräntor?

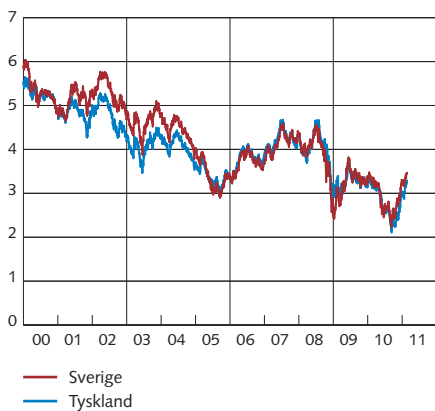
Diagram A23. Skillnaden mellan penningpolitiska förväntningar enligt Prospera och terminsräntor Procentenheter



Anm. Data avser penningmarknadens aktörer. Givet att enkäter ger en rimlig bild av marknadsförväntningar utgör skillnaden mellan enkäter och terminsräntor ett (grovt) mått på premier. Terminsräntor är beräknade från statspapper med Nelson-Siegel-Svensson-metoden.

Källor: TNS Sifo Prospera, Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram A24. Statsobligationer, 10 års löptid Procent



Källa: Reuters EcoWin

Marknadsräntor bestäms av penningpolitiska förväntningar och av premier. Riksbankens prognoser för längre marknadsräntor bygger på två antaganden: dels att reporäntebanan realiserar, dels att riskpremier gradvis normaliserar.

Faktorer som bestämmer marknadsräntorna

Riksbanken bedriver penningpolitik i huvudsak genom att bestämma reporäntan. Förändringar i reporäntan fortplantar sig sedan till räntor på penning- och obligationsmarknaderna och till de räntor som hushåll och företag möter via finansiella institut. En viktig del i beskrivningen av hur penningpolitiken verkar är därför att visa hur reporäntan påverkar marknadsräntor med olika löptid.

Den så kallade förväntningshypotesen är en naturlig utgångspunkt när man diskuterar hur marknadsräntor bestäms. I korthet säger förväntningshypotesen att längre räntor bestäms av förväntningar om den framtida reporäntan. Prissättningen påverkas också av olika typer av riskpremier som sannolikt varierar över tiden (se diagram A23).³⁰ Eftersom Sverige är en liten öppen ekonomi påverkas de finansiella marknaderna dessutom av den internationella utvecklingen på motsvarande marknader, till exempel statsobligationsmarknaden (se diagram A24).

Hur gör Riksbanken prognoser på marknadsräntor?

Riksbankens prognoser för obligationsräntor baseras på prognosen för reporäntan och på en bedömning av hur premierna utvecklas. Här beskrivs hur prognosen för en 5-årig statsobligationsränta kommer till, men principen är densamma oavsett löptid.

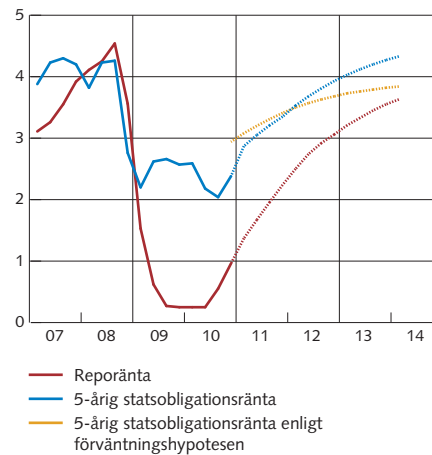
Enligt förväntningshypotesen är räntan på en obligation med 5 års löptid ungefär lika med den förväntade reporäntan de kommande fem åren.³¹ I diagram A25 visas hur räntan på en 5-årig statsobligation skulle utvecklas framöver givet att reporäntebanan realiserar samtidigt som förväntningshypotesen antas hålla. Med dessa antaganden borde dagens 5-åriga statsobligationsränta alltså vara högre än vad som kan avläsas ur faktiska marknadsnoteringar (startpunkten för den gula streckade linjen ligger ovanför slutpunkten för den blå heldragna linjen). Skillnaden kan bero på flera saker. Marknaden kan ha andra förväntningar om utvecklingen av reporäntan än vad som signaleras av Riksbanken i reporäntebanan. Vidare kan det finnas premier inbakade i marknadsprissättningen.

30 I J. Alsterlind och H. Dillén, "Penningpolitiska förväntningar och terminspremier" *Penning- och valutapolitik* 2005:3, Sveriges riksbank, diskuteras för- och nackdelar med olika mått på premier.

