



Penningpolitisk rapport

Oktober 2011

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 26 oktober 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**
 - Stor osäkerhet och inbromsning i konjunkturen **7**
 - Ökad osäkerhet om återhämtningen i omvärlden **9**
 - Oron om framtiden bromsar utvecklingen i Sverige **12**
 - Penningpolitiska överväganden **17**
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker **19**
 - Alternativscenario: Utdragen statsfinansiell kris **21**
 - Alternativscenario: Stagflation **24**
 - Alternativa scenarier för reporäntan **26**
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin **29**
 - Osäkerhet på de finansiella marknaderna **33**
 - Även Sverige påverkas av finansiell oro **38**
- FÖRDJUPNINGAR
 - Likheter och skillnader mellan det aktuella läget och 2008-2009 **44**
 - Skuldkrisen i Europa **49**
 - Ny avtalsrörelse i ett osäkert ekonomiskt läge **53**
- Appendix **59**
 - Tabeller **60**
 - Översikt över fördjupningar 2009-2011 **65**
 - Tidigare räntebeslut **66**
 - Ordlista **67**

■ Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning

■ Reporäntan lämnas oförändrad på 2 procent

Svårigheterna med att lösa den statsfinansiella krisen i Europa har lett till ökad osäkerhet om framtiden. I Sverige väntas den ekonomiska utvecklingen bli något svagare framöver. Samtidigt är inflationstrycket lågt. Därför har Riksbankens direktion beslutat att lämna reporäntan oförändrad på 2 procent och avvakta med ytterligare höjningar till en bit in på nästa år.

■ Oro i omvärlden dämpar svensk ekonomi

Svårigheterna med att skapa en långsiktig lösning på de statsfinansiella problemen i både USA och euroområdet har ökat osäkerheten om framtiden. Det har lett till fallande börskurser, problem i den europeiska banksektorn och ökad pessimism bland hushåll och företag. Det kommer att krävas kraftfulla åtgärder för att komma tillrätta med underskotten i de offentliga finanserna och oron på de finansiella marknaderna. De finanspolitiska åtstramningarna kommer att hämma den ekonomiska tillväxten i USA och euroområdet de kommande åren.

Den svagare utvecklingen i omvärlden kommer att dämpa tillväxten även i Sverige. Hittills har dock Sverige framförallt påverkats i form av ett minskat förtroende bland hushåll och företag. Hushållens förmögenhet har dessutom minskat i och med att börserna fallit och utvecklingen på bostadsmarknaden blivit mer dämpad. Det gör att hushållens konsumtion ökar långsammare, vilket också bidrar till en svagare utveckling i svensk ekonomi framöver. När osäkerheten minskar och förtroendet återvänder väntas svensk ekonomi växa i mer normal takt och resursutnyttjandet stiga.

Inflationen mätt med KPI är hög. Det beror främst på att räntorna för bolån stigit. Det underliggande inflationstrycket är däremot lågt i dagsläget. I takt med att resursutnyttjandet stiger, väntas inflationstrycket öka.

■ Fortsatt låg ränta

För att stabilisera inflationen runt målet på 2 procent och resursutnyttjandet kring en normal nivå behöver räntan vara fortsatt låg. Riksbankens direktion har därför beslutat att lämna räntan oförändrad på 2 procent och avvakta med ytterligare höjningar till en bit in på nästa år. Framöver, när resursutnyttjandet och inflationstrycket stiger, behöver reporäntan gradvis höjas.

■ Stor osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen

Prognoserna för ekonomin och penningpolitiken bygger som alltid på den information som i dagsläget är känd och ny information framöver kan leda till att dessa prognoser ändras. Osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen i omvärlden är stor. Å ena sidan kan de statsfinansiella problemen i framförallt euroområdet fördjupas och leda till större negativa effekter för svensk ekonomi. I ett sådant läge kan räntebanan behöva bli lägre. Å andra sidan är det också möjligt att den finansiella oron bedarrar snabbare än väntat och återhämtningen i euroområdet blir mindre utdragen. Det skulle kunna motivera en högre räntebana i Sverige. Det är också möjligt att inflationen i omvärlden blir fortsatt hög framöver och driver upp svensk inflation, vilket också kan motivera en högre räntebana.

■ KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Tillväxtutsikterna i omvärlden har försämrats. Svårigheterna med att skapa en långsiktig lösning på de statsfinansiella problemen i både USA och euroområdet bidrar till en ökad osäkerhet om den framtida ekonomiska utvecklingen. Inbromsningen i euroområdet blir kraftigare och återhämtningen blir mer utdragen. Tillväxten i världen som helhet bedöms dock sammantaget bli relativt god även framöver. Osäkerheten om den framtida utvecklingen är dock stor och nya oväntade händelser kan få stora effekter.

Svensk ekonomi har hittills utvecklats starkt. Men förtroendet hos hushåll och företag har sjunkit till följd av oron i omvärlden. Samtidigt har börsen fallit och utvecklingen på bostadsmarknaden har dämpats vilket medför att hushållens förmögenhet minskar. Sammantaget väntas detta leda till en lägre tillväxt under den närmaste tiden. En lägre omvärldsinflation dämpar också inflationen i Sverige framöver.

Det svagare resursutnyttjandet och det lägre inflationstrycket motiverar en lägre reporäntebana. Riksbanken bedömer därför att det är lämpligt att lämna reporäntan oförändrad på 2 procent och avvakta med ytterligare höjningar av reporäntan till en bit in på nästa år.

Stor osäkerhet och inbromsning i konjunkturen

■ Långsam återhämtning i Europa

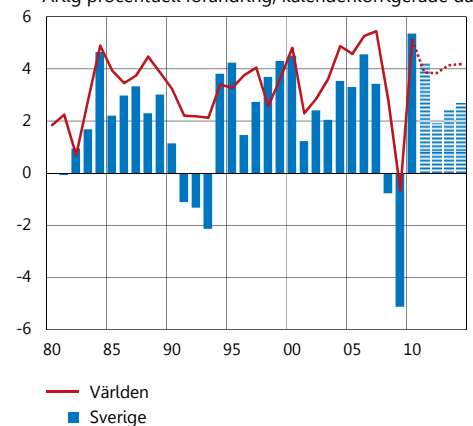
Den svaga utvecklingen i omvärlden har till stor del sitt ursprung i den ansträngda statsfinansiella situationen i ett antal länder och den osäkerhet om utvecklingen framöver som den är förknippad med. Riksbanken bedömer att tillräckliga åtgärder kommer att vidtas för att lösa de mest akuta och närstående problemen i euroområdet, som till exempel en ordnad omförhandling av den grekiska statskulden. Men det kommer att ta lång tid innan de underliggande strukturella problemen fått en lösning och återhämtningen i euroområdet kommer således att bli utdragen. I den aktuella bedömningen är tillväxten i euroområdet mycket låg under den närmaste tiden för att därefter vara mer normal. En normal tillväxt innebär dock en långsam återhämtning i euroområdet med hänsyn till att nivån på BNP i utgångsläget är låg.

BNP-tillväxten i världen som helhet dämpas från ungefär 5 procent 2010 till knappt 4 procent i år. Inbromsningen beror främst på lägre tillväxt i länder som till exempel USA och Japan, men även tillväxtekonomierna utvecklas något svagare. Under de närmaste åren växer världsekonomin ungefär i historiskt normal takt (se diagram 1:1).

■ Även svensk ekonomi påverkas

Svensk ekonomi har hittills framförallt påverkats av utvecklingen i omvärlden genom att förtroendet hos hushåll och företag minskat och aktiepriserna fallit. Men en lägre ökningstakt i efterfrågan på världsmarknaden hämmar också tillväxten i Sverige framöver. Jämfört med många andra OECD-länder är dock tillväxtförutsättningarna i Sverige alltjämt relativt gynnsamma. Det beror bland annat på de goda statsfinanserna som medför att Sverige inte behöver genomföra några finanspolitiska åtstramningar och på att Sverige har ett

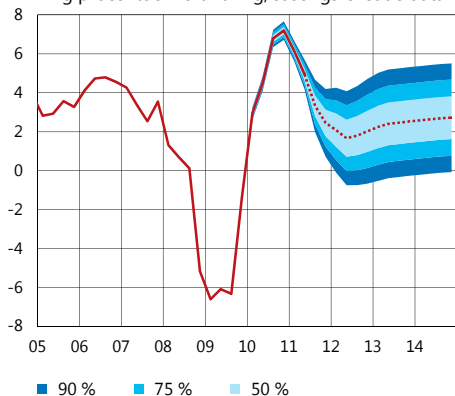
Diagram 1:1. Tillväxten i världen och i Sverige
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Källor: IMF, SCB och Riksbanken

Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data

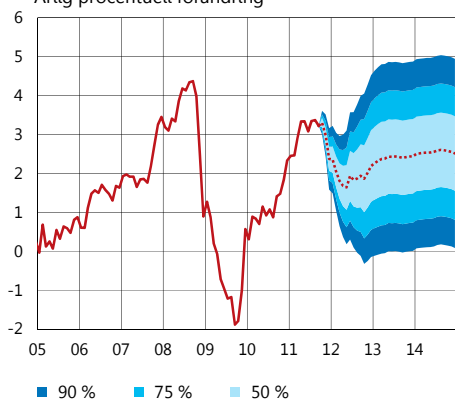


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. Det råder osäkerhet även om utfallen för BNP eftersom nationalräkenskaperna revideras flera år efter första publicering.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPI med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring

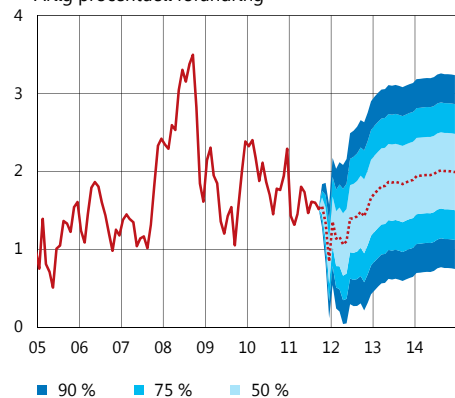


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

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

lågt kostnadstryck och inte tyngs av sviterna efter kraftiga prisfall på bostadsmarknaden.

Efter två år med snabb ekonomisk återhämtning har tillväxten i Sverige nu växlat ner och förväntas det kommande året bli lägre än normalt (se diagram 1:2). Riksbanken bedömer att resursutnyttjandet i Sverige i dagsläget är något under normal nivå. I takt med att utvecklingen i omvärlden stabiliseras förbättras läget även i Sverige och resursutnyttjandet stiger till en normal nivå mot slutet av prognosperioden. Arbetslösheten väntas fortsätta falla, om än långsamt det närmaste året, för att mot slutet av prognoshorisonten vara cirka 6,5 procent.

Under återhämtningen har produktiviteten förbättrats snabbt, samtidigt som reallönerna har ökat måttligt. Därtill har förstärkningen av kronan under 2009 och 2010 bidragit till lägre importerad inflation. Tillsammans har dessa faktorer lett till att den underliggande inflationen i dagsläget är låg. Däremot är KPI-inflationen hög (se diagram 1:3). Det beror främst på att boräntorna har stigit till följd av Riksbankens räntehöjningar men också på att skillnaden mellan de korta boräntorna och reporäntan ökat.

Under de kommande åren väntas produktiviteten stiga i mer måttlig takt. Samtidigt normaliseras resursutnyttjandet och löneökningstakten väntas stiga. Sammantaget ökar därmed kostnadstrycket i svensk ekonomi och KPIF-inflationen stiger gradvis mot 2 procent (se diagram 1:4).

■ Lägre räntebana stimulerar ekonomin

Under återhämtningen har den expansiva penningpolitiken medverkat till att stimulera den inhemska efterfrågan, samtidigt som den förhållandevis svaga kronan har stimulerat exporten. En förutsättning för att resursutnyttjande och kostnadstryck framöver ska normaliseras, är att penningpolitiken även under kommande år är expansiv. Reporäntan lämnas därför oförändrad på 2 procent och Riksbanken avvaktar med ytterligare höjningar av reporäntan till en bit in på nästa år (se diagram 1:5). Allt eftersom utvecklingen i omvärlden stabiliseras och resursutnyttjandet i Sverige åter stiger ökar KPIF-inflationen. Reporäntan kommer därför att behöva höjas successivt till cirka 3,5 procent i slutet av prognosperioden.

Jämfört med den prognos som publicerades i september, väntas nu reporäntan alltså börja höjas senare. Revideringen av reporäntebanan motiveras av att tillväxtutsikterna för svensk ekonomi är något sämre och inflationen något lägre.

Om problemen med att få till stånd lösningar för statsskuldutvecklingen i euroområdet förvärras påtagligt och därmed förvärrar situationen på de finansiella marknaderna, med bland annat stramare kreditgivning, får det sannolikt stora effekter på svensk export och svenska investeringar. I ett sådant läge behöver penningpolitiken bli mer expansiv, något som diskuteras i kapitel 2. Där illustreras även

olika effekter av en annan penningpolitik än den som ligger till grund för huvudscenariot och som presenteras här i kapitel 1.

Samtidigt kan det inte uteslutas att problemen i omvärlden blir mindre omfattande och att den finansiella oron bedarrar snabbare än väntat. I en sådan mer gynnsam utveckling kan förtroendet återvända snabbt och återhämtningen bli mindre utdragen. Då skulle också behovet av en expansiv penningpolitik minska.

Ökad osäkerhet om återhämtningen i omvärlden

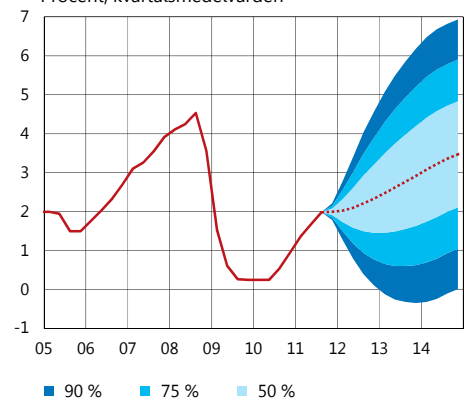
■ Ökad oro på de finansiella marknaderna

De senaste månaderna har oron för några av euroländernas långsiktiga betalningsförmåga ökat ytterligare. Det beror på en kombination av sämre tillväxtutsikter och en avsaknad av långsiktiga lösningar på statskuldsproblemen. Osäkerheten har resulterat i fallande börskurser och ökad pessimism bland hushåll och företag i hela Europa (se diagram 3:12 och 3:6). Risken för ökade framtida problem syns till exempel i utvecklingen av statsobligationsräntorna i Grekland, Portugal, Italien och Spanien, som har fortsatt att stiga (se diagram 3.10 och 3:11). Riksbanken antar att de mest akuta statsfinansiella problemen kommer att lösas på ett ordnat sätt. Det inrymmer någon form av omförhandling av den grekiska statskulden.

Samtidigt har osäkerheten om utvecklingen i det europeiska banksystemet ökat. Vissa banker i euroområdet har redan idag problem med kapitaltäckning men framförallt likviditet. Dessa banker har svårt att få marknadsfinansiering och tvingas hantera likviditetsproblemen genom att strama åt kreditgivningen eller låna från centralbanken. Den europeiska centralbanken har sedan krisen 2008-2009 fortsatt stödja banksystemet med olika likviditetsåtgärder. ECB har både regelverk och verktyg att tillmötesgå ett ökat likviditetsbehov i banksystemet. I prognosen antas att situationen i de europeiska bankerna kommer att vara ansträngd men inte i sådan utsträckning att förtroendet kollapsar och de finansiella marknaderna upphör att fungera. Marknaderna kommer dock under en tid att fungera sämre än normalt.

Ur ett internationellt perspektiv är de svenska bankerna idag välkapitaliserade och deras exponering mot problemländerna i Europa är begränsad. Deras exponering gentemot Baltikum, som under den finansiella krisen 2008-2009 var ett stort problem, är också mycket mindre nu. Riksbanken bedömer därför att det svenska banksystemet är förhållandevis väl rustat att stå emot de finansiella problemen i euroområdet (detta diskuteras mer utförligt i fördjupningen "Likheter och skillnader mellan det aktuella läget och 2008-2009"). Men svenska banker är inte helt skyddade mot riskerna för förtroende- och likviditetskris i Europa eftersom de är en del av ett globalt banksystem och beroende av finansiering i utländsk valuta. Ett alternativscenario, "Utdragen statsfinansiell kris", som innebär en allvarlig

Diagram 1.5. Reporänta med osäkerhetsintervall
Procent, kvartalsmedelvärden

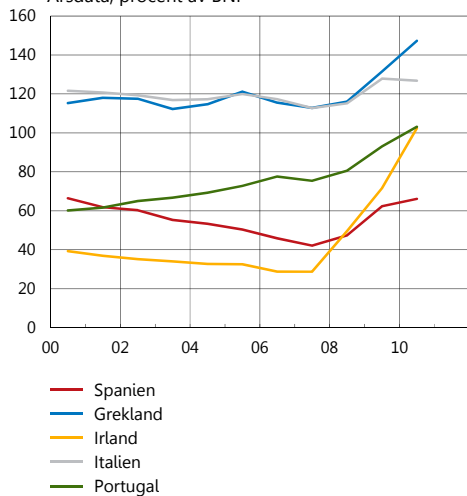


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på riskjusterade marknadsräntors prognosfel för perioden 1999 till dess att Riksbanken började publicera prognoser för reporeräntan under 2007. Detta osäkerhetsintervall tar inte hänsyn till att det kan finnas en nedre gräns för reporeräntan.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:6. Offentlig skuldtutveckling i olika länder

Årsdata, procent av BNP

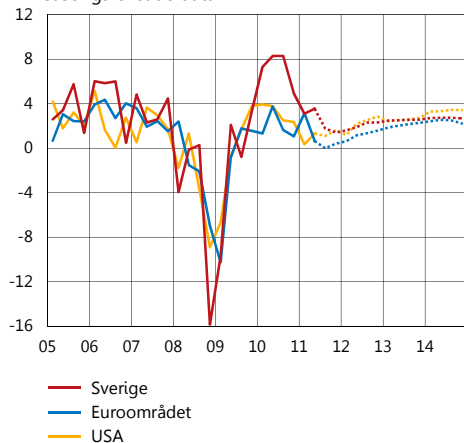


Anm. Offentlig bruttoskuld.

Källa: OECD

Diagram 1:7. BNP i olika regioner och länder

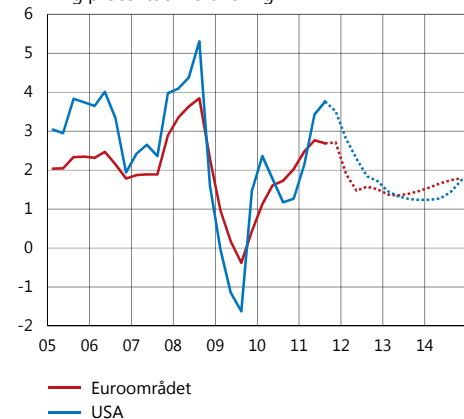
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

Diagram 1:8. Inflation i euroområdet och USA

Årlig procentuell förändring



Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och Riksbanken

kreditåtstramning i Europa och stora problem med kapitaltäckning i det europeiska banksystemet belyses i kapitel 2.