31 Riksbankens prognoser sträcker sig i normalfallet inte längre än 3 år fram i tiden vilket innebär att det behövs ett antagande om hur reporäntan utvecklas även efter prognosperioden. Detta antagande är av teknisk natur och beräkningsantagandet är att reporäntan gradvis närmar sig sin långsiktiga, normala nivå.

Dessa kan trycka ned marknadsräntorna i dagsläget så att de ligger på en lägre nivå även om marknaden har samma syn på den framtida penningpolitiken som Riksbanken. Riksbankens prognoser på längre räntor bygger på antagandet att dessa skillnader gradvis avtar. Det kan handla om att marknaden förväntningar anpassas eller att premier normaliseras. I diagram A25 redovisas Riksbankens prognos för den 5-årig statsobligationsräntan (blå streckad linje) som tar hänsyn till en sådan gradvis anpassning och som är baserad på reporäntebanan.³²

Diagram A25. Reporäntebana, prognos av 5-årig statsobligationsränta och 5-årig statsobligationsränta enligt förväntningshypotesen Procent

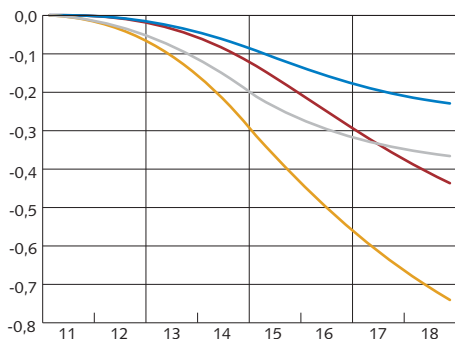


Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

³² Prognosen för den 5-åriga statsobligationsräntan (blå streckad linje) kommer att gå mot en nivå som är högre än en prognos som enbart baseras på förväntningshypotesen (gul streckad linje). Detta beror på att förväntningshypotesen inte tar hänsyn till riskpremier på obligationsräntor. Riksbankens prognos antar att riskpremierna på lång sikt återgår till ett historiskt snitt.

Effekter av Basel III på den makroekonomiska utvecklingen

Diagram A26. Effekter på BNP av de förändrade räntemarginalerna
Avvikelse från huvudscenario i procent



— Kapitalnivå, passiv penningpolitik
— Kapitalnivå, aktiv penningpolitik
— Likviditet, passiv penningpolitik
— Likviditet, aktiv penningpolitik

Källa: Riksbanken

Den finansiella krisen har tydliggjort behovet av att ha en väl fungerande banksektor. Det nuvarande regelverket för bankerna i Basel II har inte i tillräcklig utsträckning lyckats fånga upp riskerna i banksystemet. Därför har ett nytt regelverk, Basel III, utarbetats. Det nya regelverket innebär krav på att bankerna ska hålla mer kapital av bättre kvalitet och nya krav på bankernas likviditet.³³ I den här fördjupningen redovisas resultat från beräkningar av hur de nya regleringarna kommer att påverka den svenska realekonomiska utvecklingen i termer av BNP. Resultaten tyder på att kostnaderna för ökade kapital- och likviditetskrav är små och i linje med vad tidigare internationella undersökningar har kommit fram till.

Högre kapital- och likviditetskrav kan höja bankernas kapitalkostnader och därmed utlåningsräntorna till hushåll och företag. Enligt ekonomisk teori behöver högre kapitalkrav dock inte nödvändigtvis leda till högre kapitalkostnader. Det så kallade Miller-Modigliani-teoremet säger att bankernas genomsnittliga kapitalkostnad endast påverkas av risken i de totala tillgångarna, det vill säga om bankerna finansierar sig med eget kapital eller lån är irrelevant. Detta resultat gäller emellertid endast i en värld utan skatter, subventioner, konkurskostnader och andra friktioner. I verkligheten är det ofta mer kostsamt att finansiera sig med eget kapital än att låna eftersom staten subventionerar lånefinansiering. Detta sker bland annat genom insättningsgarantin och genom att låneräntor är avdragsgilla i företagets redovisning, till skillnad från aktieutdelningar.³⁴

Högre kapitalkrav kan leda till högre räntor och lägre BNP

Det finns alltså skäl att tro att högre kapitalkrav kan leda till ökade kapitalkostnader för bankerna. Hur Basel III påverkar bankernas kapital varierar emellertid mellan olika länder. De svenska bankerna uppfyller redan idag de kapitalkrav som föreslås i Basel III.³⁵ De ökade kapitalkraven skulle därför inte behöva påverka bankernas kostnader, såvida inte krav från marknaden medfört att de själva väljer att ha en buffert utöver vad regleringen kräver.

De svenska bankerna uppfyller däremot inte fullt ut de nya likviditetskraven.³⁶ På kort sikt kan man alltså förvänta sig att krav på mer och bättre kapital i kombination med nya likviditetskrav leder till ökade kostnader för bankerna. Om dessa vältras över på hushåll och företag innebär det högre lånekostnader för dessa i form av högre utlåningsräntor. Det är inte självklart att en sådan övervältning kommer att ske, men det är troligt givet bankernas historiska prissättningsbeteende.

Hur de nya regleringarna påverkar den makroekonomiska utvecklingen i en rad länder, dock inte Sverige, har studerats av en ar-

³³ Se Penningpolitisk rapport, oktober 2010, och Finansiell stabilitet 2010:2 för en beskrivning av Basel III.

³⁴ Se även A. Vredin, R. Brännlund, L. Ljungqvist, P. Strömberg och A. Wallgren, "Miljö, arbete och kapital: konjunkturrådets rapport 2011", SNS Förlag, 2011.

³⁵ Se fördjupningen "Basel III – effekter på de svenska bankerna och Sverige" i Finansiell stabilitet 2010:2.

³⁶ Se fördjupningen "Basel III – effekter på de svenska bankerna och Sverige" i Finansiell stabilitet 2010:2 där det också beskrivs hur ökade likviditetskrav kan leda till högre kostnader för bankerna.

betsgrupp under Baselkommittén och Financial Stability Board (FSB), kallad Macroeconomic Assessment Group (MAG).³⁷ Arbetsgruppen finner bland annat att bankernas räntemarginaler ökar marginellt och att BNP därmed minskar något. De negativa effekterna kan emellertid mildras genom att penningpolitiken reagerar på de höjda räntemarginalerna och genom att reglerna fasas in under en längre period.

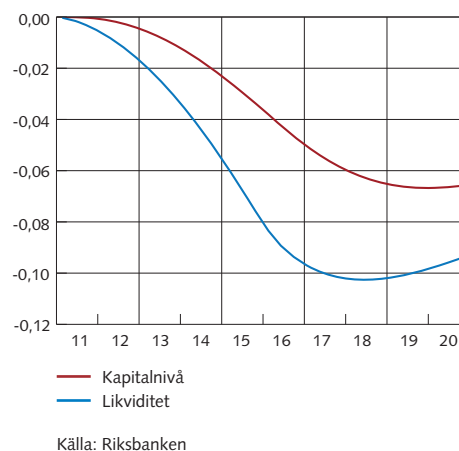
På längre sikt förväntas de nya kraven leda till att sannolikheten för nya finansiella kriser minskar och – om de likväl inträffar – till att de realekonomiska konsekvenserna blir mindre. En annan arbetsgrupp under Baselkommittén kallad Long-term Economic Impact, LEI, har studerat detta.³⁸ Gruppen finner bland annat att den långsiktiga nettovinsten av de skärpta reglerna är positiv, i storleksordningen noll till två procents högre BNP-nivå. Den här fördjupningen fokuserar dock endast på att beräkna de kostnader som uppstår när de nya kraven fasas in.

Små effekter på BNP av Basel III

Scenarierna följer samma upplägg som i MAG-rapporten men de baseras på svenska data. De utgår ifrån en hypotetisk ökning av kapitalnivån med 1 procentenhet, alternativt en hypotetisk ökning av bankernas innehav av likvida tillgångar med 25 procent.³⁹ Detta påverkar bankernas räntemarginaler, vilka kan komma att öka med cirka 10-15 räntepunkter, se fördjupningen "Basel III – effekter på de svenska bankerna och Sverige" i Finansiell stabilitet 2010:2. Hur detta sedan påverkar BNP har beräknats dels med en allmän jämviktsmodell (Ramses), dels med en tidsseriemodell.⁴⁰

I det första scenariot ökar kapitalnivån med 1 procentenhet under en fyraårsperiod, vilket följer upplägget i MAG. Bankerna antas i linje med sitt historiska prissättningsbeteende vältra över de ökade kostnaderna för kapitalkraven på låntagarna, vilket innebär att bankernas räntemarginaler successivt stiger med runt 10 räntepunkter enligt Riksbankens beräkningar. Effekterna på BNP av de ökade räntemarginalerna redovisas i tabell A1 och diagram A27.⁴¹ I Ramses är det framförallt företagets lånekostnader som påverkas av de höjda räntemarginalerna. Då räntemarginalerna ökar kommer företagets investeringar att falla, vilket leder till en svagare BNP-tillväxt. Hur mycket BNP faller beror bland annat på hur penningpolitiken utformas.