■ Risk för lägre tillväxt i euroområdet

Redan tidigare bedömde Riksbanken att återhämtningen i euroområdet skulle gå långsamt men denna bedöms nu ta ännu längre tid. Statskulderna i flera av euroområdets länder har ökat snabbt och är nu på mycket höga nivåer (se diagram 1:6). Hur politikerna hantlar dessa statsfinansiella problem är avgörande för euroområdets tillväxt på lite längre sikt (detta diskuteras mer utförligt i fördjupningen "Skuldkrisen i Europa"). Osäkerheten kring problemländerna bedöms vara fortsatt stor framöver och risken för en fördjupad statsfinansiell kris i euroområdet bedöms ha ökat. BNP-tillväxten har därför reviderats ned något under hela prognosperioden jämfört med bedömningen i september och tillväxten under nästa år väntas bli mycket låg (se diagram 1:7).

Trots detta bedöms BNP-tillväxten i euroområdet inte minska tillnärmelsevis lika kraftigt som under den globala finanskrisen 2008-2009. Men utgångsläget är nu sämre eftersom länderna ännu inte återhämtat produktionsbortfallet från den förra krisen. Dessutom är de stater i Europa med statskultsproblem nu sämre rustade att återkapitalisera sina banksystem. I kombination med fortsatta statsfinansiella problem och stora finanspolitiska åtstramningar, medför detta att tillväxten i euroområdet hämmas under en lång tid framöver.

Arbetslösheten väntas förbli hög och det bedöms finnas gott om lediga resurser de kommande åren. Det bidrar till att den i nuläget relativt höga inflationen sjunker under det närmaste året och blir förhållandevis låg under resten av prognosperioden (se diagram 1:8). Jämfört med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i september väntas inflationen nu också bli något lägre kommande år. Den lägre inflationen och den svagare tillväxten gör att styrräntan i euroområdet antas bli något lägre än i förra prognosen och att det dröjer till 2013 innan den långsamt börjar stiga.

■ Finanspolitisk osäkerhet och en svag hushållssektor i USA

Finanspolitiken i USA bedöms komma att stramas åt de kommande åren, men det är mycket osäkert hur detta ska ske. Den främsta anledningen till osäkerheten är den politiska oenigheten i kongressen. Om parterna i kongressen inte kan komma överens om hur den långsiktiga budgetkonsolideringen ska gå till stramas finanspolitiken automatiskt åt under 2013 i enlighet med tidigare fattade beslut. Detta skulle innebära betydande åtstramningar framförallt under 2013. Den stramare finanspolitiken bedöms nu, bland annat på grund av mer försiktiga hushåll och företag, få ett större genomslag än tidigare och det innebär att BNP-tillväxten för USA revideras ned något de kommande åren.

Det har också blivit allt tydligare att den privata efterfrågan inte förmått driva tillväxten nu när de senaste årens finanspolitiska stimu-

lanser börjat fasas ut. Under sommaren och hösten har nya indikatorer bekräftat att den ekonomiska tillväxten i USA är svag. Hushållens och företagens förtroende har fallit kraftigt vilket hämmar både konsumtion och investeringar (se diagram 3.2). Den svaga utvecklingen av hushållens förmögenhet till följd av börsfall och en fortsatt dämpad utveckling av huspriserna väntas leda till att hushållen ökar sitt sparande framöver i syfte att minska sina skulder (se diagram 1:9 och 1:10). Konsumtionen förväntas därmed bli fortsatt svag, vilket bidrar till den förhållandevis låga tillväxten i år och nästa år (se diagram 1:7).

Företagens vinster ligger dock på historiskt höga nivåer och när hushållen så småningom sanerat sina skulder och förtroendet stiger så ökar konsumtionen snabbare igen. Då efterfrågan stiger bedöms företagens investeringar också komma att öka. I slutet av prognosperioden väntas därmed tillväxten åter stiga.

Tillväxten i sysselsättningen är fortsatt svag och i september låg arbetslösheten kvar på en oförändrad hög nivå. Bedömningen är att sysselsättningen framöver fortsätter att öka långsamt. Inflationen är för närvarande hög men väntas sjunka redan i början av nästa år då effekterna av de stigande energipriserna tidigare i år avtar. Därefter bidrar de relativt stora lediga resurserna i ekonomin till att inflationen fortsätter att sjunka (se diagram 1:8).

Den svaga utvecklingen på arbetsmarknaden och den låga inflationen medför att penningpolitiken bedöms bli mycket expansiv under lång tid. Detta bidrar till att motverka den sjunkande inflationen. Först under 2013 väntas styrräntan komma att börja höjas, vilket är i linje med kommunikationen från Federal Reserve.

■ Den globala tillväxten bromsar in

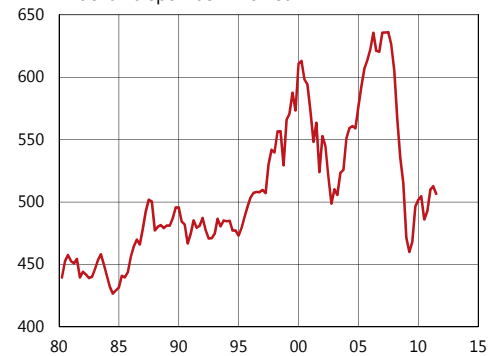
BNP-tillväxten i världen som helhet dämpas från ungefär 5 procent 2010 till knappt 4 procent i år. Inbromsningen beror främst på lägre tillväxt i både USA och Japan.

Tillväxtekonomierna bedöms fortsätta att växa i relativt god takt, om än inte lika snabbt som i år. En inbromsning har redan skett i Asien under första halvåret i år, främst till följd av utbudsstörningar efter jordbävningen i Japan.

I Latinamerika har tillväxten hittills varit fortsatt hög tack vare höga råvarupriser, expansiv ekonomisk politik och stora kapitalinflöden. Den förväntas dock minska framöver eftersom exporten till framförallt USA och Europa dämpas.

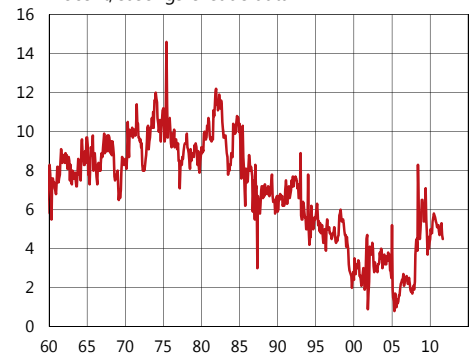
I slutet på prognosperioden bedöms tillväxten stiga i såväl OECD-länderna som i tillväxtekonomierna. Världen som helhet bedöms växa med cirka 4 procent per år under prognosperioden. Skillnaderna i återhämtning mellan olika regioner och länder är dock fortsatt stor.

Diagram 1:9. Hushållens nettoförmögenhet i USA
Andel av disponibel inkomst



Källor: Bureau of Economic Analysis och Federal Reserve

Diagram 1:10. Hushållens sparkvot i USA
Procent, säsongrensade data



Källa: Bureau of Economic Analysis

Diagram 1:11. Konkurrensvägd nominell växelkurs, TCW

Index, 1992-11-18 = 100

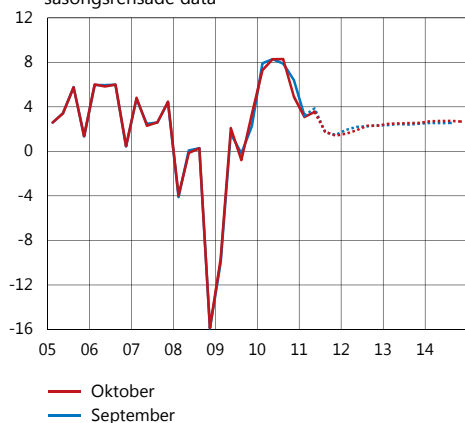


Anm. Utfallen är dagskurser och prognoserna avser kvartalsgenomsnitt.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:12. BNP i Sverige

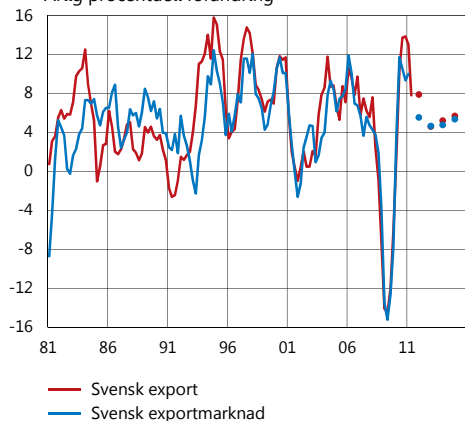
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:13. Export och svensk exportmarknad

Årlig procentuell förändring



Anm. Exportmarknad: avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av importen i de 15 länder som mottar mest svensk export.

Källor: SCB och Riksbanken

■ Utvecklingen på de finansiella marknaderna försvagar kronan

Oron som präglat utvecklingen på de finansiella marknaderna under sommaren och hösten har medfört att kronan försvagats. Kronan förväntas ligga kvar på denna något svagare nivå året ut. När den finansiella oron avtar väntas Sveriges relativt sett goda ekonomiska utveckling och sunda statsfinanser medföra att kronan åter successivt stärks (se diagram 1:11).

Oron om framtiden bromsar utvecklingen i Sverige

■ Svagare tillväxt i Sverige under andra halvåret 2011

Tillväxten i den svenska ekonomin har avtagit under första halvåret 2011 efter den kraftiga återhämtningen sedan krisen 2008-2009. Under andra halvåret i år försvagas tillväxten ytterligare och ekonomin växer då något långsammare än den historiskt genomsnittliga tillväxttakten. Även under nästa år är tillväxten något långsammare än normalt (se diagram 1:12).

De försämrade tillväxtutsikterna beror på ett antal olika faktorer. Svensk export drabbas via lägre tillväxt i efterfrågan från omvärlden. Oron på de internationella finansiella marknaderna och den ökade osäkerheten om den globala tillväxten spiller över på den svenska ekonomin främst via två kanaler: förtroende och förmögenhet. Försämrat förtroende bland svenska företag och hushåll avspeglas i fallande aktiekurser och ett ökat försiktighetssparande. Den minskade förmögenheten och ett fortsatt högt sparande leder till att konsumtionen utvecklas långsamt samt att företagen skjuter investeringarna på framtiden. Oron bland företag och hushåll i både Sverige och omvärlden väntas dock successivt avta i takt med att åtgärder vidtas för att lösa de mest akuta och närstående problemen i framförallt euroområdet.

Jämfört med förutsättningarna i flera andra OECD-länder är de svenska tillväxtförutsättningarna goda. Till skillnad från många andra länder, behöver Sverige inte vidta någon finanspolitisk åtstramning och tyngs inte heller av sviterna efter kraftiga prisfall på bostadsmarknaden. Bättre utgångsläge, avtagande oro bland marknadsaktörer i Sverige och omvärlden samt en fortsatt expansiv penningpolitik medför att tillväxten i Sverige stiger framöver. Svensk BNP växer i historiskt normal takt under slutet av prognosperioden.

■ Exporten mattas av

Hittills i år har den svenska exporten vuxit snabbt i förhållande till den marknad som svenska företag möter. Svensk export består till stora delar av insats- och investeringsvaror och gynnas således i en återhämtningsfas i konjunkturen då produktion och investeringar ökar. Detta förklarar den relativt höga exporttillväxten ifjol och hittills i år. Men den statsfinansiella oron har nu medfört att världshandeln

mattats av och den svenska exporten bromsar därför in. Det är framförallt varuexporten, som tidigare utvecklats mycket starkt, som nu har gått in i en lugnare fas. Inbromsningen är tydligast inom insatsvaru- och investeringsvaruindustrin. Detta bekräftas bland annat av att exportordergången för dessa branscher nu ser sämre ut än tidigare. Under prognosperioden väntas den svenska exporten växa i linje med exportmarknaden (se diagram 1:13).

Även importen, som hittills vuxit starkt, väntas nu utvecklas svagare och växer i linje med inhemsk efterfrågan och export. Exporten bedöms öka mer än importen och bidraget från nettoexporten till BNP blir därmed positivt.

■ Försiktigare hushåll

Börsfallen under sommaren och hösten har inneburit att hushållens förmögenhet har minskat (se diagram 1:14). Utvecklingen på bostadsmarknaden väntas också bli mer dämpad framöver. En sådan utveckling medför ofta att hushållen sparar mer för att kompensera förmögenhetsbortfallet och det dämpar konsumtionen. Därtill torde den finansiella oron ha bidragit till att osäkerheten om den framtida inkomstutvecklingen ökat, vilket också bidrar till ett högt sparande.

Den ökade osäkerheten tillsammans med den dämpade utvecklingen på bostadsmarknaden betyder också att hushållen inte bedöms öka sin skuldsättning i samma utsträckning som tidigare. Utlåningen till hushållen ökar nu långsammare och är en indikation på att hushållens skuldsättningstakt redan nu avtar (se diagram 3:19). Till detta bidrar också de nya regler om lånetak som införts och det, jämfört med för ett år sedan, högre ränteläget.

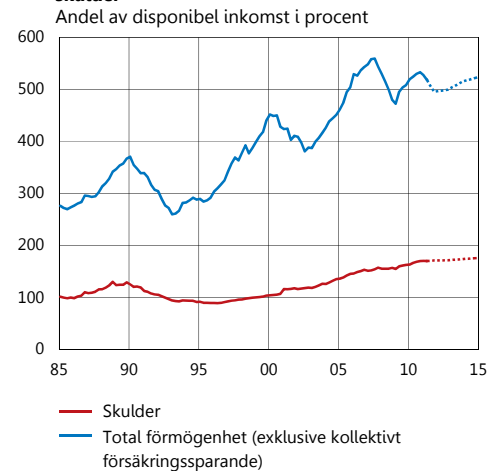
Uppgången i hushållens konsumtion under det första halvåret i år berodde framförallt på ökade inköp av sällanköpsvaror och bilar. Då dessa varugrupper är mer känsliga för förändringar i förmögenheten än vad dagligvaror är förväntas konsumtionen av dessa varor öka relativt långsamt under hösten. Månadsstatistiken över nybilsregistreringar och omsättningen i detaljhandeln indikerar också en försämring. Eftersom hushållens sparande i utgångsläget är högt finns dock förutsättningar för att hushållen så småningom ska kunna dra ner på sparandet och öka konsumtionen snabbare när osäkerheten avtar (se diagram 1:15).

Sammantaget väntas konsumtionen utvecklas mer dämpat i år och nästa år för att därefter växa något snabbare. Jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i september bedöms konsumtionen utvecklas svagare under hela prognosperioden.

■ Tillväxten i investeringarna växlar ner

Investeringarna har ökat i god takt sedan inledningen av 2010 och till skillnad från övriga delar av ekonomin uppvisar de en fortsatt stigande tillväxt under första halvåret 2011. Bostadsinvesteringarnas andel av BNP bedöms nå samma nivå som före krisen redan i år. Däremot har återhämtningen i näringslivets investeringar exklusive

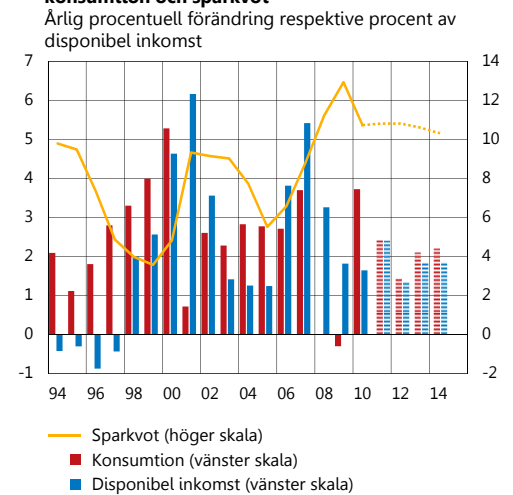
Diagram 1:14. Hushållens totala förmögenhet och skulder



Anm. Det finns inga officiella data för hushållens totala förmögenhet. Serien avser Riksbankens egna beräkningar utifrån data från SCB och bedömningar kring utvecklingen framöver. Kvartal 2 2011 är huvudsakligen utfall, från och med kvartal 3 är det prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

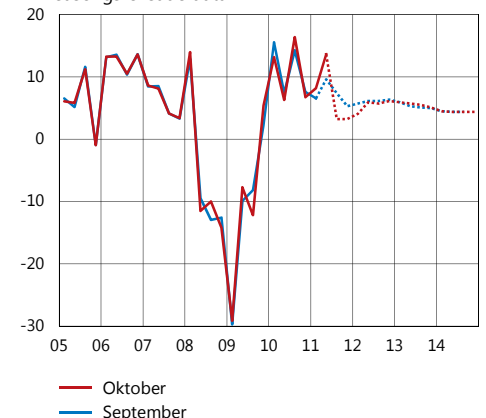
Diagram 1:15. Hushållens disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:16. Fasta bruttoinvesteringar

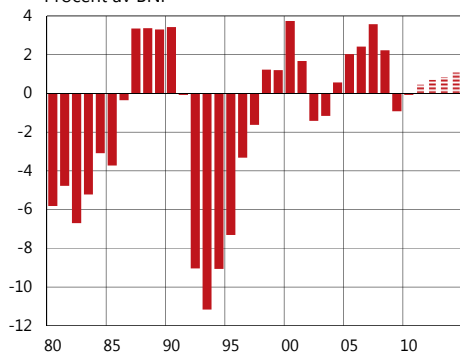
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:17. Finansiellt sparande i offentlig sektor

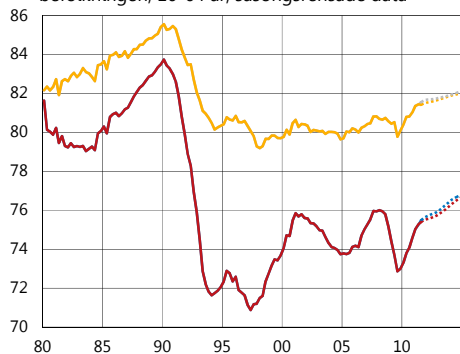
Procent av BNP



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:18. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande

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



— Sysselsättningsgrad, oktober
 — Sysselsättningsgrad, september
 — Arbetskraftsdeltagande, oktober
 — Arbetskraftsdeltagande, september

Anm. Data före 1987 är länkade av Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:19. Arbetslöshet

Procent av arbetskraften, säsongsrensade data



— Arbetslöshet, 15-74 år
 — Arbetslöshet, 16-64 år
 Oktober
 September

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

Källor: SCB och Riksbanken

bostäder varit något långsammare och deras andel av BNP är fortfarande lägre än före krisen.