Diagram A27. Anpassning av reporäntan
Avvikelse från huvudscenariot i procentenheter



37 Rapporten från MAG heter "Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements". Den kom i augusti 2010 och finns tillgänglig på www.bis.org.

38 Rapporten av LEI heter "Assessing the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements". Den finns tillgänglig på www.bis.org.

39 Kapitalnivån definieras som kärnprimärkapital i förhållande till de riskvägda tillgångarna för de svenska storbankerna.

40 Ramses är Riksbankens prognos- och policysimuleringsmodell. För en beskrivning av modellen 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.

41 I beräkningarna av effekterna på bankerna av Basel III minskar också utlåningsvolymerna förutom att räntemarginalerna ökar. Denna effekt finns dock inte med i scenarierna med Ramses.

I Ramses anpassas reporäntan dels för att inflationsmålet på 2 procent ska uppnås, dels för att resursutnyttjandet ska stabiliseras. Om penningpolitiken motverkar de negativa effekterna av de ökade räntemarginalerna genom att bli mer expansiv så mildras effekterna på BNP. I diagram A28 visas hur reporäntan anpassas om penningpolitiken följer sitt normala handlingsmönster. Efter 18 kvartal är den runt 5 räntepunkter lägre. BNP minskar då med 0,1 procent, se den första kolumnen i tabell A1. Om reporäntan i stället hålls oförändrad minskar BNP ungefär dubbelt så mycket.

I det andra scenariot ökar bankernas innehav av likvida tillgångar med 25 procent, en förändring som också fasis in över en period av fyra år. I scenariot leder detta till att bankernas räntemarginaler successivt ökar med omkring 15 räntepunkter. Eftersom räntemarginalerna blir större i detta scenario blir effekterna på BNP i motsvarande grad större. I fallet med aktiv penningpolitik minskar BNP med 0,2 procent efter 18 kvartal, se den tredje kolumnen i tabell A.1.⁴²

I tabell A1 redovisas även resultatet av en ökning av kapitalnivån med 1 procentenhet för euroområdet, beräknat med CMR-modellen, vilken är en allmän jämviktsmodell som används av ECB.⁴³ Enligt dessa beräkningar minskar BNP med 0,2-0,3 procent efter 18 kvartal som en följd av de ökade kapitalkraven, beroende på om penningpolitiken anpassas eller inte. MAG-rapporten redovisar också beräkningar baserade på andra typer av allmänna jämviktsmodeller, med eller utan banksektor. Medianvärdet av dessa beräkningar är att BNP minskar med 0,1 procent efter 18 kvartal som en följd av en höjd nivå på bankernas kapital. Ett krav på större likvida tillgångar leder till en minskning av BNP i samma storleksordning.

Effekten på realekonomin av de nya regleringarna har också beräknats i en tidsseriemodell, dvs. i en vektor autoregressiv modell (VAR-modell). Denna modell fångar upp historiska korrelationer mellan variabler, men säger inget om eventuella orsakssamband som en allmän jämviktsmodell kan göra. En fördel med denna enklare tidsseriemodell är dock att man inte först behöver räkna ut regleringarnas effekt på räntemarginalen. Man kan direkt undersöka hur förändringar av kapitalnivån kan påverka makrovariabler som BNP och inflation. Dessa modeller utgör därför ett viktigt komplement till analysen i den allmänna jämviktsmodellen. I MAG finner man generellt att regleringarna har en lite större effekt i tidsseriemodellerna än i de allmänna jämviktsmodellerna.⁴⁴

42 Med aktiv penningpolitik menas att centralbanken följer sitt normala handlingsmönster enligt exempelvis en penningpolitisk regel. Passiv penningpolitik innebär att räntan förblir konstant.

43 Se L. Christiano, R. Motto och M. Rostagno, "Financial factors in economic fluctuations", ECB Working Paper Series, nr 1192, 2010.