De närmaste kvartalen väntas tillväxten i investeringarna bromsa in (se diagram 1:16). Detta beror bland annat på att tillväxten i nybyggandet planar ut och att ökningstakten i de offentliga investeringarna normaliseras efter att ha drivits upp av stora tillfälliga investeringsprojekt. Därutöver innebär den ökade oron, som bland annat avspeglas i Konjunkturinstitutets företagsbarometer, att en del investeringsbeslut skjuts på framtiden. Näringslivets investeringsbehov dämpas dessutom av att tillväxten i produktionen växlar ner.

Kapacitetsutnyttjandet inom industrin ligger nu i linje med sitt historiska genomsnitt och i takt med att oron på de finansiella marknaderna avtar och efterfrågan växer snabbare, ökar investeringsbehovet under loppet av 2012. Dessutom bedöms näringslivets investeringar i relation till BNP fortfarande vara under normal nivå. Detta bidrar till att investeringstillväxten blir relativt hög i förhållande till BNP under 2012 och 2013.

■ Starka offentliga finanser

Riksbankens prognoser för finanspolitiken baseras på vad som historiskt sett kan betraktas som en normal utveckling av finanspolitiken i förhållande till konjunkturläget. Under första halvåret i år var det offentliga finansiella sparandet positivt och för helåret i år väntas det bli cirka 0,5 procent som andel av BNP. Därefter ökar det successivt till cirka 1 procent av BNP 2014 (se diagram 1:17).

Regeringen har skjutit sina planerade skattesänkningar något på framtiden med hänvisning till det ekonomiska läget. I takt med att konjunkturläget förbättras och skatteinkomsterna stiger, kommer alltså det finansiella sparandet att förstärkas. Regeringen väntas föreslå utgifts- och inkomstförändringar motsvarande 50 miljarder kronor sammanlagt för åren 2013 och 2014. Riksbanken bedömer att det huvudsakligen blir fråga om sänkta skatter för hushåll och företag och ökade offentliga investeringar. I frånvaro av dessa förändringar skulle det finansiella sparandet ha blivit cirka 20 miljarder kronor högre per år 2013 och 2014.

■ Förbättringen på arbetsmarknaden bromsar in

Under 2011 har den svenska arbetsmarknaden förbättrats i en långsammare takt än under fjolåret. Efter den snabba uppgången 2010 har till exempel både arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden ökat långsammare (se diagram 1:18).

De sämre konjunkturutsikterna i omvärlden påverkar successivt den svenska ekonomin och det gäller även utvecklingen på arbetsmarknaden, som fortsätter att dämpas under nästa år. Antalet arbetade timmar och antalet sysselsatta ökar långsammare. Nedgången i arbetslösheten bromsas upp ytterligare men den fortsätter ändå att minska. Detta beror på att antalet sysselsatta även framöver ökar mer

än antalet personer i arbetskraften. Mot slutet av prognosperioden uppgår arbetslösheten till cirka 6,5 procent (se diagram 1:19).

■ Resursutnyttjandet nära normal nivå

Det finns inte någon allmänt vedertagen syn på hur resursutnyttjandet ska beräknas. Riksbanken använder ett antal olika indikatorer och statistiska metoder för att bedöma resursutnyttjandet och hur det kommer att utvecklas under de närmaste åren.

Indikatorer som bygger på enkäter tyder på att resursutnyttjandet inom företagen har stigit snabbt och nu ligger på normala nivåer. I Konjunkturinstitutets barometer ligger kapacitetsutnyttjandet inom industrin nära en historiskt sett genomsnittlig nivå. Även bristen på arbetskraft är på en genomsnittlig nivå. Riksbankens indikator för resursutnyttjandet, som med hjälp av en statistisk metod sammanfattar information från enkäter och arbetsmarknadsdata, tyder på att resursutnyttjandet låg något över det normala under andra kvartalet i år, men att det dämpades något (se diagram 1:20). Andra indikatorer, som till exempel arbetslöshet, sysselsättningsgrad och timgap tyder däremot på att det fortfarande finns mer lediga resurser än normalt i ekonomin.

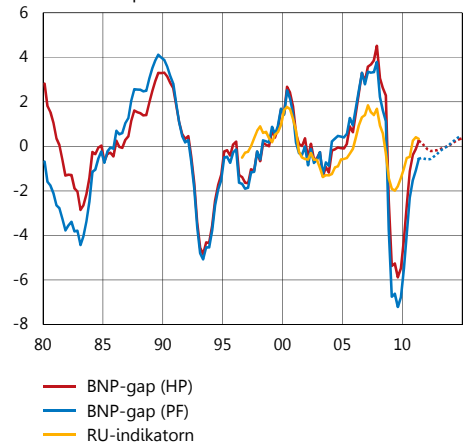
Under 2013 och 2014 ökar BNP och antalet arbetade timmar snabbare än sina långsiktigt hållbara nivåer. Därmed stiger resursutnyttjandet och de flesta gap, som visar skillnaden mellan faktiska och långsiktigt hållbara nivåer, sluts under prognosperioden (se diagram 1:20 och 1:21). Den samlade bedömningen är att resursutnyttjandet nu är något lägre än normalt men att det kommer att stiga under kommande år. Jämfört med bedömningen i september ökar resursutnyttjandet dock i något långsammare takt.

■ Högre lönekrav i den nya avtalsrörelsen

En ny avtalsrörelse har nu inletts (se fördjupning "Ny avtalsrörelse i ett osäkert ekonomiskt läge" i denna rapport). Avtalskraven är denna gång högre än kraven inför förra avtalsrörelsen och därmed bedöms löneavtalen som ska omförhandlas under hösten 2011 och under 2012 i genomsnitt bli något högre. Sammantaget bedöms lönerna i hela ekonomin enligt konjunkturlönestatistiken öka med i genomsnitt 3,3 procent per år under perioden 2012 till 2014. I enlighet med historiska mönster bedöms timlönerna för hela ekonomin enligt konjunkturlönestatistiken. Tillväxttakten i arbetsproduktiviteten bedöms komma att mattas av det närmaste året. Detta beror på att det ofta tar tid innan företagen anpassar personalstyrkan till en dämpning i efterfrågan och produktionen. Resultatet blir att arbetsproduktiviteten försämras. Mot slutet av prognosperioden väntas arbetsproduktiviteten åter växa snabbare.

Sammantaget innebär stigande arbetskostnader och avtagande produktivitetstillväxt att tillväxttakten för arbetskostnader per produ-

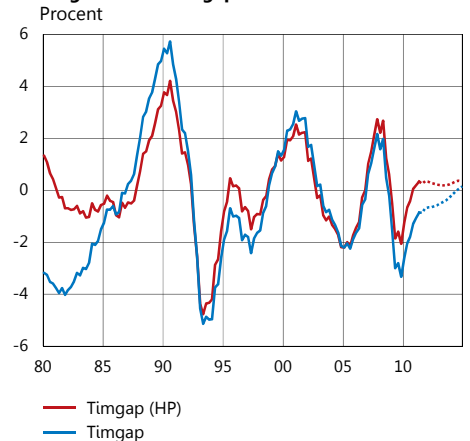
Diagram 1:20. BNP-gap och RU-indikatorn
Procent respektive standardavvikelse



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 0 och standardavvikelsen är 1.

Källor: SCB och Riksbanken

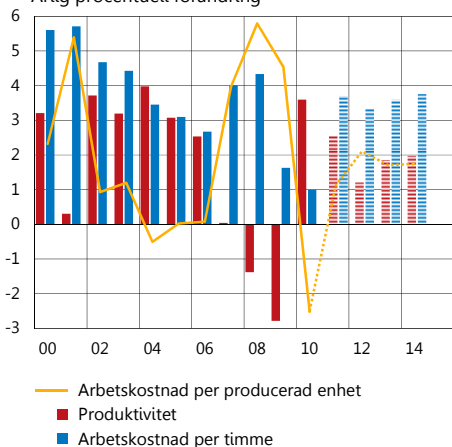
Diagram 1:21. Timgap



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

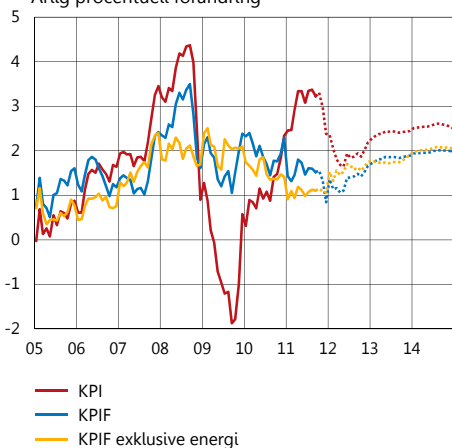
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:22. Kostnadstryck i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

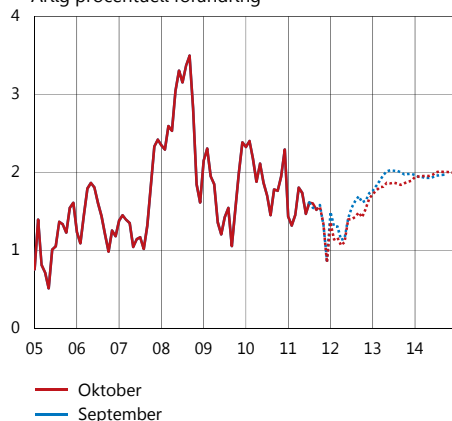
Diagram 1:23. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:24. KPIF
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

cerad enhet stiger under 2012. Därefter avtar tillväxttakten allteftersom produktiviteten stiger snabbare (se diagram 1:22)

■ Lågt inflationstryck

KPI-inflationen är nu relativt hög. Den uppgick till 3,2 procent i september. Däremot är inflationen mätt med KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, måttlig och uppgick i september till 1,5 procent. Rensat för energipriser uppgick KPIF-inflationen till låga 1,1 procent.

Det är framförallt den låga ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet och förstärkningen av kronan under 2010 som bidragit till att hålla ner inflationstrycket i år. KPIF-inflationen rensat för energipriser förväntas ligga kvar runt nuvarande nivåer under den närmaste tiden medan både KPI- och KPIF-inflationen förväntas sjunka i och med att ökningstakten i energipriserna dämpas (se diagram 1:23).

Under nästa år stiger inflationen både till följd av en svagare krona och stigande arbetskostnader per producerad enhet. KPIF-inflationen stiger gradvis under prognosperioden och når cirka 2 procent under 2014. KPI-inflationen blir dock betydligt högre än KPIF-inflationen under prognosperioden och det beror på att boräntorna stiger främst till följd av Riksbankens räntehöjningar. Men därtill har boräntorna ökat mer än vad som är motiverat av reporäntehöjningarna. Detta är en konsekvens av att bankernas finansieringskostnader ökat men också en följd av att bankerna ökat sina marginaler på bolån till hushållen. I perioder med stora ränteförändringar ger inflationsmått som inte inkluderar räntekostnader, som till exempel KPIF-inflationen, en bättre bild av inflationstrycket. På längre sikt, när reporäntan har stabiliserats, sammanfaller dock KPI- och KPIF-inflationen. Men detta tar tid och sker inte inom prognosperioden.

En försämrad omvärldsbild och en lägre omvärldsinflation bidrar till att inflationen på längre sikt bedöms bli något lägre än i den penningpolitiska uppföljningen i september. Prognosen för KPIF-inflationen är därmed nedjusterad främst under 2013 (se diagram 1:24). Under 2012 beror nedjusteringen också på att ökningstakten i energipriserna är lägre (se diagram 1:25). Den lägre reporäntebanan medför att bostadsräntorna inte stiger lika snabbt som i bedömningen i september. Detta gör att KPI-inflationen har justerats ner något ytterligare jämfört med KPIF-inflationen.

Penningpolitiska överväganden

■ Lägre reporäntebana motverkar en försvagad konjunktur

Riksbanken har beslutat att lämna reporäntan oförändrad på 2 procent. Tillväxtutsikterna i omvärlden och Sverige har försämrats. Svårigheterna med att skapa en långsiktig lösning på de statsfinansiella problemen i både USA och euroområdet bidrar till en ökad osäkerhet. Inbromsningen blir kraftigare och återhämtningen i omvärlden blir därmed utdragen. Mot slutet av prognosperioden, när förtroendet gradvis återvänder, växer ekonomierna i USA och euroområdet åter i normal takt. Men osäkerheten om den framtida utvecklingen är fortsatt stor och oväntade händelser kan få stora effekter.

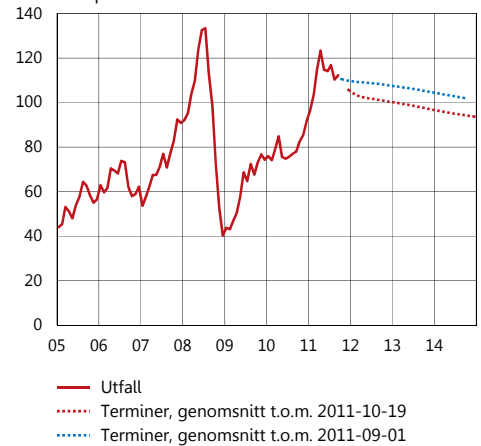
Osäkerheten om utvecklingen i omvärlden har även påverkat förtroendet hos hushåll och företag i Sverige. Svensk ekonomi har så här långt utvecklats väl men kommer att påverkas av den svagare omvärldsutvecklingen. Tillväxten blir därför svag det kommande året och förbättringen på arbetsmarknaden bromsar in. Det innebär att resursutnyttjandet under det närmaste året ligger kvar på en något lägre nivå än normalt. I takt med att osäkerheten om utvecklingen minskar och förtroendet återvänder väntas svensk ekonomi växa i mer normal takt och resursutnyttjandet normaliseras.

Den underliggande inflationen är i nuläget låg. I takt med att resursutnyttjandet i svensk ekonomi stiger ökar dock inflationstrycket, även om den svaga utvecklingen i omvärlden verkar återhållande. En förutsättning för att resursutnyttjande och kostnadstryck ska normaliseras framöver är att penningpolitiken även under kommande år är expansiv. Gradvis behöver dock penningpolitiken stramas åt och reporäntan höjs därför successivt till cirka 3,5 procent mot slutet av 2014 (se diagram 1:26). Detta leder till att KPIF-inflationen stabiliseras runt 2 procent och resursutnyttjandet kring en normal nivå mot slutet av prognosperioden.

Jämfört med bedömningen i september tar det längre tid innan resursutnyttjandet normaliseras och inflationen når 2 procent. Eftersom konjunktur- och inflationsutsikterna nu är något mer dämpade reviderar Riksbanken ner reporäntebanan och penningpolitiken blir under prognosperioden mer expansiv (se diagram 1:26 och 1:27).

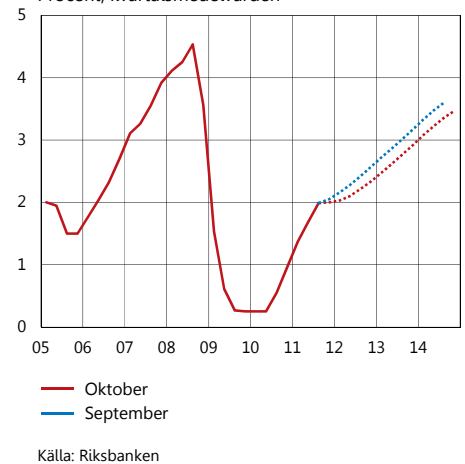
I kapitel 2 redogörs för hur en lägre respektive högre reporäntebana kan tänkas påverka resursutnyttjandet och inflationen.

Diagram 1:25. Oljepris, Brentolja
USD per fat



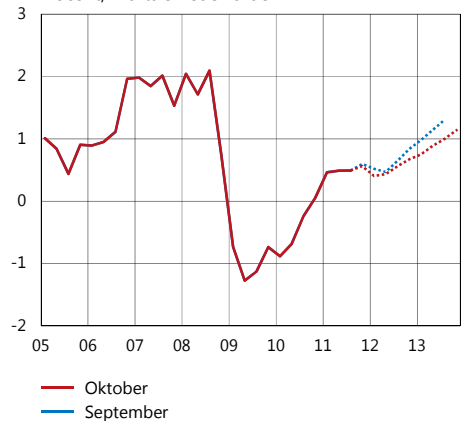
Anm. Terminspriserna är beräknade som ett 15-dagars genomsnitt. Utfallet avser månadsgenomsnitt av spotpriser.
Källor: Intercontinental exchange och Riksbanken

Diagram 1:26. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

Diagram 1:27. Real reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Den reala reporäntan är beräknad som ett medelvärde av Riksbankens reporänteprognos för det kommande året minus inflationsprognos (KPIF) för motsvarande period.
Källa: Riksbanken

■ **Den framtida ekonomiska utvecklingen är osäker och kan ge upphov till en annan penningpolitik**

Osäkerheten i omvärlden är stor och utvecklingen kan bli både bättre och sämre än i huvudscenariot. Det kan inte uteslutas att de statsfinansiella problemen i framförallt euroområdet fördjupas på ett sådant sätt att återhämtningen blir än mer utdragen och de negativa effekterna på svensk ekonomi blir större. Penningpolitiken skulle i ett sådant scenario behöva bli mer expansiv. I kapitel 2 redovisas mer utförligt effekterna på svensk ekonomi av en sådan utveckling.

Det kan heller inte uteslutas att problemen i omvärlden blir mindre omfattande och att den finansiella oron bedarrar snabbare än väntat. Huruvida så sker beror i hög grad på om man når långsiktigt hållbara politiska lösningar i Europa och USA. I ett mer gynnsamt scenario kan förtroendet återvända snabbt och återhämtningen i framförallt euroområdet bli mindre utdragen. Detta skulle minska behovet av en expansiv penningpolitik i Sverige.

Det är också möjligt att den i nuläget höga omvärldsinflationen förblir hög och att detta sker i kombination med att tillväxten blir svag och arbetslösheten blir hög. En sådan omvärldsutveckling driver upp inflationen även i Sverige via stigande importpriser och kan motivera en stramare penningpolitik. Även andra osäkerhetsfaktorer, såsom högre löneökningar i Sverige och en försvagning av kronan, och deras konsekvenser för penningpolitiken diskuteras i kapitel 2.

■ KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker

Oron är för närvarande stor kring den statsfinansiella situationen i flera euroländer, i synnerhet i Grekland men också i Portugal, Irland och Italien. Om problemen inte kan lösas under ordnade former kommer de finansiella marknaderna att fungera sämre, med stigande räntespreadar och minskad kreditgivning som följd. Detta skulle medföra en djupare svacka i omvärldens konjunkturutveckling. En sådan utveckling skulle resultera i att både inflationen och resursutnyttjandet i Sverige blir lägre än i huvudscenariot. Om detta scenario inträffar kommer reporäntan att behöva sänkas för att effekterna på inflationen och resursutnyttjandet ska begränsas.

Inflationen i såväl USA som euroområdet och Storbritannien har varit oroväckande hög den senaste tiden. Om den höga inflationen skulle bita sig kvar samtidigt som tillväxten faller och arbetslösheten stiger ställs centralbankerna i de länder som brottas med statsfinansiella problem inför svåra avvägningar. Omedelbara räntehöjningar i syfte att dämpa inflationstrycket skulle förvärpa både den realekonomiska utvecklingen och skuldproblematiken. Det är troligt att centralbankerna skulle avvakta med räntehöjningar med hänvisning till skuldproblematiken i ett sådant scenario. Sverige har inte samma problem och kan höja reporäntan snabbare om ett sådant inflationshot skulle uppstå.

Den framtida ekonomiska utvecklingen är osäker. Det finns en rad omständigheter som kan ge upphov till en annorlunda ekonomisk utveckling och därigenom motivera en annan utformning av penningpolitiken än den som förväntas i huvudscenariot. Detta speglas i osäkerhetsintervallen runt prognoserna i diagram 1:2–1:5. I detta kapitel redovisas två alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen som skiljer sig från huvudscenariot. Syftet med scenarierna är att belysa den osäkerhet som råder om den framtida utvecklingen och de risker som bedöms vara särskilt viktiga för tillfället.

En osäkerhetsfaktor rör den statsfinansiella situationen i euroområdet. I huvudscenariot antas att de mest akuta och närstående statsfinansiella problemen hanteras under ordnade former, samtidigt som det tar tid innan långsiktigt hållbara lösningar implementeras. Osäkerheten om denna utveckling är dock stor och det kan gå både bättre och sämre än vad som antas i huvudscenariot.

Det första alternativscenariot belyser effekterna av en utdragen statsfinansiell kris i euroområdet. Scenariot utgår ifrån att problemen i länder med svaga statsfinanser inte kan lösas under ordnade former. Banker gör större kreditförluster och deras möjligheter att finansiera sig på de finansiella marknaderna blir ännu sämre än i huvudscenariot. En sådan utveckling medför kraftigt höjda riskpremier, ökade räntespreadar och kreditåtstramningar i euroområdet som helhet. Detta medför en djupare svacka i omvärldens konjunkturutveckling, vilket resulterar i att både inflationen och resursutnyttjandet i Sverige blir lägre än i huvudscenariot. För att begränsa effekterna på inflationen och resursutnyttjandet sänker Riksbanken därför reporäntan i detta scenario.

Problemen i omvärlden kan också bli mindre omfattande och den finansiella oron bedarra snabbare än väntat. I ett mer gynnsamt scenario kan förtroendet återvända snabbt och inbromsningen bli mindre utdragen. Då skulle behovet av en expansiv penningpolitik minska.

Det andra alternativscenariot belyser effekterna av att inflationen i såväl USA som euroområdet och Storbritannien kan komma att förbli hög under prognosperioden. Till stor del beror den höga inflationen i dessa områden på höga energipriser och i huvudscenariot antas att inflationen dämpas när energipriserna faller. Men den höga inflationen kan också bero på andra saker, som att den potentiella produktionen har fallit efter finanskrisen 2008–2009. Detta innebär att resursutnyttjandet i utgångsläget, och därmed inflationstrycket, är högre än vad som antas i huvudscenariot. I scenariot antas även att den potentiella tillväxten är lägre under prognosperioden, vilket medför att den faktiska tillväxten faller, arbetslösheten stiger och inflationen förblir hög. Centralbanker i länder som brottas med statsfinansiella problem ställs inför en svår avvägning. Omedelbara räntehöjningar i syfte att dämpa inflationstrycket skulle förvärpa både den realekonomiska utvecklingen och den statsfinansiella situationen. Därför antas att det är först framåt slutet av 2012 som några räntehöjningar sker i omvärlden. Sverige har inte samma problem och kan agera snabbare med räntehöjningar för att avvärja inflationshotet.

Utöver dessa två alternativscenarier finns en mängd andra osäkerhetsfaktorer som kan ge upphov till en annorlunda ekonomisk utveckling och därigenom påverka utformningen av penningpolitiken. En sådan osäkerhetsfaktor är förknippad med lönebildningen. I den penningpolitiska rapporten i juli diskuterades konsekvenserna av att avtalsrörelsen resulterar i högre löneökningar än vad som antagits i huvudscenariot. Om lönerna stiger mer än vad tillväxten i produktiviteten medger så ökar såväl inflationen som arbetslösheten. En sådan utveckling medför att reporäntan måste höjas snabbare än i huvudscenariot.

Avslutningsvis diskuteras två alternativa penningpolitiska handlingsalternativ. I det första höjs reporäntan mer än i huvudscenariot, medan det omvända gäller i det andra alternativet.

Alternativscenario: Utdragen statsfinansiell kris

För närvarande är oron stor kring den statsfinansiella situationen i flera euroländer. Särskilt allvarig är situationen i Grekland, som inte lyckats minska sina budgetunderskott i den omfattning som varit målet. Men även andra länder står inför svåra utmaningar vad gäller att lösa sina statsfinansiella problem (se fördjupningen "Skuldkrisen i Europa" i denna rapport).

Huvudscenariot bygger på att de mest akuta statsfinansiella problemen kommer att lösas på ett ordnat sätt och att långsiktigt hållbara lösningar så småningom implementeras. I detta alternativscenario antas istället att problemen inte kan lösas under ordnade former. Banker med direkta exponeringar mot de problemtyngda länderna kan då göra stora kreditförluster. Osäkerheten om vilka banker som har sådana exponeringar gör det ännu svårare för ett antal banker att finansiera sig på de finansiella marknaderna. Vissa banker kan därmed råka i akut kris och behöva statligt stöd för att överleva. Detta leder till ytterligare påfrestningar på statsfinanserna, även i de stora euroländerna, vilket medför att det kan uppstå förväntningar om att fler länder får akuta problem. Krisen sprids därmed till ett större antal länder. En sådan utveckling medför kraftigt höjda riskpremier och ökade räntespreadar. Turbulensen på de finansiella marknaderna ökar och det sker kreditåtstramningar i euroområdet som helhet när bankerna måste förbättra sina kapitalnivåer.

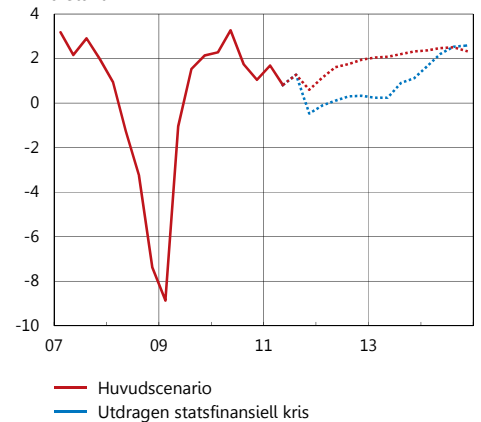
Eftersom det finns starka finansiella länkar mellan euroområdet och USA antas att kreditgivningen blir stramare även i USA, om än i mindre utsträckning än i euroområdet. Tack vare beredskapen hos myndigheterna i både euroområdet och USA att bistå med likviditetsförsörjning blir situationen dock inte lika allvarlig som den blev efter Lehman Brothers konkurs 2008.

En effekt av den stramare kreditgivningen är att tillväxten i TCW-vägd BNP avstannar under de kommande två åren (se diagram 2:1). Till detta bidrar även ett minskat förtroende bland hushåll och företag. Stigande riskpremier på eurotillgångar gör att euron faller mot dollarn med cirka 5 procent, vilket i viss mån dämpar BNP-nedgången i euroområdet. I scenariot faller den TCW-vägd inflations, framförallt beroende på låg inflation i euroområdet, och förblir låg under hela prognosperioden (se diagram 2:2). Eftersom styrräntorna redan är mycket låga i både euroområdet och USA begränsas manöverutrymmet för konventionell penningpolitik (se diagram 2:3). Utöver räntesänkningar kommer det därför att behövas olika former av okonventionell penningpolitik för att lindra krisen.

I den penningpolitiska rapporten i juli redovisades ett liknande scenario med en fördjupad statsfinansiell kris i omvärlden. Där antogs att problemen kunde hanteras relativt snabbt, vilket medförde att tillväxten blev svagt positiv redan efter något år. I det här scenariot antas istället att den statsfinansiella krisen blir utdragen, framförallt beroende på att fler länder drabbas. Detta medför att det tar längre tid innan tillväxten i omvärlden är tillbaka på normala nivåer.

Diagram 2.1. BNP i omvärlden

TCW-vägd, kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt

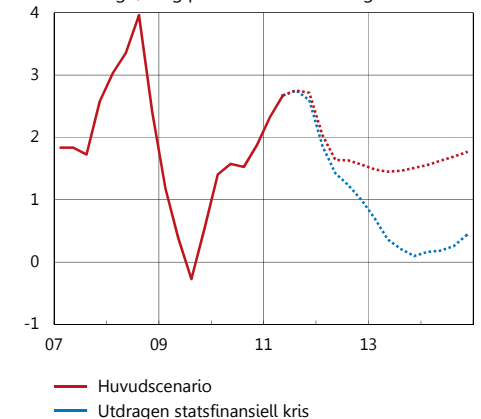


Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2.2. Inflation i omvärlden

TCW-vägd, årlig procentuell förändring

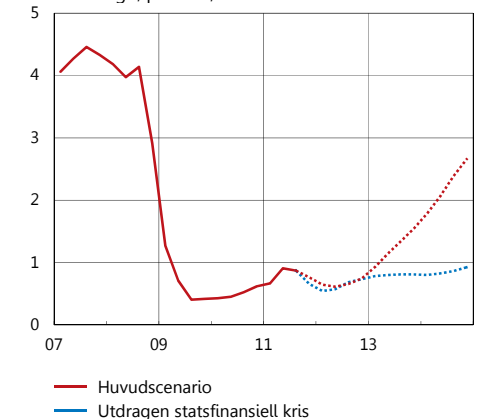


Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2.3. Styrränta i omvärlden

TCW-vägd, procent, kvartalsmedelvärden

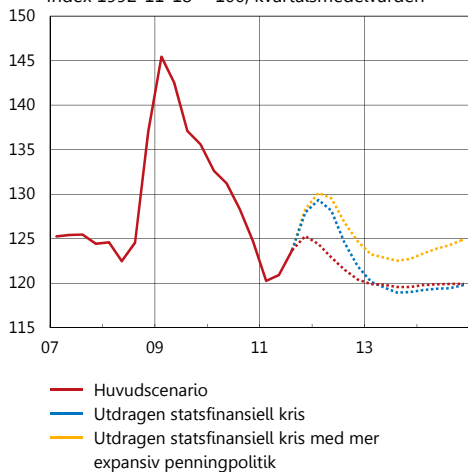


Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källor: Respektive lands centralbank och Riksbanken

Diagram 2:4. Konkurrensvägd nominell växelkurs, TCW

Index 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden

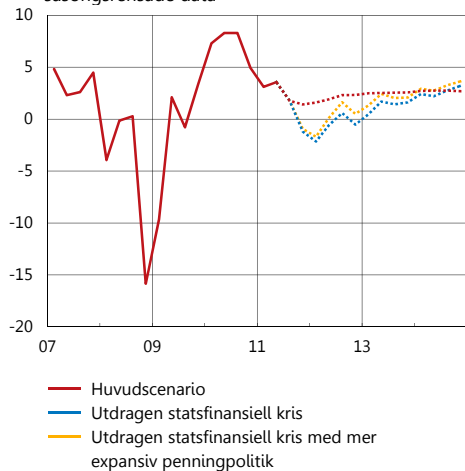


Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källa: Riksbanken

Diagram 2:5. BNP

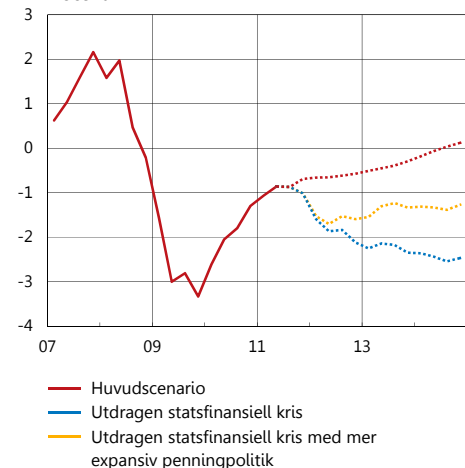
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:6. Timgap

Procent



Källor: SCB och Riksbanken

■ Sverige har ett relativt bra utgångsläge för att hantera krisen

För svensk del är förutsättningarna för att klara av krisens effekter relativt goda. Statens finanser är starka i utgångsläget, vilket möjliggör finanspolitiska stimulansåtgärder om situationen skulle förvärras. Det finns också utrymme för en mer expansiv penningpolitik. Svenska banker har små direkta exponeringar mot de problemtungda länderna i Sydeuropa. De har minskat exponeringen mot de baltiska länderna sedan finanskrisen 2008–2009. De har också minskat likviditetsriskerna och förbättrat kapitaltäckningen sedan dess. Trots detta kan de komma att drabbas. Exempelvis kan de få svårt att finansiera sig på de internationella finansiella marknaderna om den finansiella turbulensen tilltar.

■ Kronan försvagas i spåren av den finansiella turbulensen

Vad som händer med den svenska kronan är svårt att förutse i ett scenario med en statsfinansiell kris och spridningseffekter via de finansiella marknaderna. Å ena sidan brukar kronan försvagas i tider av finansiell turbulens, något som exempelvis gällde under finanskrisen 2008–2009. Å andra sidan kan kronan stärkas då Sverige har starka statsfinanser. Därmed kan kronan komma att upplevas som en säker tillflyktsort. I scenariot antas dock att kronan, precis som tidigare i tider av finansiell oro, tappar i värde. Detta kan tolkas som att marknaden kräver en ytterligare riskpremie för att investera i svenska tillgångar. Kronan försvagas därför med knappt 5 procent i scenariot (se den blå linjen i diagram 2:4).

■ Tillväxten och inflationen faller

En lägre BNP-tillväxt i omvärlden får till följd att efterfrågan på svenska varor minskar, vilket leder till ett fall i den svenska exporten. Detta försämrar tillväxtutsikterna, framförallt under krisens inledningskede (se den blå linjen i diagram 2:5). Till detta bidrar också att kreditgivningen i Sverige stramas åt och att förtroendet faller, med lägre investeringar och konsumtion som följd. Den svagare efterfrågan leder i sin tur till att läget på arbetsmarknaden försämras. Samtliga indikatorer på resursutnyttjandet utvecklas därför sämre i scenariot (exemplifierat av timgapet, det vill säga skillnaden mellan faktiskt antal arbetade timmar och dess trend, i diagram 2:6). Den svagare växelkursen medför att inflationen inledningsvis stiger, men när kronan åter stärks faller inflationen (se den blå linjen i diagram 2:7). Till detta bidrar också det lägre resursutnyttjandet, som via ett lägre kostnadstryck pressar ner inflationen.

■ Reporäntan sänks för att mildra konsekvenserna av krisen

Bakom de blå linjerna i diagram 2:4–2:7 ligger antagandet att reporäntan följer ett historiskt sett normalt mönster, i form av en enkel handlingsregel där räntan beror på inflationsutvecklingen och resursutnyttjandet. Denna regel innebär att reporäntan inledningsvis höjs

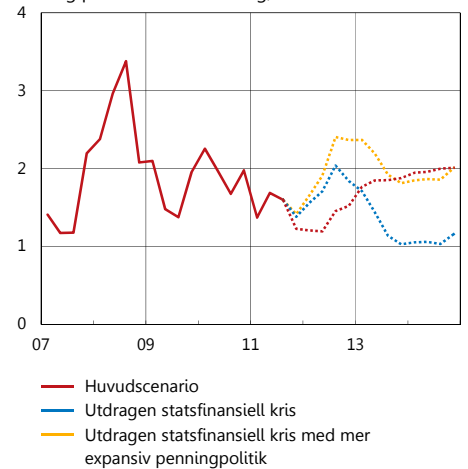
för att motverka inflationstrycket från den svagare växelkursen, för att sedan sänkas när kronan stärks och inflationen faller (se den blå linjen i diagram 2:8). Eftersom inflationen understiger 2 procent under den senare delen av prognosperioden och resursutnyttjandet är svagt under hela prognosperioden finns det, precis som under hösten 2008, skäl att sänka reporäntan mer och snabbare än vad som ges av den enkla handlingsregeln. En möjlig politik är att avstå från att höja reporäntan och istället gradvis sänka den till 1 procent (se den gula linjen i diagram 2:8). På så sätt kan man begränsa krisens realekonomiska effekter (se de gula linjerna i diagram 2:5–2:6). Med en lägre reporänta försvagas kronan ytterligare (se den gula linjen i diagram 2:4), vilket inledningsvis pressar upp inflationen en bit över 2 procent. På lite längre sikt leder kronans utveckling tillsammans med en högre efterfrågan till att inflationen håller sig nära 2 procent. Ytterligare räntesänkningar skulle mildra krisens realekonomiska konsekvenser ännu mer, men riskerar då att leda till att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna börjar stiga och andra typer av obalanser uppstår. I scenariot vägs dessa två konsekvenser av mot varandra för att uppnå en väl avvägd utformning av penningpolitiken.

I scenariot antas att kronan försvagas när den finansiella turbulensen tilltar. Kronförsvagningen gör att inflationen stiger under krisens inledningsskede. Men då Sverige har starka statsfinanser kan kronan istället komma att stärkas. Detta skulle dämpa inflationstrycket ytterligare och därmed leda till en lägre reporänta än vad som redovisas i scenariot.

I scenariot antas också att Riksbanken endast använder reporäntan för att motverka de makroekonomiska effekterna av den statsfinansiella krisen. I praktiken finns det också andra instrument att tillgå för att stödja ekonomin och den finansiella sektorn. Under den senaste finansiella krisen vidtogs en rad extraordinära åtgärder för att stödja bankerna. Om en liknande situation skulle uppstå igen kommer Riksbanken i den mån det är motiverat att utnyttja sådana åtgärder för att mildra effekterna på ekonomin och den finansiella sektorn.