44 Effekter av de nya likviditetskraven har inte beräknats i VAR-modellen.

MAG anger riktlinjer för hur tidsseriemodellerna ska vara konstruerade. Den modell som har estimerats för Sverige följer dessa riktlinjer. De variabler som ingår är kapitalnivån, real BNP, inflationen mätt med KPIF, räntan på en tre månaders statsskuldväxel samt bankutlåning till svensk allmänhet.⁴⁵ Scenariot innebär att kapitalnivån blir 1 procentenhet högre än i basscenariot efter fyra år.

Resultaten för Sverige är i linje med beräkningar för andra länder

De svenska resultaten ligger i linje med de resultat som MAG-studien får fram för andra länder. Effekten på BNP av den föreslagna regleringen (se tabell A1) är något kraftigare än de effekter som beräknas i Ramses. BNP faller med ca 0,3 procent, men detta fall tas tillbaka efter några år. Även i MAG-rapporten är det generellt så att tidsseriemodellerna ger något större effekter. När man tar hänsyn till osäkerheten i skattningarna framstår dock skillnaderna som obetydliga.

Sammantaget pekar resultaten av beräkningarna i Ramses och tidsseriemodellen på att en ökad kapitaltäckning för svenska banker får små effekter på BNP-utvecklingen. Enligt beräkningarna i Ramses får ett krav på ökat innehav av likvida tillgångar en något större effekt på BNP, eftersom bankerna i detta scenario antas öka sina räntemarginaler i större utsträckning än i fallet när kapitalkravet skärps.

Tabell A1. Minskning av BNP i procent av ökade räntemarginaler till följd av nya regleringar

	Kapitalnivån ökar med en procentenhet		Innehav av likvida tillgångar ökar med 25 procent	
	18 kvartal	32 kvartal	18 kvartal	32 kvartal
Sverige				
Passiv penningpolitik (Ramses)	0,2	0,5	0,4	0,8
Aktiv penningpolitik (Ramses)	0,1	0,2	0,2	0,4
Tidsseriemodell	0,3	0	-	-
Euroområdet, CMR-modellen*				
Passiv penningpolitik	0,3	0,4	-	-
Aktiv penningpolitik	0,2	0,3	-	-
MAG-median				
Allmänna jämviktsmodeller**	0,1	0,1	0,1	0,1
Tidsseriemodeller	0,4	0,4	1,3	1,7

* CMR-modellen används på ECB och är en allmän jämviktsmodell av liknande typ som Ramses. I CMR-scenariot antas att räntemarginalerna ökar successivt så att de efter 18 kvartal stigit med 25 räntepunkter.

** I MAG-rapporten sammanställs resultat från olika typer av allmänna jämviktsmodeller, med eller utan banksektor.

Källa: Riksbanken

⁴⁵ Estimeringsperioden är 1997-2010. VAR-modellen innehåller 4 laggar och är estimerad med Bayesianska metoder.

■ Appendix

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

Tabeller

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

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2010 Kv 4	2011 Kv 1	2011 Kv 2	2012 Kv 1	2013 Kv 1	2014 Kv 1
Reporänta	0,96	1,4 (1,4)	1,7 (1,6)	2,5 (2,2)	3,2 (3,1)	3,6

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation, årsgenomsnitt

Årlig procentuell förändring

	2009	2010	2011	2012	2013
KPI	-0,3	1,3 (1,3)	2,5 (2,2)	2,1 (2,0)	2,6 (2,6)
KPIF	1,9	2,1 (2,1)	1,9 (1,7)	1,5 (1,4)	2,0 (1,9)
KPIF exkl. energi	2,3	1,7 (1,7)	1,7 (1,6)	1,7 (1,6)	2,1 (2,0)
HIKP	1,9	1,9 (1,9)	1,7 (1,5)	1,3 (1,1)	1,8 (1,7)

Anm. Prognosen för KPI avser den årliga förändringstakten i reviderade indextal (den så kallade inflationstakten). Denna kommer temporärt att överstiga förändringstakten i KPI under 2011. KPIF är KPI med fast bostadsränta. HIKP är ett EU-harmoniserat index för konsumentpriser.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning

Årsgenomsnitt, procent om ej annat anges

	2009	2010	2011	2012	2013
Reporänta	0,7	0,5 (0,5)	1,8 (1,7)	2,8 (2,6)	3,4 (3,3)
10-årsränta	3,3	2,8 (2,8)	3,4 (3,2)	4,0 (3,8)	4,4 (4,3)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	140,2	129,3 (129,3)	119,3 (121,8)	120,1 (121,4)	121,1 (122,2)
Offentligt finansiellt sparande*	-1,0	0,6 (0,6)	2,0 (2,0)	1,9 (2,1)	1,8 (1,9)

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	2009	2010	2011	2012	2013
Euroområdet (0,15)	-4,0	1,7 (1,7)	1,5 (1,5)	1,7 (1,8)	2,3 (2,3)
USA (0,20)	-2,6	2,9 (2,8)	3,3 (3,0)	3,1 (3,4)	2,7 (2,9)
Japan (0,06)	-6,3	4,3 (4,3)	1,7 (1,5)	1,7 (1,7)	1,8 (1,8)
OECD (0,56)	-3,5	2,9 (2,9)	2,6 (2,5)	2,6 (2,8)	2,6 (2,7)
TCW-vägd (0,48)	-3,9	1,9 (1,9)	1,8 (1,8)	2,0 (2,1)	2,3 (2,3)
Världen (1,00)	-0,5	4,8 (4,7)	4,4 (4,1)	4,3 (4,3)	4,4 (4,3)

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

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

	2009	2010	2011	2012	2013
Styrränta i omvärlden, TCW-vägd	0,7	0,5 (0,5)	0,9 (0,8)	1,6 (1,4)	2,7 (2,5)
Råoljepris, USD/fat Brent	62	80 (79)	99 (89)	100 (89)	99 (90)
Svensk exportmarknad	-13,1	10,0 (10,0)	8,2 (8,1)	6,8 (7,0)	6,5 (6,5)

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 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2009	2010	2011	2012	2013
Hushållens konsumtion	-0,4	3,5 (3,5)	2,9 (2,9)	2,3 (2,1)	2,3 (2,1)
Offentlig konsumtion	1,7	2,0 (2,0)	0,9 (0,9)	0,5 (0,5)	0,7 (0,7)
Fasta bruttoinvesteringar	-16,3	5,8 (5,8)	10,1 (10,7)	5,9 (5,6)	5,5 (5,0)
Lagerinvesteringar*	-1,5	2,2 (2,3)	-0,3 (-0,1)	-0,2 (-0,2)	0,0 (0,0)
Export	-13,4	11,4 (11,3)	8,7 (8,6)	5,6 (5,6)	5,9 (5,9)
Import	-13,7	13,1 (13,3)	7,2 (7,8)	5,8 (5,7)	6,4 (6,3)
BNP	-5,3	5,5 (5,5)	4,4 (4,4)	2,4 (2,3)	2,5 (2,4)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,3	5,3 (5,3)	4,4 (4,4)	2,8 (2,7)	2,5 (2,4)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	-3,0	3,3 (3,3)	3,4 (3,6)	2,3 (2,2)	2,3 (2,2)
Nettoexport*	-0,8	0,0 (-0,1)	1,2 (0,9)	0,3 (0,3)	0,2 (0,2)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	6,8	6,4 (6,2)	7,2 (6,7)	7,1 (6,7)	7,0 (6,6)

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 6. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2009	2010	2011	2012	2013
Folkmängd, 16-64 år	0,7	0,5 (0,4)	0,2 (0,1)	0,0 (0,0)	-0,1 (-0,1)
Potentiellt arbetade timmar	1,2	0,9 (0,9)	0,5 (0,5)	0,4 (0,4)	0,3 (0,2)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,3	5,3 (5,3)	4,4 (4,4)	2,8 (2,7)	2,5 (2,4)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	-2,6	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)	1,1 (1,0)	0,7 (0,6)
Sysselsatta, 15-74 år	-2,1	1,0 (1,0)	2,1 (2,0)	0,9 (0,9)	0,6 (0,5)
Arbetskraft, 15-74 år	0,2	1,1 (1,1)	0,9 (1,0)	0,4 (0,3)	0,2 (0,1)
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,3	8,4 (8,4)	7,3 (7,5)	6,8 (7,0)	6,4 (6,6)

* Procent av arbetskraften

Anm. Med potentiellt arbetade timmar avses den långsiktigt hållbara nivån på antal arbetade timmar enligt Riksbankens bedömning.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 7. Löhner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerad data

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

* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Tabell 8. Alternativscenario med högre inflation i omvärlden

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2009	2010	2011	2012	2013
Omvärldens BNP	-3,8	1,9 (1,9)	2,0 (1,8)	1,8 (2,0)	2,1 (2,3)
Omvärldens KPI	0,5	1,6 (1,6)	2,3 (1,9)	1,7 (1,5)	1,7 (1,8)
Omvärldens styrränta, procent	0,7	0,5 (0,5)	1,3 (1,0)	2,1 (1,6)	2,7 (2,7)
Reporänta, procent	0,7	0,5 (0,5)	2,2 (1,8)	3,1 (2,8)	3,3 (3,4)
KPI	-0,3	1,3 (1,3)	3,3 (2,5)	2,2 (2,1)	2,0 (2,6)
KPIF	1,9	2,1 (2,1)	2,3 (1,9)	1,6 (1,5)	1,8 (2,0)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,3	5,3 (5,3)	4,5 (4,4)	2,8 (2,8)	2,5 (2,5)
Timgap, procent	-3,0	-2,1 (3,1)	-0,6 (-0,7)	0,0 (-0,1)	0,2 (0,2)
Arbetslöshet, procent	8,3	8,4 (8,4)	7,3 (7,3)	6,7 (6,8)	6,3 (6,4)
Real reporänta, procent	-1,0	-0,4 (-0,4)	1,1 (0,7)	1,5 (1,1)	

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. Prognosen för KPI avser den årliga förändringstakten i reviderade indextal (den så kallade inflations-takten).TCW-vägda omvärldsvariabler.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 9. Alternativscenario med högre inhemsk efterfrågan

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2009	2010	2011	2012	2013
Reporänta, procent	0,7	0,5 (0,5)	2,0 (1,8)	3,3 (2,8)	3,8 (3,4)
KPI	-0,3	1,3 (1,3)	2,8 (2,5)	2,4 (2,1)	2,7 (2,6)
KPIF	1,9	2,1 (2,1)	2,0 (1,9)	1,7 (1,5)	2,1 (2,0)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,3	5,3 (5,3)	4,9 (4,4)	3,6 (2,8)	2,7 (2,5)
Timgap, procent	-3,0	-2,1 (3,1)	-0,5 (-0,7)	0,4 (-0,1)	0,5 (0,2)
Arbetslöshet, procent	8,3	8,4 (8,4)	7,1 (7,3)	6,4 (6,8)	6,2 (6,4)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. Prognosen för KPI avser den årliga förändringstakten i reviderade indextal (den så kallade inflations-takten).

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 10. Alternativscenario med högre produktivitet

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2009	2010	2011	2012	2013
Reporänta, procent	0,7	0,5 (0,5)	1,7 (1,8)	2,4 (2,8)	3,0 (3,4)
KPI	-0,3	1,3 (1,3)	2,4 (2,5)	1,7 (2,1)	2,3 (2,6)
KPIF	1,9	2,1 (2,1)	1,8 (1,9)	1,2 (1,5)	1,7 (2,0)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,3	5,3 (5,3)	4,8 (4,4)	3,5 (2,8)	2,8 (2,5)
Timgap, procent	-3,0	-2,1 (3,1)	-0,9 (-0,7)	-0,4 (-0,1)	0,1 (0,2)
Arbetslöshet, procent	8,3	8,4 (8,4)	7,3 (7,3)	6,7 (6,8)	6,1 (6,4)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. Prognosen för KPI avser den årliga förändringstakten i reviderade indextal (den så kallade inflations-takten).

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 11. Alternativscenario med tillfälligt starkare växelkurs
Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2009	2010	2011	2012	2013
Reporänta, procent	0,7	0,5 (0,5)	1,7 (1,8)	2,5 (2,8)	3,2 (3,4)
KPI	-0,3	1,3 (1,3)	2,4 (2,5)	1,8 (2,1)	2,6 (2,6)
KPIF	1,9	2,1 (2,1)	1,8 (1,9)	1,3 (1,5)	1,9 (2,0)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,3	5,3 (5,3)	4,3 (4,4)	2,6 (2,8)	2,8 (2,5)
Timgap, procent	-3,0	-2,1 (3,1)	-0,8 (-0,7)	-0,5 (-0,1)	0,0 (0,2)
Arbetslöshet, procent	8,3	8,4 (8,4)	7,3 (7,3)	7,0 (6,8)	6,6 (6,4)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	140,2	129,3 (129,3)	116,4 (119,3)	116,1 (120,1)	120,1 (121,1)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. Prognosen för KPI avser den årliga förändringstakten i reviderade indextal (den så kallade inflations-takten).