Diagram 2:7. KPIF

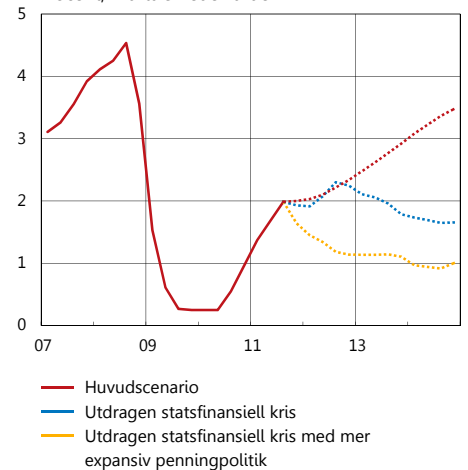
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

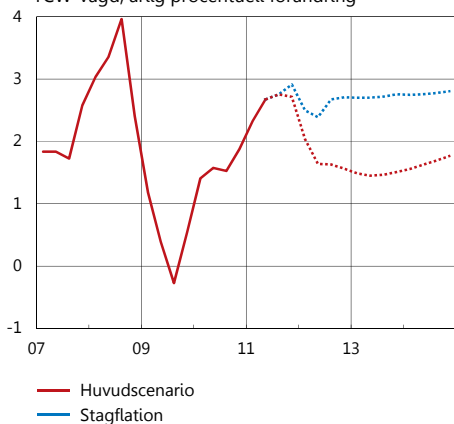
Diagram 2:8. Reporänta

Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

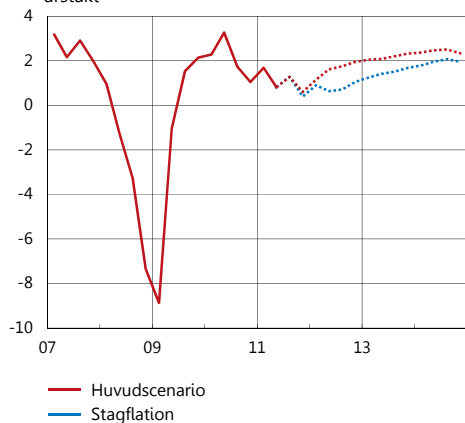
Diagram 2:9. Inflation i omvärlden
TCW-vägd, årlig procentuell förändring



Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

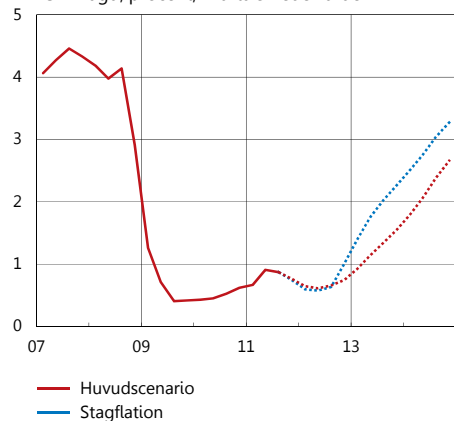
Diagram 2:10. BNP i omvärlden
TCW-vägd, kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt



Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2:11. Styrränta i omvärlden
TCW-vägd, procent, kvartalsmedelvärden



Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källor: Respektive lands centralbank och Riksbanken

Alternativscenario: Stagflation

Inflationen har varit hög i många länder den senaste tiden. I USA var KPI-inflationen 3,9 procent i september. I euroområdet var HIKP-inflationen 3,0 procent och i Storbritannien var KPI-inflationen 5,2 procent samma månad. I samtliga områden har dessutom mått på underliggande inflation, där bland annat energipriserna exkluderas, stigit. Till bilden hör också att vissa mått på inflationsförväntningar stigit i takt med inflationsuppgången.

I såväl USA som euroområdet och Storbritannien har stigande priser på energi bidragit till att pressa upp inflationen till dessa höga nivåer. Att energipriserna stigit beror till viss del på utvecklingen i tillväxtekonomierna, där resursutnyttjandet på många håll börjar bli allt mer ansträngt och inflationen därför är på mycket höga nivåer. Den relativt stora användningen av olja och andra råvaror i dessa länders produktion och konsumtion har bidragit till att pressa upp priset på såväl energi som andra råvaror.

I huvudscenariot antas att resursutnyttjandet i USA, euroområdet och Storbritannien är lägre än normalt och att inflationen därför faller tillbaka i takt med att energipriserna faller. Det kan dock inte uteslutas att inflationen biter sig kvar på höga nivåer. En anledning kan vara att energipriserna i sig ligger kvar på höga nivåer under prognosperioden. En annan kan vara att höga inflationsförväntningar återspeglas i form av högre lönekrav, vilket skapar en negativ spiral där de höga inflationsförväntningarna blir självuppfyllande. En tredje anledning är att den potentiella produktionen har fallit mer efter finanskrisen 2008–2009 än vad som antagits i huvudscenariot. Med en lägre potentiell produktionsnivå är resursutnyttjandet i utgångsläget mer ansträngt och inflationen faller inte tillbaka lika snabbt när energipriserna faller.

I detta alternativscenario antas att den höga inflationen i omvärlden biter sig fast (se diagram 2:9). Detta beror i första hand på att den potentiella produktionsnivån från 2008 och framåt antas vara lägre i USA, euroområdet och Storbritannien än vad som antagits i huvudscenariot. En lägre potentiell produktion innebär att resursutnyttjandet är högre i utgångsläget. I scenariot antas därtill att den potentiella tillväxten blir lägre under prognosperioden, vilket medför att den faktiska tillväxten i omvärlden också blir lägre än i huvudscenariot (se diagram 2:10). Centralbankerna ställs inför en svår avvägning då tillväxten mattas av och arbetslösheten stiger samtidigt som inflationen förblir hög. Omedelbara räntehöjningar i syfte att dämpa inflationstrycket skulle förvärpa både den realekonomiska utvecklingen och skuldproblematiken. Därför antas i scenariot att räntehöjningarna sker först framåt slutet av 2012 (se diagram 2:11).

■ Stramare penningpolitik dämpar effekterna på svensk inflation

Den lägre BNP-tillväxten i omvärlden medför att efterfrågan på svenska varor ökar långsammare. Via en lägre export faller den svenska tillväxten (se diagram 2:12). Den lägre produktionen medför att arbetslösheten stiger. Såväl timgapet som BNP-gapet utvecklas dock ungefär som i huvudscenariot eftersom potentiella nivåer faller även i Sverige när omvärldens potentiella tillväxt faller.

Den högre inflationen i omvärlden leder till att importerade varor blir dyrare i Sverige och detta medför att inflationen stiger även här (se diagram 2:13). Till skillnad mot euroområdet och USA har Sverige inga inhemska statsskuldproblem att beakta. Reporänta höjs därför relativt snabbt för att avvärja inflationshotet (se diagram 2:14). Därmed ökar lånekostnaden för hushåll och företag, samtidigt som avkastningen på sparande stiger i motsvarande grad. Detta bidrar till att dämpa resursutnyttjandet och uppgången i inflationen.

En ännu högre reporänta skulle visserligen medföra att inflationen inte översteg 2 procent lika mycket. Men samtidigt skulle den svenska tillväxten bli ännu lägre, med ännu lägre resursutnyttjande och högre arbetslöshet som följd. I scenariot vägs dessa två konsekvenser av mot varandra för att det ska bli en rimlig avvägning i utformningen av penningpolitiken.

Diagram 2:12. BNP

Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data

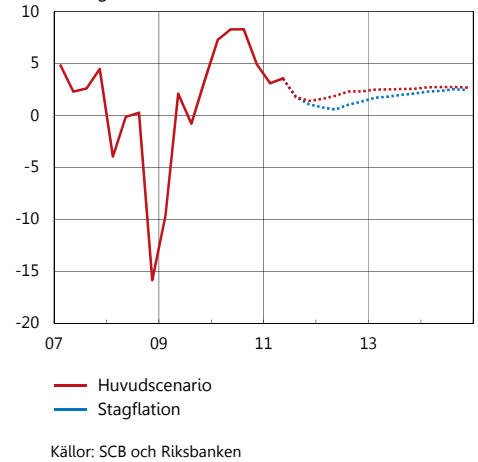


Diagram 2:13. KPIF

Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

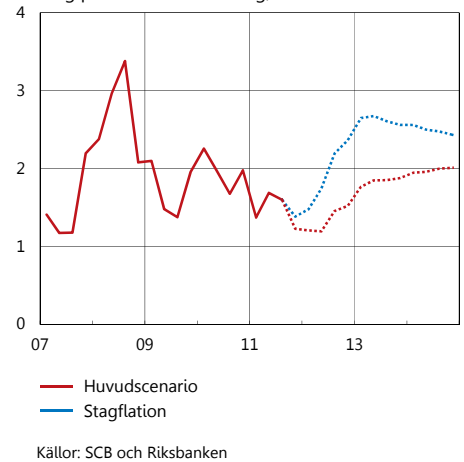


Diagram 2:14. Reporänta

Procent, kvartalsmedelvärden

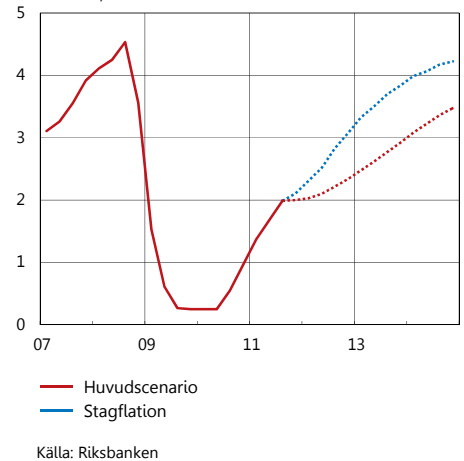
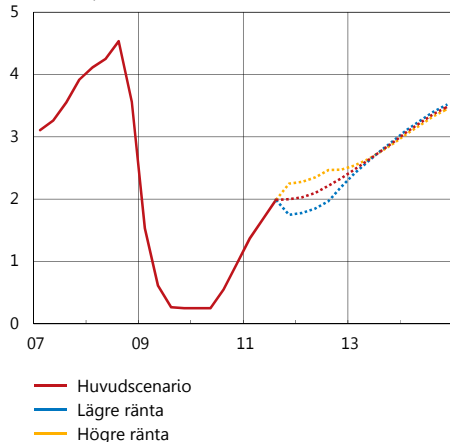


Diagram 2:15. Reporänteantaganden

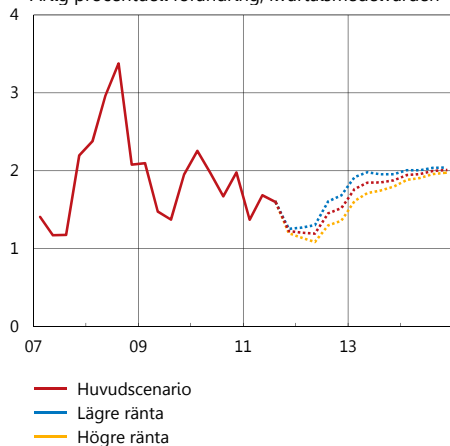
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

Diagram 2:16. KPIF

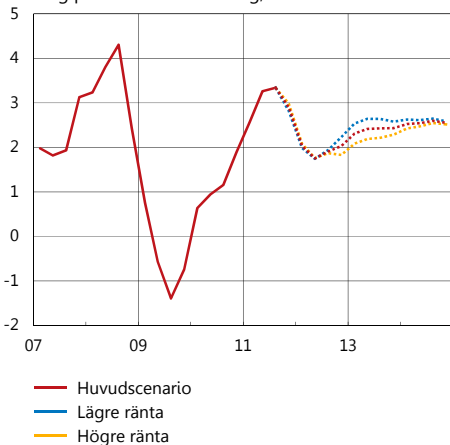
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:17. KPI

Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

Alternativa scenarier för reporäntan

I detta avsnitt redovisas två alternativa scenarier för reporäntan och de effekter som dessa innebär för inflationen och olika indikatorer på resursutnyttjandet. I det första scenariot sätts reporäntan 0,25 procentenheter högre än i huvudscenariot i fyra kvartal. Det andra scenariot beskriver effekterna av att reporäntan sätts 0,25 procentenheter lägre än huvudscenariots räntebana i fyra kvartal (se diagram 2:15).

■ Högre reporänta dämpar inflationen och resursutnyttjandet

En högre reporänta får till följd att banker och andra finansinstitut höjer sina spar- och utlåningsräntor i ungefär motsvarande grad. När hushållen möter högre räntor väljer de att öka sitt sparande och minska sin konsumtion. Följden blir att svenska företag möter en något lägre efterfrågan på sina varor och tjänster. Efterfrågan på arbetskraft minskar därmed och företagen slår av på takten i sina investeringar. Till det senare bidrar även de högre räntorna.

Högre räntor innebär också att avkastningen stiger på svenska tillgångar i förhållande till utländska, vilket leder till att växelkursen förstärks jämfört med i huvudscenariot. Detta dämpar exporten och gör att priserna på importerade varor blir lägre. Sammantaget medför därför en högre ränta att resursutnyttjandet blir lägre än i huvudscenariot (se de gula linjerna i diagram 2:18–2:20). En lägre efterfrågan leder även till att företagen slår av på prisökningstakten, vilket tillsammans med en lägre importerad inflation leder till att KPIF-inflationen sjunker i förhållande till huvudscenariot (se diagram 2:16). Effekterna på KPI-inflationen blir mindre inledningsvis, vilket beror på att hushållens räntekostnader för egna hem stiger när reporäntan höjs (se diagram 2:17).

■ Lägre reporänta ökar inflationen och resursutnyttjandet

I det andra scenariot sänker Riksbanken istället reporäntan. Effekterna på hushållens sparande och konsumtion blir därmed de omvända. Den lägre avkastningen på sparande leder till att hushållen ökar sin konsumtion, vilket leder till en högre efterfrågan. De lägre räntorna stimulerar även investeringarna. Effekterna på växelkursen blir också de omvända jämfört med i scenariot med högre ränta. Följaktligen blir resursutnyttjandet högre än i huvudscenariot (se diagram 2:18–2:20), samtidigt som också inflationen blir högre (se diagram 2:16 och 2:17). Även här blir effekterna på KPI-inflationen mindre inledningsvis genom att räntekostnaderna för egna hem blir lägre.

■ Väl avvägd penningpolitik i huvudscenariot

De två räntebanorna, högre ränta och lägre ränta, har till syfte att belysa hur alternativa banor för penningpolitiken påverkar inflationen och resursutnyttjandet. Det är dock ingen enkel uppgift att bedöma vilken bana för reporäntan som ger den bästa avvägningen mellan att stabilisera inflationen och att stabilisera resursutnyttjandet.

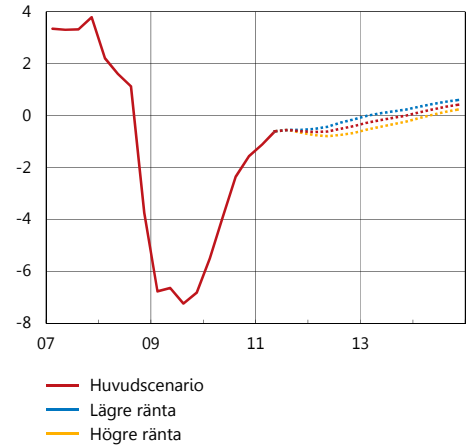
En lägre räntebana medför att inflationen mätt med KPI under prognosperioden ligger längre ifrån inflationsmålet än i huvudscenariot. Men den medför också att inflationen mätt med KPIF når 2 procent snabbare. En högre räntebana innebär det omvända: KPI-inflationen ligger närmare målet men det tar längre tid innan KPIF-inflationen är kring 2 procent.

När det gäller resursutnyttjandet pekar vissa mått, till exempel arbetslösheten, på att det fortfarande finns en del ledig kapacitet i ekonomin, medan andra mått, till exempel BNP-gapet, tyder på att resursanvändningen i stort sett är på en normal nivå. Den samlade bedömningen i huvudscenariot är att resursutnyttjandet nu är något lägre än normalt. Mot slutet av prognosperioden normaliseras dock resursutnyttjandet. Med en lägre räntebana blir resursutnyttjandet högre under prognosperioden. Den högre räntebanan leder istället till ett lägre resursutnyttjande.

För den lägre räntebanan talar således att KPIF-inflationen snabbare hamnar nära 2 procent, samtidigt som arbetslösheten blir lägre. Mot detta står att den lägre räntebanan ger en högre KPI-inflation och ett BNP-gap som ligger något över sin normala nivå under den senare delen av prognosperioden. Även timgapet är något högre än normalt mot slutet av prognosperioden med den lägre räntebanan.

Bakom de linjer som visas i diagram 2:16–2:20 ligger historiskt skattade samband mellan förändringar i reporäntan och deras effekter på realekonomin och inflationen. Enligt dessa skattningar påverkar förändringar i reporäntan den ekonomiska utvecklingen ganska omedelbart. Trots att omvärldens efterfrågan väntas dämpas kan Sverige, enligt dessa skattade samband, stå emot utvecklingen förutsatt att reporäntan sänks tillräckligt mycket. Att den ekonomiska aktiviteten bromsar in beror i dagsläget dock i stor utsträckning på att företag och hushåll avvaktar med att investera och konsumera på grund av osäkerheten om den framtida ekonomiska utvecklingen. I ett sådant läge är det inte säkert att penningpolitiken har samma omedelbara genomslag som de historiskt skattade sambanden indikerar.

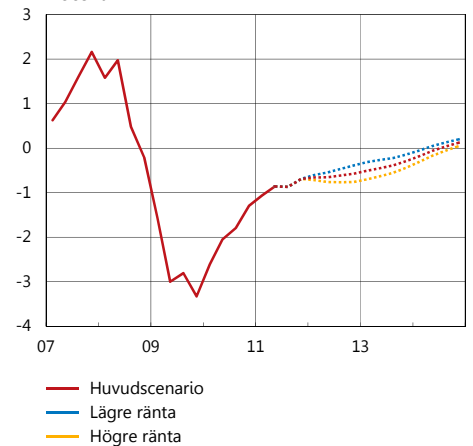
Diagram 2:18. BNP-gap
Procent



Anm. Avser BNP:s avvikelser från sin trend, beräknad med en produktionsfunktion.

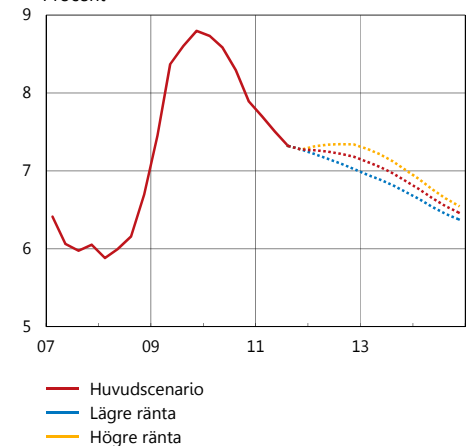
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:19. Timgap
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:20. Arbetslöshet
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

Om effekterna av förändringar i reporäntan istället kommer mer gradvis skulle den lägre räntebanan visserligen dämpa fallet i efterfrågan och höja inflationen. De största effekterna av en lägre ränta skulle dock komma under den senare delen av prognosperioden, när huvudscenariot indikerar att resursutnyttjandet ligger nära eller något över en normal nivå och KPIF-inflationen är nära 2 procent och dessutom stigande. En konsekvens av detta skulle bli att räntesänkningen ganska snart skulle behöva följas av höjningar av reporäntan. Penningpolitiken skulle då komma att präglas av ryckighet. Därtill riskerar en sådan politik att föra med sig att bostadspriser och hushållens skuldsättningsgrad åter börjar stiga så att obalanser uppstår i ekonomin på längre sikt.

Riksbanken bedömer sammantaget att huvudscenariots räntebana innebär en lämplig avvägning mellan behoven att stabilisera inflationen och resursutnyttjandet.

■ KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin

I detta kapitel redogörs för den information som kommit in sedan den penningpolitiska uppföljningen i september och för hur Riksbanken ser på den ekonomiska utvecklingen de närmaste kvartalen.

Det finns nu flera tecken i ekonomisk statistik och förtroendeindikatorer på att den ekonomiska utvecklingen i omvärlden håller på att mattas av. Även den starka utvecklingen i tillväxtländerna har dämpats något. Dessutom har statsskuldproblemen i euroområdet ökat i omfattning vilket inverkar negativt på återhämtningen. Även i euroområdets så kallade kärnländer finns det nu tecken på en inbromsning. Återhämtningen i den amerikanska ekonomin är också fortsatt långsam. Samtidigt fortsätter dock inflationen i omvärlden att vara förhållandevis hög.

Lägre tillväxt i omvärlden väntas medföra att svensk ekonomi bromsar in något kraftigare än vad som tidigare antagits. Under andra kvartalet i år fortsatte svensk BNP att växa snabbt, men tillväxten väntas bli svagare under andra halvåret i år. Den underliggande inflationen i Sverige är fortsatt låg medan KPI-inflationen är klart högre. Inflationsförväntningarna har dock fallit från höga nivåer på senare tid.

Återhämtningen i omvärlden bromsar in

■ Tillväxtländerna fortsätter att växa snabbt, om än i något långsammare takt

Tillväxten i Asien har varit god det senaste året. En inbromsning har emellertid skett under första halvåret i år till följd av produktionsstörningar efter jordbävningen i Japan. Den inhemska efterfrågan i Asien har dock hållits uppe av stimulerande ekonomisk politik, stark kreditväxt och snabbt stigande tillgångspriser. I Latinamerika har tillväxten varit fortsatt hög i år tack vare bland annat höga råvarupriser och stora kapitalinflöden. I flera ekonomier finns få eller inga lediga resurser och det finns även tecken på överhettning på vissa håll.

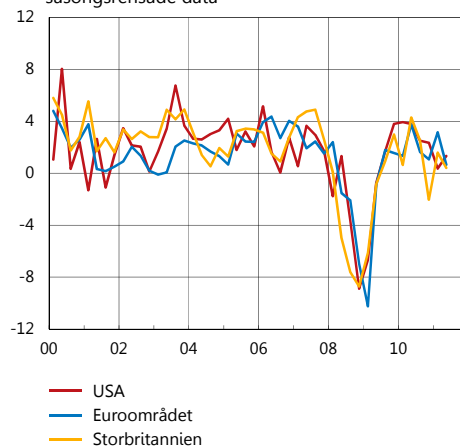
En mer åtstramande ekonomisk politik har dock inneburit att tillväxten bromsats in något det senaste kvartalet. I såväl Asien som Latinamerika har industriproduktionen därför dämpats de senaste månaderna. Den senaste tidens turbulens på de finansiella marknaderna med fallande aktiepriser har också lett till ökad pessimism hos såväl hushåll som företag i båda regionerna.

■ Långsam återhämtning i USA

I USA har tillväxten varit svag under första halvåret i år. Reviderad statistik visar att BNP steg med 0,4 procent i uppräknad årstakt det första kvartalet och med 1,3 procent det andra kvartalet (se diagram 3:1). Stigande energipriser och problem kopplade till jordbävningen i Japan kan delvis förklara den långsamma tillväxten. Trots att dessa effekter nu klingat av tyder mycket på att tillväxten under hösten fortsätter att vara svag. Börsen har fallit och förtroendet bland hushåll och företag har sjunkit kraftigt (se diagram 3:2). Den ökade pessimismen kan bland annat hänföras till osäkerheten om hur man ska komma tillrätta med det offentliga budgetunderskottet och en sti-

Diagram 3:1. BNP i omvärlden

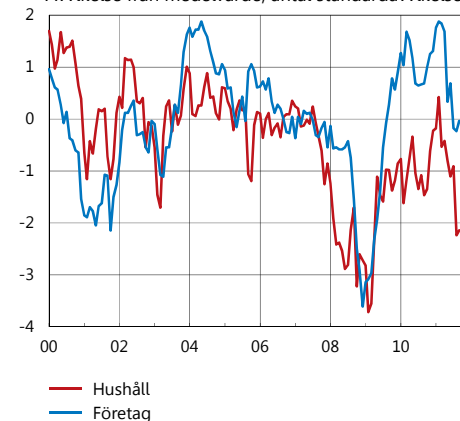
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

Diagram 3:2. Hushållens förväntningar om framtiden och företagens förtroende i tillverkningsindustrin i USA

Avvikelse från medelvärde, antal standardavvikelser

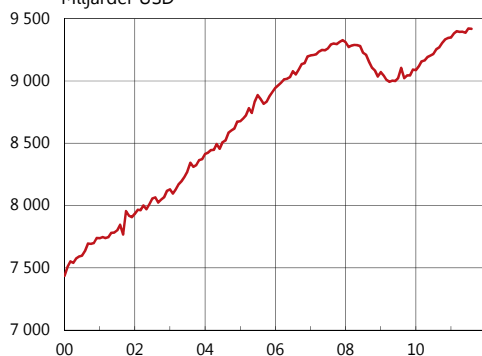


Anm. Medelvärde och standardavvikelse avser perioden januari 1985 till september 2011.

Källor: Institute for Supply Management, the Conference Board och Riksbanken

Diagram 3:3. Konsumtion i USA

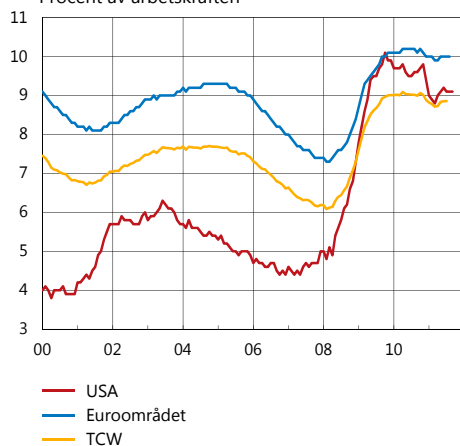
Miljarder USD



Källa: Bureau of Economic Analysis

Diagram 3:4. Arbetslöshet

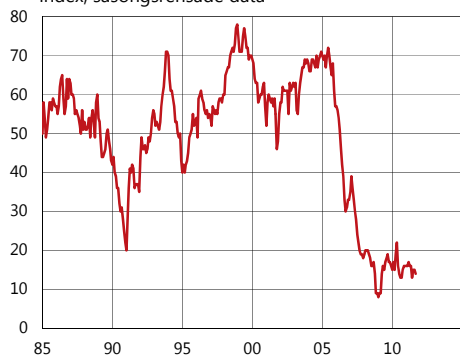
Procent av arbetskraften



Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 3:5. Förtroendeindex för amerikansk bostadsmarknad

Index, säsongrensade data



Anm. Indexet (Housing Market Index, HMI) är baserat på månadsvisa enkätsvar från NAHB-medlemmar vad gäller efterfrågan och försäljningen av nya bostäder på den amerikanska bostadsmarknaden.

Källa: National Association of Home Builders (NAHB)

gande offentlig skuld. Osäkerheten om finanspolitiken är stor inte minst på grund av problemen att komma överens i kongressen. President Obamas förslag i september om nya finanspolitiska stimulanter bedöms endast i vissa delar få stöd i kongressen.

Hushållens konsumtion har varit svag under första halvåret och var oförändrad i augusti (se diagram 3:3). Detaljhandelsförsäljningen tyder dock på en ökad konsumtion i september. Arbetslösheten är kvar på en hög nivå (se diagram 3:4). Sysselsättningen steg visserligen med drygt 100 000 personer i september men denna ökningstakt är inte tillräcklig för att få arbetslösheten att falla mer rejält. Även bostadsmarknaden är fortsatt svag. Försäljningen av existerande bostäder sjönk något i september. Bostadsbyggandet steg i september, men antalet utfärdade byggnadslov sjönk. Optimismen inom byggsektorn steg i oktober, men befinner sig fortfarande på en låg nivå i ett historiskt perspektiv (se diagram 3:5). Ny statistik visar att många hushåll har svårt att betala tillbaka sina bostadslån och fortsatta försäljningar på exekutiv auktion kan därmed vara att vänta. En faktor som är positiv för tillväxtförutsättningarna är att näringslivets vinster som andel av BNP det andra kvartalet låg på den högsta nivån sedan början av 1950-talet. När företagens förväntningar om framtiden förbättras finns det alltså en stor kassa i företagen för nyinvesteringar och nyanställningar.

■ Statsskuldproblemen i euroområdet ökar

Tillväxten i euroområdet har varit varierande hittills i år, med ett starkt första kvartal och ett svagt andra kvartal. Det kan delvis förklaras av tillfälliga effekter som jordbävningen i Japan och finanspolitiska åtgärder. Senareläggning av byggnadsinvesteringar, från sista kvartalet förra året till det första kvartalet i år, är ytterligare en tillfällig effekt som bidrog till en hög tillväxt i årets början. Definitiv statistik för BNP-utvecklingen andra kvartalet visade en uppgång på 0,7 procent i uppräknad årstakt (se diagram 3:1). Den inhemska efterfrågan sjönk eftersom hushållens konsumtion minskade. Nettoexporten bidrog dock positivt till tillväxten tack vare att importen växte svagare än exporten. Länder som tidigare vuxit relativt snabbt, exempelvis Tyskland, bromsade också in under andra kvartalet. Tyskland och Frankrike har annars i stort sett återtagit det fall i BNP som skedde efter krisen 2008-2009. I Italien och Spanien är däremot BNP-nivån fortsatt betydligt lägre. Arbetslösheten i euroområdet är hög och det bedöms finnas gott om lediga resurser i ekonomin (se diagram 3:4). Det förtjänar dock att understrykas att skillnaden mellan olika länder är stor.

Under sommaren har osäkerheten kring den framtida utvecklingen ökat. Det har skett en markant nedgång i förtroendeindikatorerna för hushåll, företag och aktörer på de finansiella marknaderna (se diagram 3:6). Skepsisen till vissa länders förmåga att hantera sin statsskuld har blivit allt mer utbredd. Denna oro har tidigare främst handlat om tillståndet i några få, små länder. Emellertid har oron nu

börjat omfatta även större länder i Europa på grund av vissa bankers exponeringar mot problemfyllda länder. Detta har bidragit till att bankerna har ökat på sin likviditet och stramat åt kreditgivningen. Oron för hållbarheten i Greklands reformprogram och för skuldutvecklingen där har återigen ökat, vilket har bidragit till lägre börskurser i euroområdet som helhet. På senare tid har politiker i Europa intensifierat processen med att begränsa de statsfinansiella problemen till de mer perifera länderna i euroområdet (se diskussionen i fördjupningen "Skuldkrisen i Europa" i denna rapport).

■ Svag BNP-utveckling även i Storbritannien

I Storbritannien steg BNP med 0,4 procent i uppräknad årstakt det andra kvartalet jämfört med det första kvartalet (se diagram 3:1). Det svaga utfallet är delvis en följd av tillfälliga faktorer som produktionsproblem efter jordbävningen i Japan. Industriproduktionen har dock varit svag sedan det kraftiga fallet 2008 och 2009. Hushållens konsumtion har också utvecklats dämpat bland annat till följd av den svaga utvecklingen av de reala disponibla inkomsterna. Detta beror i sin tur på den strama finanspolitiken och det fortsatt dåliga arbetsmarknadsläget. Arbetslösheten har legat i stort sett oförändrad kring 8 procent de senaste två åren.

■ Japans ekonomi återhämtar sig

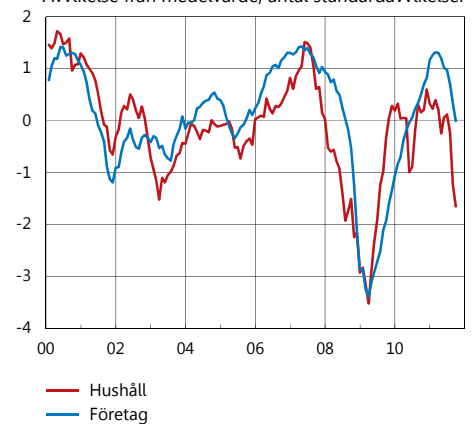
BNP i Japan föll såväl första som andra kvartalet i år till följd av jordbävningen och tsunamin i mars. Det finns dock tydliga tecken på en återhämtning. Både detaljhandelsförsäljningen och industriproduktionen har stigit snabbt i juli och augusti. Men än så länge är industriproduktionen betydligt lägre än innan det kraftiga fallet 2008 och 2009. Företagens optimism har också stigit. Den japanska yenen har dock förstärkts kraftigt på senare tid, vilket tynger återhämtningen i exporten. Bank of Japan har intervenerat på valutamarknaden för att försöka undvika en ytterligare förstärkning av valutan. Den allra senaste tidens finansiella oro med kraftiga fall i aktiepriserna har lett till att hushållens optimism dämpats. Detta kan komma att leda till en något svagare återhämtning på kort sikt än vad som tidigare antagits.

■ Ökad pessimism i Norge och Danmark

I Norge steg BNP i fastlandsekonomin med 4,1 procent i uppräknad årstakt under andra kvartalet (se diagram 3:7). Det är främst god inhemsk efterfrågan som bidrar till den höga tillväxten. Såväl hushållens konsumtion som företagens investeringar växte i snabb takt under andra kvartalet. Detaljhandelsförsäljningen visar inga tecken på att mattas av. Sysselsättningen har fortsatt att stiga och arbetslösheten har fallit till i genomsnitt strax över 3 procent under perioden juni till augusti.

I Danmark är situationen annorlunda. BNP-tillväxten har i genomsnitt varit svag under första halvåret även om andra kvartalet innebar en viss förbättring (se diagram 3:7). Exporten har varit till-

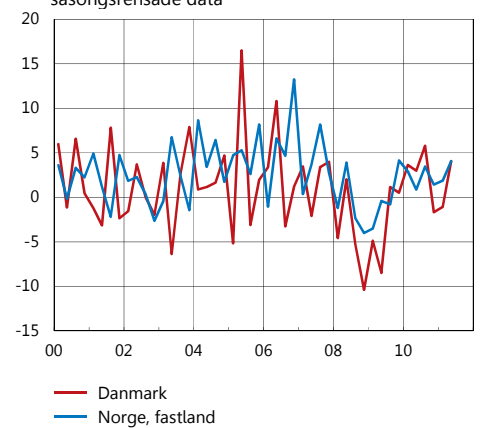
Diagram 3.6. Hushållens och företagens förväntningar om framtiden i euroområdet
Avvikelse från medelvärde, antal standardavvikelser



Anm. Medelvärde och standardavvikelse avser perioden januari 1985 till september 2011.

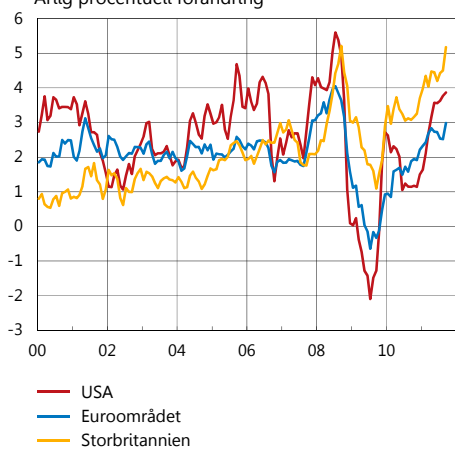
Källor: EU-kommissionen och Riksbanken

Diagram 3.7. BNP i Danmark och Norge
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: Danmarks statistik och Statistisk Sentralbyrå, Norge

Diagram 3:8. Konsumentpriser
Årlig procentuell förändring



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

växtmotorn i dansk ekonomi medan den inhemska efterfrågan utvecklats svagt. Hushållens konsumtion har fallit de senaste två kvartalen och detaljhandelsförsäljningen har fortsatt sin trendmässiga nedgång sedan början av 2008.

Den finansiella oron med kraftigt fallande aktiepriser har bidragit till att hushållens och företagens optimism fallit tydligt på senare tid i såväl Norge som Danmark. Nivåerna ligger dock kring de historiska genomsnitten och klart högre än under recessionen 2008 och 2009. Industriproduktionen har utvecklats svagt i båda länderna och nivåerna är långt under de som rådde innan den finansiella krisen.

■ Fortsatt hög inflation i omvärlden

Inflationen är fortsatt relativt hög i de flesta tillväxtekonomierna, men det är stora skillnader mellan olika länder. I september uppgick inflationen i Kina till drygt 6 procent medan den var nästan 10 procent i Indien. I Latinamerika är inflationen generellt sett något högre än i Asien. Länder med inflationsmål (till exempel Brasilien och Chile) tenderar att ha en inflation nära eller något över det övre toleransintervallet medan övriga länder (till exempel Argentina) har betydligt högre inflation.

I USA steg KPI-inflationen till 3,9 procent i september (se diagram 3:8). Uppgången var främst en följd av mer tillfälliga faktorer kopplade till bland annat höga energipriser. Den underliggande inflationen (exklusive livsmedels- och energipriser) låg kvar på 2,0 procent. Uppgången i den underliggande inflationen beror bland annat på att hyrorna stigit till följd av ökad efterfrågan på hyresbostäder. Den underliggande inflationen mätt med konsumtionsdeflatorn uppgick till 1,6 procent i augusti. Inflationsförväntningarna är stabila.

Inflationen i euroområdet ligger kvar en bra bit över ECB:s målsättning om en inflation nära 2 procent, framförallt beroende på att energi- och vissa livsmedelspriser är betydligt högre än för ett år sedan (se diagram 3:8). Men skatthöjningar i vissa länder har också bidragit till inflationsökningen. Inflationen väntas komma att dämpas på kort sikt till följd av att tidigare höjningar av energipriserna faller ur tolvmånaderstalen. Högre skatter, till exempel höjd moms i Italien, kommer dock delvis att motverka detta på kort sikt. Inflationstakten steg till 3,0 procent i september från 2,5 procent i augusti. Enligt ECB:s Survey of Professional Forecasters är inflationsförväntningarna förankrade kring 2 procent på såväl kort som lång sikt.

I Storbritannien uppgick inflationen till 5,2 procent i september (se diagram 3:8). Den höga inflationen är till stor del en följd av höjd moms och högre energipriser. De kortsiktiga inflationsförväntningarna är fortsatt höga. På längre sikt är bilden av dem mer splittrad. Enligt enkätsvar steg hushållens inflationsförväntningar på längre sikt i augusti. Däremot är inflationsförväntningarna enligt terminspris-sättningen i stort sett oförändrade.

■ Åtstramningar i penningpolitiken har skjutits på framtiden

Penningpolitiken i såväl Asien som Latinamerika har stramats åt i år. Men ytterligare åtstramningar bedöms nu senareläggas till följd av att den globala tillväxten väntas sakta in framöver. I en del länder med inflationsmål i Latinamerika, såsom till exempel Brasilien, finns även förväntningar på lägre styrräntor framöver. Brasiliens centralbank har redan sänkt styrräntan två gånger under hösten.

Den europeiska centralbankens nuvarande styrräntenivå är på 1,5 procent. Förväntningarna enligt enkäter och enligt marknadsprissättningen ger en splittrad bild av den framtida penningpolitiken. Enkäterna indikerar en oförändrad styrränta till och med andra halvåret nästa år, då styrräntan förväntas höjas. Marknadsprissättningen indikerar däremot att ECB sänker styrräntan under det närmaste året innan den åter höjs kring mitten av 2013.