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 12. Alternativscenario med varaktigt starkare växelkurs
Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2009	2010	2011	2012	2013
Reporänta, procent	0,7	0,5 (0,5)	1,6 (1,8)	2,1 (2,8)	2,8 (3,4)
KPI	-0,3	1,3 (1,3)	2,2 (2,5)	1,4 (2,1)	2,4 (2,6)
KPIF	1,9	2,1 (2,1)	1,7 (1,9)	1,0 (1,5)	1,8 (2,0)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,3	5,3 (5,3)	4,3 (4,4)	2,6 (2,8)	2,8 (2,5)
Timgap, procent	-3,0	-2,1 (3,1)	-0,9 (-0,7)	-0,7 (-0,1)	-0,2 (0,2)
Arbetslöshet, procent	8,3	8,4 (8,4)	7,3 (7,3)	7,0 (6,8)	6,6 (6,4)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	140,2	129,3 (129,3)	116,4 (119,3)	115,0 (120,1)	117,8 (121,1)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. Prognosen för KPI avser den årliga förändringstakten i reviderade indextal (den så kallade inflations-takten).

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 13. Alternativscenario med lägre reporänta
Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2009	2010	2011	2012	2013
Reporänta, procent	0,7	0,5 (0,5)	1,6 (1,8)	2,7 (2,8)	3,4 (3,4)
KPI	-0,3	1,3 (1,3)	2,5 (2,5)	2,2 (2,1)	2,7 (2,6)
KPIF	1,9	2,1 (2,1)	1,9 (1,9)	1,7 (1,5)	2,1 (2,0)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,3	5,3 (5,3)	4,5 (4,4)	3,0 (2,8)	2,5 (2,5)
Timgap, procent	-3,0	-2,1 (3,1)	-0,7 (-0,7)	0,1 (-0,1)	0,3 (0,2)
Arbetslöshet, procent	8,3	8,4 (8,4)	7,3 (7,3)	6,6 (6,8)	6,3 (6,4)
BNP-gap, procent	-7,2	-3,7 (-3,7)	-0,8 (-0,9)	0,4 (0,1)	0,7 (0,5)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. Prognosen för KPI avser den årliga förändringstakten i reviderade indextal (den så kallade inflations-takten).

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 14. Alternativscenario med högre reporänta
Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2009	2010	2011	2012	2013
Reporänta, procent	0,7	0,5 (0,5)	2,0 (1,8)	2,9 (2,8)	3,4 (3,4)
KPI	-0,3	1,3 (1,3)	2,6 (2,5)	1,9 (2,1)	1,5 (2,6)
KPIF	1,9	2,1 (2,1)	1,8 (1,9)	1,4 (1,5)	1,1 (2,0)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,3	5,3 (5,3)	4,3 (4,4)	2,6 (2,8)	1,6 (2,5)
Timgap, procent	-3,0	-2,1 (3,1)	-0,8 (-0,7)	-0,3 (-0,1)	0,1 (0,2)
Arbetslöshet, procent	8,3	8,4 (8,4)	7,3 (7,3)	6,9 (6,8)	6,6 (6,4)
BNP-gap, procent	-7,2	-3,7 (-3,7)	-0,9 (-0,9)	-0,1 (0,1)	0,3 (0,5)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. Prognosen för KPI avser den årliga förändringstakten i reviderade indextal (den så kallade inflations-takten).

Källor: SCB och Riksbanken

Översikt över fördjupningar 2007–2010⁴⁶

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
- 2010 Oktober Varför högre tillväxt i Sverige än i euroområdet och USA?
- 2010 Oktober Basel III – skärpta regler för banker
- 2010 Oktober Reporäntebanan och penningpolitiska förväntningar enligt implicita terminräntor
- 2010 Oktober Drivkrafterna bakom trenderna i ekonomin kan analyseras med en produktionsfunktion

⁴⁶ En förteckning över fördjupningar från och med 1993 och framåt finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Tidigare räntebeslut⁴⁷

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
25 oktober	1,00	+0,25	Oktober 2010
14 december	1,25	+0,25	Penningpolitisk uppföljning

47 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 statsskuldväxel med samma löptid.

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

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

Tillgångspriser: I huvudsak avses priset på aktier och fastigheter.

Underliggande inflation: Inflationsmått som på olika sätt rensar bort eller viktas 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