Den amerikanska centralbanken har hållit styrräntan inom intervallet 0-0,25 procent sedan december 2008. De sämre tillväxtutsikterna i USA innebar att centralbanken den 20 september beslutade att öka den genomsnittliga förfallotiden på sitt obligationsinnehav. Syftet är att försöka sänka räntor med längre löptid. Det sker genom köp av 400 miljarder dollar i statspapper med löptider mellan 6 och 30 år samtidigt som obligationer med upp till 3 års löptid säljs av (den så kallade "operation twist"). Enligt prissättningen på de finansiella marknaderna väntas en första höjning av styrräntan under slutet av 2013 eller i början av 2014.

Norges Bank beslutade att låta sin styrränta vara oförändrad på 2,25 procent vid det senaste penningpolitiska mötet i oktober. Dessutom reviderades deras styrräntebana ned relativt kraftigt jämfört med bedömningen i juni. Styrräntan väntas nu ligga kvar på 2,25 procent till slutet av nästa år.

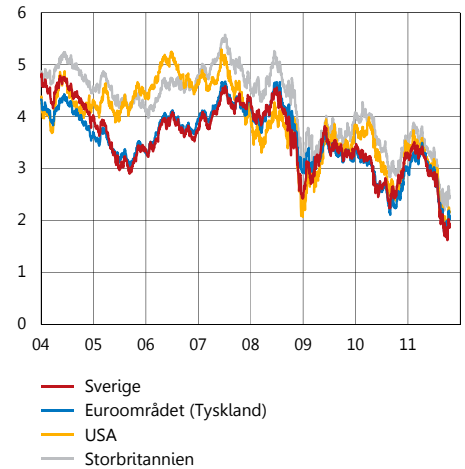
Osäkerhet på de finansiella marknaderna

■ Statsobligationsräntor på mycket låga nivåer i vissa länder

Oron för skuldproblemen inom euroområdet har fortsatt att dominera utvecklingen på de finansiella marknaderna. Samtidigt som efterfrågan på aktier och andra riskfyllda investeringar har sjunkit har efterfrågan på vissa länders statsobligationer ökat. Detta har bidragit till att statsobligationsräntorna i USA, Tyskland och Sverige har sjunkit till mycket låga nivåer (se diagram 3:9). Nedgången har varit särskilt tydlig i svenska statsobligationsräntor, som har sjunkit mer än de tyska motsvarigheterna.

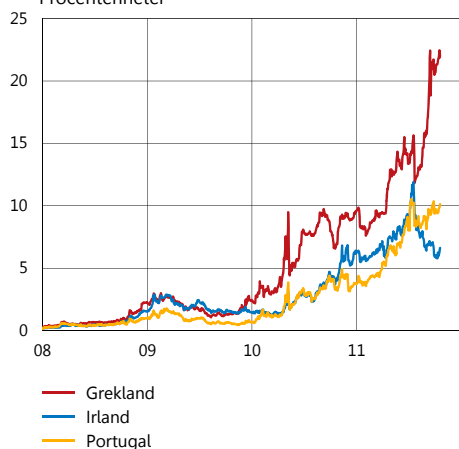
Sveriges budgetöverskott och den förhållandevis starka makroekonomiska utvecklingen har gjort svenska statsobligationer mycket attraktiva, både i samband med emissioner av Riksgäldskontoret och vid försäljning på andrahandsmarknaden. De globala tillväxtutsikterna är också en förklaring till de låga svenska statsobligationsräntorna. När tillväxten sjunker på svenska exportmarknader, väntas även

Diagram 3:9. Statsobligationsräntor, 10-års löptid
Procent



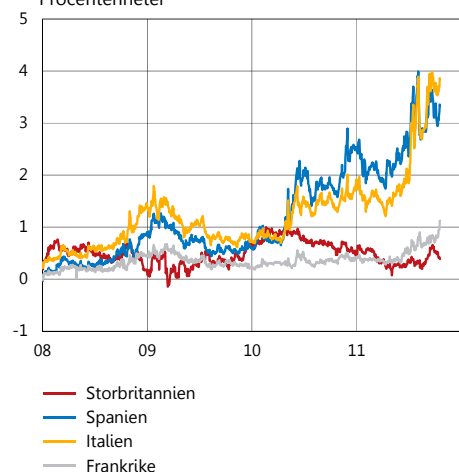
Källa: Reuters EcoWin

Diagram 3:10. Skillnad i olika länders statsobligationsräntor mot Tyskland
Procentenheter



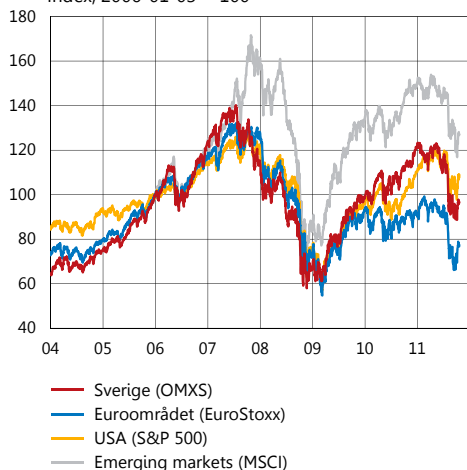
Anm. Statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.
Källa: Reuters EcoWin

Diagram 3:11. Skillnad i olika länders statsobligationsräntor mot Tyskland
Procentenheter



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

Diagram 3:12. Börsutveckling
Index, 2006-01-03 = 100



Källa: Reuters EcoWin

svensk tillväxt bli drabbad. Som följd har den förväntade nivån på Riksbankens styrränta justerats ned på penningmarknaden.

■ Sydeuropeiska räntor har stigit trots stödköp av ECB

Den statsfinansiella situationen i Grekland har präglat utvecklingen av de sydeuropeiska räntorna sedan det penningpolitiska beslutet i september. De grekiska statsobligationsräntorna har stigit i samband med att sannolikheten för en omförhandling av den grekiska statskulden har ökat. Den ökade sannolikheten kan visas av att så kallade CDS-premier (credit default swaps), det vill säga kostnaden för en långgivare att försäkra sig mot en omförhandlad statsskuld, har stigit till betydligt högre nivåer än tidigare. Även statsobligationsräntorna i Portugal, Italien och Spanien har fortsatt att följa med de grekiska räntorna uppåt (se diagram 3:10 och 3:11). Ett bristande förtroende för den italienska finanspolitiken har bland annat bidragit till högre räntor där. Samtidigt har ECB:s fortsatta köp av statsobligationer inom ramen för Securities Markets Programme (SMP) troligen dämpat ränteuppgångarna i framförallt Italien och Spanien. Deras statsobligationsräntor är fortfarande betydligt lägre än till exempel de portugisiska.

Risken för spridningseffekter genom banksystemet från Grekland till Europas större länder syns dock tydligt i den finansiella prissättningen. De franska bankernas exponeringar mot Grekland har inte bara resulterat i lägre kreditbetyg för bankerna, utan också inneburit att skillnaden mellan franska och tyska statsräntor har blivit större (se diagram 3:11)

■ Lägre tillgångspriser i en osäker omvärld

Den ökade oron för den ekonomiska utvecklingen och de europeiska bankernas utsatta position har bidragit till att utvecklingen på de europeiska aktiemarknaderna varit svag och kraftigt varierande sedan det penningpolitiska mötet i september (se diagram 3:12). Så också på Stockholmsbörsen som i stort följt ett genomsnittligt europeiskt index. De amerikanska börserna har inte sjunkit lika mycket, men även på dessa har svängningarna varit stora. Under september låg det så kallade VIX-indexet, vilket är ett mått på finansiell osäkerhet, på något högre nivåer än under maj 2010 då Grekland fick sitt första stödpaket (se diagram 3:13).

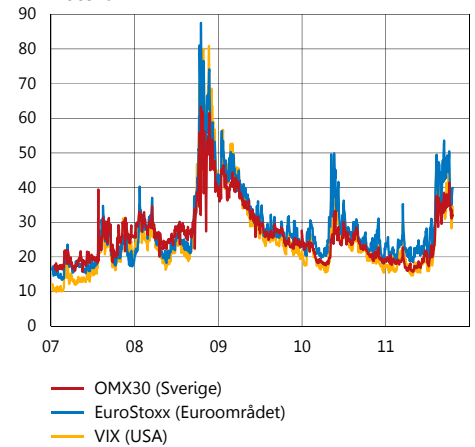
Risken för en svagare global tillväxt har fått priset på råvaror att sjunka under hösten (se diagram 3:14). Även guldpriset, som brukar stiga vid finansiell oro, har sjunkit relativt kraftigt sedan det penningpolitiska mötet i september. Detta kan bero på ett minskat behov av att försäkra sig mot inflation, men också på att euron försvagats mot dollarn. Guldets prissätts i dollar, vilket ofta innebär att guldpriset sjunker när dollarn förstärks. Priset på Brentolja har också fallit under hösten, men det är fortfarande på en betydligt högre nivå än för ett år sedan.

■ Viss försvagning av kronan

Den svenska kronan har försvagats sedan det penningpolitiska beslutet i september (se diagram 3:15). De nuvarande nivåerna i termer av TCW-index är dock avsevärt starkare än de som rådde under den finansiella krisen 2008-2009. Den förhållandevis starka makroekonomiska utvecklingen, de starka statsfinanserna och en högre styrränta än i omvärlden har sannolikt bidragit till att kronan inte har försvagats mer under den senaste tiden av finansiell oro. Framförallt har dock investerarna sökt sig till tillgångar som traditionellt sett betraktats som säkra i orostider, det vill säga den amerikanska dollarn och den japanska yenen. Den amerikanska dollarn har förstärkts mot euron, medan yenen fortfarande är på starkare nivåer än den var vid försöken att försvaga den genom interventioner under våren 2011.

Diagram 3:13. Börsvolatilitet

Procent

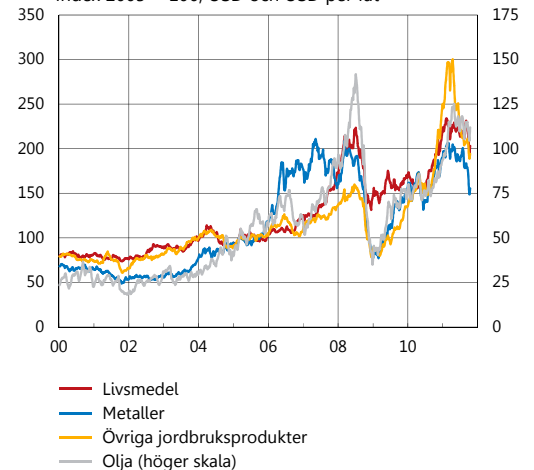


Anm. Implicit volatilitet beräknad från indexoptionspriser.

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

Diagram 3:14. Råvarupriser

Index 2005 = 100, USD och USD per fat



Källor: The Economist och Intercontinental Exchange

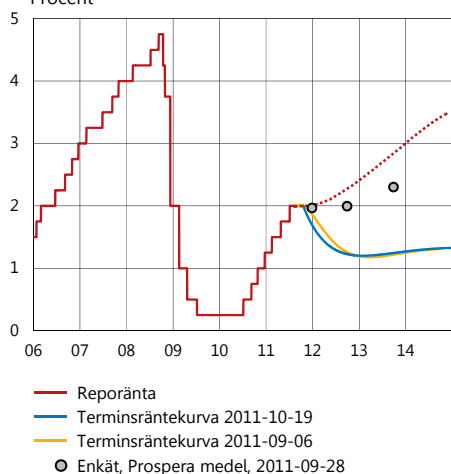
Diagram 3:15. Konkurrensvägd växelkurs, TCW

Index, 1992-11-18 = 100



Källa: Riksbanken

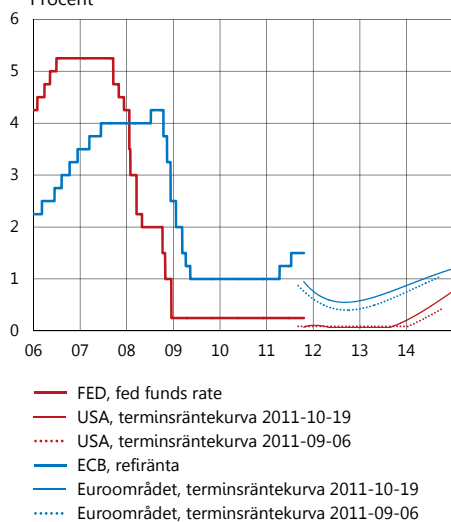
Diagram 3:16. Reporänteförväntningar mätt med marknadspriser och enkät i Sverige
Procent



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

Källor: Reuters EcoWin, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

Diagram 3:17. Styrränteförväntningar mätt med marknadspriser i euroområdet och USA
Procent



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

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

■ Nedtryckta räntor på penningmarknaden

Enligt terminsprisinställningen förväntas Riksbanken sänka styrräntan under både 2011 och 2012, vilket innebär en lägre reporänta än Riksbankens prognos (se diagram 3:16). En tolkning är att aktörerna på penningmarknaden har en betydligt mer negativ bild av den ekonomiska utvecklingen framöver än Riksbanken. Samtidigt är de implicita terminräntorna dock mycket mer nedtryckta än förväntningarna enligt Prosperas senaste enkätundersökning av penningmarknadens aktörer som publicerades i oktober. Enkätsvaren visar att Riksbanken förväntas hålla styrräntan oförändrad under de kommande 12 månaderna och om två år väntas styrräntan vara 2,2 procent.

Termräntorna i omvärlden indikerar små förändringar av de penningpolitiska förväntningarna jämfört med läget vid Riksbankens penningpolitiska beslut i september. Federal Reserve har beslutat att öka löptiden på sina innehav av statspapper och Bank of Englands penningpolitiska kommitté har aviserat ytterligare köp av värdepapper. Enligt de implicita terminräntorna väntas ECB sänka sin styrränta (se diagram 3:17). Dessutom har ECB tillsammans med ett antal centralbanker annonserat möjligheten för kommersiella banker att låna dollar på längre löptider än tidigare. Dessa lån erbjuds i samarbete med Federal Reserve.

■ Den svenska interbankmarknaden tycks fungera väl

Den svenska interbankmarknaden verkar efter omständigheterna fungera väl. Skillnaden mellan den ränta som svenska banker begär av varandra och Riksbankens förväntade styrränta under samma löptid är i stort sett oförändrad jämfört med situationen vid det penningpolitiska mötet i september. Denna ränteskillnad har dock stigit sedan i våras.

För bankerna inom euroområdet är motsvarande ränteskillnad betydligt högre. För många av dessa banker är också möjligheten att emittera obligationer med långfristig löptid obefintlig. Detta är särskilt oroande eftersom många av dem har ett stort refinansieringsbehov under framförallt nästa år. Banker i bland annat Spanien och Italien har till och med svårt att emittera säkerställda obligationer, vilket har fått ECB att återlansera ett program för stödköp av sådana obligationer. Därutöver har ECB annonserat nya långfristiga lån i euro som kommer att erbjudas till bankerna från och med den 25 oktober i år.

■ Rörliga bostadsräntor har stigit mer än reporäntan

Den genomsnittliga bolåneräntan till hushållen sjönk mellan juli och augusti, vilket förklaras av att räntor med längre löptid sjönk kraftigt. För första gången sedan december 2009 sjönk den genomsnittliga räntan på hushållens lån med en bindningstid mellan ett och fem år. Sedan det penningpolitiska mötet i september är dock listade boräntor med längre löptid relativt oförändrade. Rörliga bolåneräntor har samtidigt stigit mer än vad som kan förklaras av förändringarna i reporäntan sedan slutet av 2010 (se diagram 3:18). Skillnaden beror bland annat på att bostadsinstituten fått större finansieringskostnader under det senaste året. Detta har att göra med anpassningar till nya regelverk. Bostadsinstituten kan också ha ökat sina vinstmarginaler på räntan till bolånekunder. De senaste månaderna har korta bolåneräntor fortsatt att stiga, trots att bostadsinstitutens finansieringskostnader bedöms vara i stort sett oförändrade.

De rörliga räntor som företagen möter har, till skillnad från bolåneräntorna, varit relativt oförändrade i förhållande till Riksbankens styrränta under det senaste året. Det kan bero på att företagen är mer priskänsliga, eftersom de kan använda andra finansieringskällor, till exempel genom att själva ge ut obligationer. De räntor som företag möter på lån med löptider på ett år och längre sjönk dessutom kraftigt i augusti.

■ Utlåningen till hushållen ökar långsammare

Bostadsinstitutens högre räntor och en allt tydligare avmattning i huspriserna har troligen bidragit till att utlåningen till hushållen ökar långsammare än tidigare. I augusti ökade utlåningen med 6,2 procent jämfört med samma period förra året. För ett år sedan växte utlåningen betydligt snabbare (se diagram 3:19).

Företagens upplåning växte under augusti med 5,1 procent mätt som årlig procentuell förändring. Detta är en betydlig skillnad jämfört med ett år sedan då utlåningen till företagen minskade. Den finansiella oron verkar hittills alltså inte ha påverkat företagens möjligheter att finansiera sin verksamhet. Enligt Konjunkturinstitutets månadsbarometer från september upplever de tillfrågade företagen möjligheten att få finansiering som normal. Såväl företagens upplåningstakt som de räntor på nya kontrakt som företagen erbjuds var i stort sett oförändrade mellan juli och augusti. Tillfrågade bankkontorschefer i Almi Företagspartners låneindikator bedömer att utlåningen till företag kommer att fortsätta öka något på både kort och lång sikt.

Diagram 3:18. Rörlig listad bostadsränta och reporänta
Procent

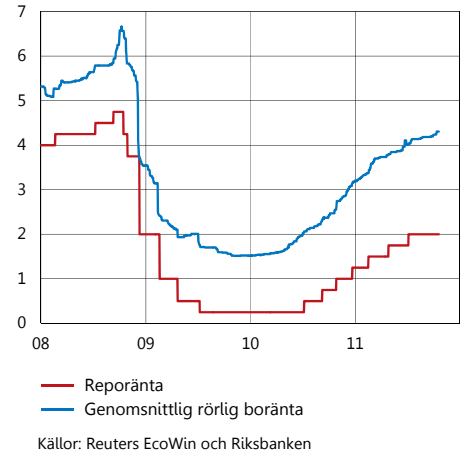


Diagram 3:19. Utlåning till hushåll och företag
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

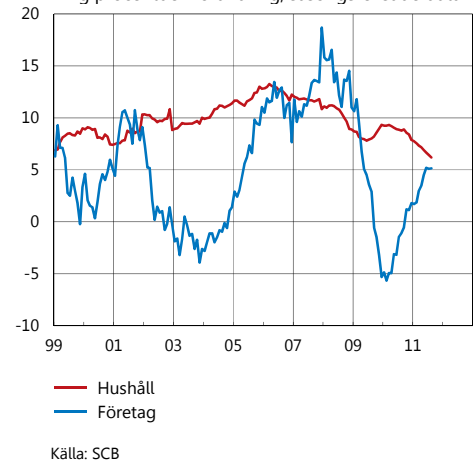
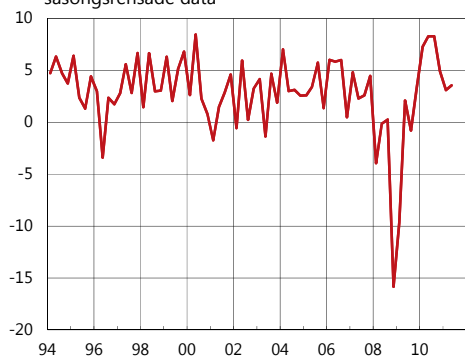


Diagram 3:20. BNP

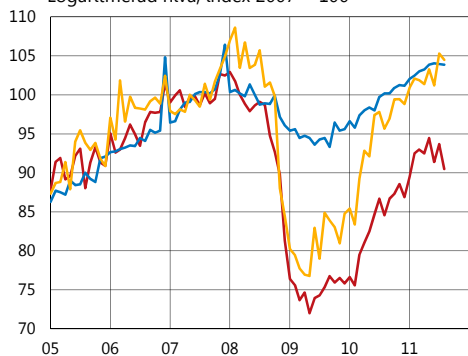
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källa: SCB

Diagram 3:21. Industriproduktion, tjänsteproduktion och varuexport

Logaritmerad nivå, index 2007 = 100



— Industriproduktion
— Tjänsteproduktion
— Varuexport

Källa: SCB

Även Sverige påverkas av finansiell oro

■ Svagare BNP-tillväxt under resten av året

BNP i Sverige ökade med 4,9 procent andra kvartalet jämfört med motsvarande kvartal i fjol (kalenderkorrigerat). Jämfört med första kvartalet var ökningen 3,6 procent i uppräknad årstakt (se diagram 3:20). BNP ökade starkt trots att utfallet var lägre än enligt SCB:s snabbversion av nationalräkenskaperna. Både hushållens konsumtion och investeringarna bidrog till det starka BNP-utfallet. BNP-utvecklingen under det första halvåret i år är dock svagare än under den kraftiga återhämtningen 2010.

Under det andra halvåret i år väntas tillväxten mattas av ytterligare. Detta beror bland annat på att den senaste tidens oro på de finansiella marknaderna väntas bestå under hösten. Den finansiella oron med fallande börskurser bidrar till att dämpa stämningläget bland hushåll och företag. Konjunkturinstitutets barometerindikator har de senaste månaderna fallit från höga nivåer och ligger i september något under det historiska genomsnittet. Detta indikerar att den svenska tillväxten bromsat in från en mycket hög tillväxt till en mer normal utveckling. Inköpschefsindex har samtidigt fallit kraftigt och det ligger nu på en nivå som tyder på nolltillväxt inom industrin. Industriproduktionen utvecklades också svagt i augusti. Månadsutfallen för varuexporten har dock fortsatt vara relativt gynnsamma (se diagram 3:21). Den svagare utvecklingen i omvärlden väntas leda till en långsammare tillväxt även i den svenska ekonomin. Tillväxten under andra halvåret väntas bli betydligt lägre än första halvåret i år och ungefär i linje med bedömningen i september.

■ Börsfallen gör hushållen mer försiktiga

Den senaste tidens börsnedgångar har påverkat hushållen negativt. Hushållens förmögenhetsutveckling bromsar in både till följd av börsfallen och försvagningarna på bostadsmarknaden. I takt med att bostadsmarknaden svalnat har hushållens upplåning också dämpats. Hushållens skuldsättning ökar nu i en betydligt långsammare takt än tidigare. Även bolånetaket och stigande räntor har troligtvis bidragit till detta.

Konsumtionen har ändå ökat i en relativt god takt första halvåret i år. Det är särskilt konsumtionen av tjänster, bilar och sällanköpsvaror som ökat. En bidragande orsak är att hushållens inkomster utvecklats starkt. Hushållen har dock inte utnyttjat det ökade konsumtionsutrymmet fullt ut, utan har valt att också öka sitt sparande.

Den tilltagande osäkerheten bland hushållen syns även tydligt i Konjunkturinstitutets barometerundersökning där hushållens konfidsindikator har fallit till en låg nivå (se diagram 3:22). Hushållen har nu en betydligt mer negativ syn än tidigare på både den egna ekonomin och Sveriges ekonomi. Nybilsregistreringarna har också dämpats påtagligt de senaste månaderna, vilket tillsammans med en

relativt svag utveckling av omsättningen inom detaljhandeln tyder på att hushållen är återhållsamma (se diagram 3:23).

Även om statistiken är svårtolkad har priserna på bostadsmarknaden utvecklats svagt på sistone. Då bostäder står för omkring hälften av hushållens förmögenhet försämrar detta förutsättningarna för konsumtionen framöver. Hushållens sparande väntas därför ligga kvar på en hög nivå och konsumtionen utvecklas relativt svagt under resten av året.

■ Avmattning i investeringstillväxten

Investeringarna fortsatte att växa starkt under första halvåret i år (se diagram 3:24). Det är framförallt bostadsinvesteringarna som ökat rejält. Men även de offentliga investeringarna har utvecklats starkt, vilket främst beror på stora, men tillfälliga, projekt såsom Karolinska Universitetssjukhuset, Malmö allmänna sjukhus samt Citybanan i Stockholm. Det har under första halvåret också funnits ett investeringsbehov i näringslivet exklusive bostäder. Särskilt industrins investeringar tog fart under första halvåret 2011, men samtidigt bromsade investeringstillväxten i tjänstebanscher.

Under de närmaste kvartalen bedöms tillväxten i bostadsinvesteringarna mattas av. Detta beror bland annat på att den tidigare starka tillväxten delvis speglar en återhämtning från låga nivåer. Efterfrågan på om- och nybyggnation påverkas dessutom av hushållens oro över den ekonomiska utvecklingen och för att bostadspriserna ska falla.

Enligt Konjunkturinstitutets företagsbarometer har företagens förväntningar på ekonomins samlade efterfrågan successivt dämpats sedan i våras. Detta kan bidra till att företagen skjuter upp sina investeringsbeslut.³ Samtidigt är industrins investeringar fortfarande på en låg nivå jämfört med före krisen. Kapacitetsutnyttjandet är också tillbaka på normala nivåer vilket talar för att företagen inom industrin har ett behov av att investera för att öka produktionskapaciteten. Sammantaget bedöms näringslivets investeringar, exklusive bostäder, fortsätta att växa i ungefär samma takt som under första halvåret i år. Den långsammare utvecklingen för de offentliga investeringarna och för bostadsinvesteringarna innebär att tillväxten i de fasta bruttoinvesteringarna dämpas under andra halvåret i år.

Efter flera kvartal med växande lageruppbyggnad avtog denna under det andra kvartalet. Detta gav ett negativt bidrag till BNP-tillväxten. Allt färre företag uttrycker också ett behov av att bygga upp sina lager, vilket gör att ytterligare negativa lagerbidrag till tillväxten är att vänta under andra halvåret i år.

Diagram 3:22. Konfidensindikatorer för hushåll
Nettotal

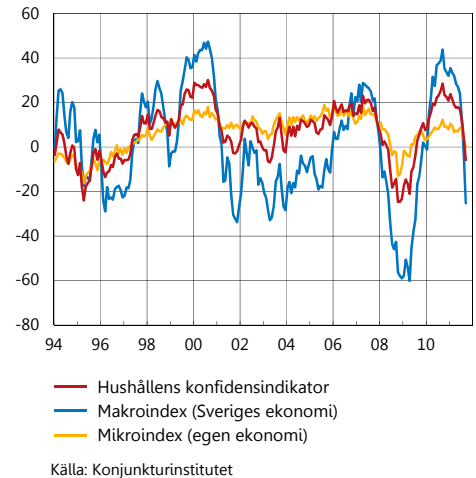


Diagram 3:23. Detaljhandels omsättning och hushållens konsumtion
Årlig procentuell förändring

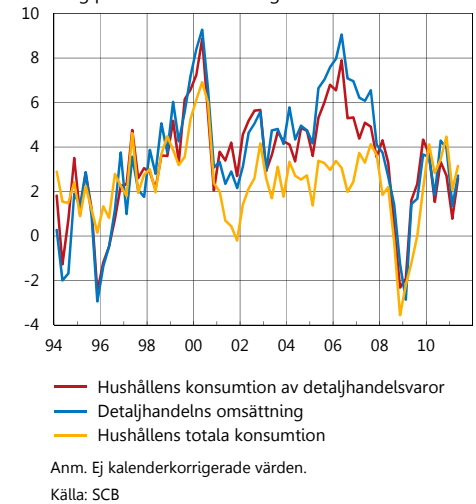
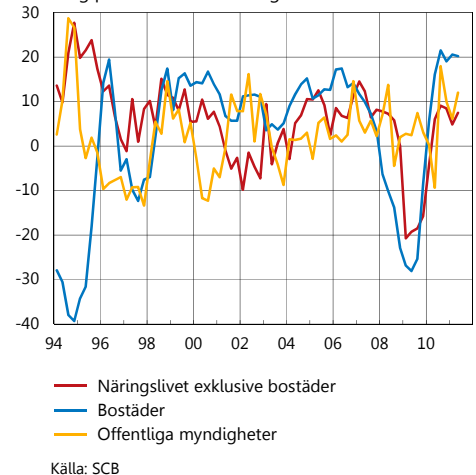


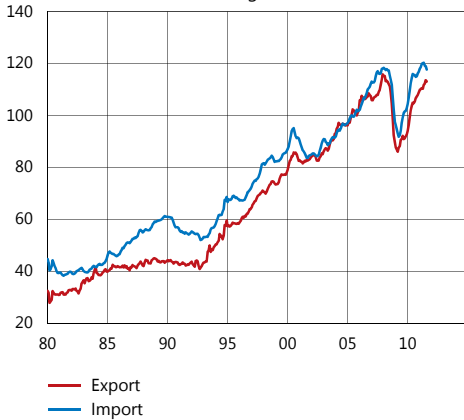
Diagram 3:24. Fasta bruttoinvesteringar
Årlig procentuell förändring



³ Riksbankens företagsintervjuer tyder på att företagen skjuter på investeringsbeslut om utökad produktionskapacitet. De investeringsbeslut som tas för närvarande gäller framförallt effektiviseringar av verksamheten och ersättning av förslitet kapital. Se publikationen "Riksbankens företagsintervjuer i september 2011" på Riksbankens webbplats www.riksbank.se under rubriken Press & Publicerat, Rapportter.

Diagram 3:25. Utrikeshandel med varor i fasta priser

Index, 2005 = 100, säsongrensade data

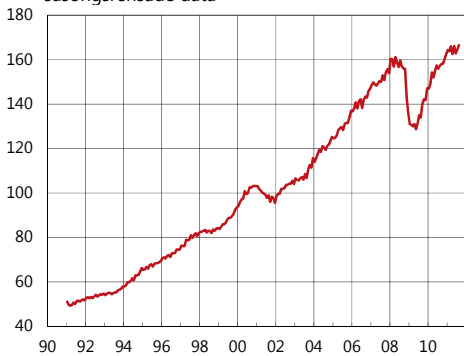


Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Fasta priser beräknat av Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:26. Världshandelsvolym

World trade monitor index, 2000 = 100, säsongrensade data



Källa: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Diagram 3:27. Exportordergång i insatsvaruindustrin och investeringsindustrin
Nettotal, avvikelser från medelvärde



Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

■ Utrikeshandeln har börjat bromsa in

Exporten har återhämtat sig starkt sedan krisen men ökningstakten bromsade in något under det andra kvartalet i år. Liksom de senaste kvartalen var det varuexporten som ökade snabbast, mätt som årlig procentuell förändring. Det är i första hand exporten av motorfordon och teleprodukter som ökat medan exporten av tjänster har utvecklats svagare. Trots att tillväxtutsikterna i omvärlden har försämrats tyder månadsstatistik över utrikeshandeln på att exporttillväxten blir relativt snabb även tredje kvartalet (se diagram 3:25). Den svagare internationella efterfrågan väntas dock sätta tydligare avtryck framöver. Indikatorer på världshandeln tyder på att tillväxten i den internationella handeln har stannat av (se diagram 3:26). Även data över exportordergångens indikatorer en nedgång för framförallt insats- och investeringsvaruindustrin (se diagram 3:27). Under konjunkturedgången 2008-2009 var det just dessa branscher som drabbades hårt. Exporten väntas sammantaget växa långsammare i slutet av året.

Även importen bromsade in något under andra kvartalet. Liksom för exporten var det varorna som främst bidrog till tillväxten mätt som årlig procentuell förändring. Månadsstatistik för juli och augusti tyder på att importen inte ökar lika påtagligt som tidigare (se diagram 3:25).

■ Överskott i det finansiella sparandet och neutral finanspolitik

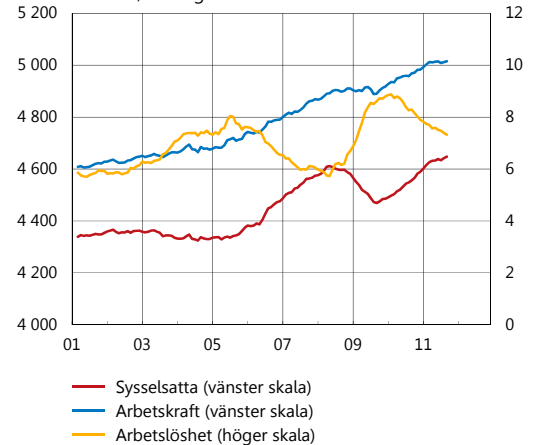
Det offentliga finansiella sparandet uppgick till 51 miljarder kronor första halvåret i år. Det andra kvartalet gav starka utfall för skatteinkomster på löner och konsumtion. Normalt brukar också det finansiella sparandet bli högt under andra kvartalet på grund av utdelningar från statliga bolag och affärsverk. Det finansiella sparandet bedöms bli 0,5 procent av BNP under 2011. Den diskretionära finanspolitiken kommer under 2011 och 2012 att sammantaget vara neutral, det vill säga det finansiella sparandet försämras inte på grund av reformer under perioden. Detta är en följd av de nu föreslagna åtgärderna i budgetpropositionen för 2012 och av att tidigare beslutade tillfälliga stöd till kommuner och landsting tas bort.

■ Förbättringen på arbetsmarknaden tappar fart

Sedan våren 2011 har den starka utvecklingen på arbetsmarknaden gradvis mattats av. Antalet sysselsatta har ökat långsammare och nedgången i arbetslösheten har bromsats upp (se diagram 3:28). I september utvecklades sysselsättningen i linje med bedömningen i den senaste penningpolitiska uppföljningen medan arbetslösheten och antalet personer i arbetskraften blev något lägre.

Liksom i september pekar indikatorerna nu på en fortsatt, men långsam, förbättring på arbetsmarknaden under 2011. Efterfrågan på arbetskraft mattas av, nyanmälda lediga platser ökar något långsammare och antalet varsel om uppsägning ligger på en något högre nivå än i början av året (se diagram 3:29). Färre företag än tidigare planerar att utöka personalstyrkan (se diagram 3:30). Det något svagare läget på svensk arbetsmarknad bekräftas också i Riksbankens företagsintervjuer som genomfördes i september.

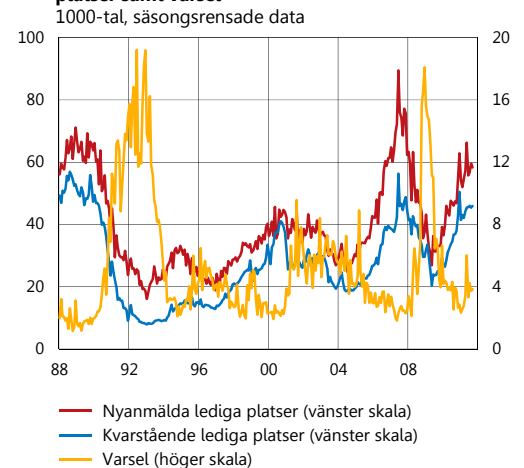
Diagram 3:28. Sysselsatta, arbetskraft och arbetslöshet
1000-tals personer respektive procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde.

Källor: SCB och Riksbanken

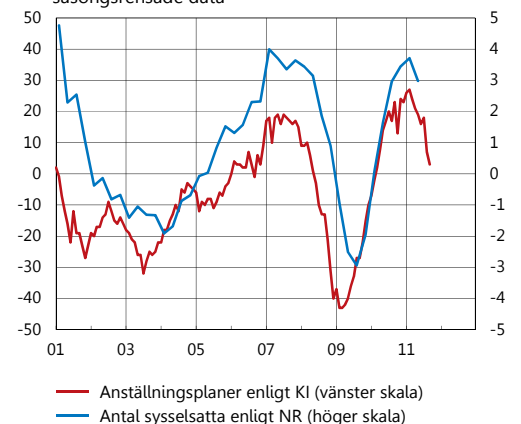
Diagram 3:29. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel
1000-tal, säsongrensade data



Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken

Diagram 3:30. Anställningsplaner och sysselsatta i näringslivet

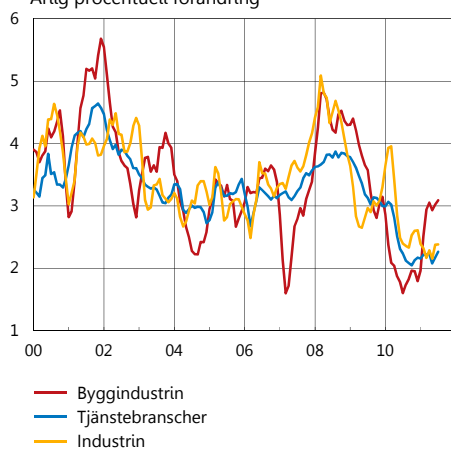
Nettotal respektive årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Nettotal definieras som skillnaden mellan andelen företag som uppgett en förväntad ökning av antalet anställda och andelen företag som uppgett en förväntad minskning.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

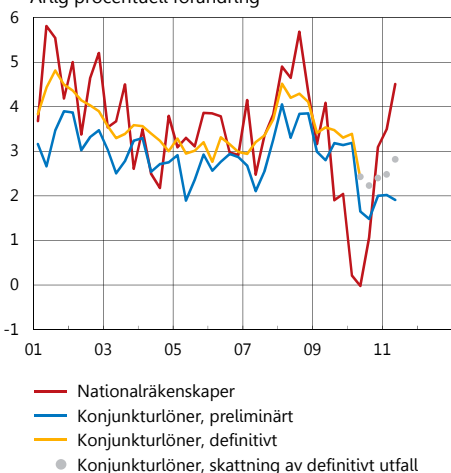
Diagram 3:31. Löner i näringslivet
Årlig procentuell förändring



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

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

Diagram 3:32. Löner enligt nationalräkenskaperna och enligt konjunkturlönestatistiken
Årlig procentuell förändring



Anm. Konjunkturlönestatistiken de senaste 12 månaderna är preliminär och revideras vanligtvis upp. De grå punkterna i diagrammet visar Riksbankens bedömning av det slutliga utfallet enligt statistiken.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

■ Något högre löneökningar under 2011

I juli ökade lönerna i hela ekonomin enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet med preliminära 2,3 procent i årlig procentuell förändring. Hittills i år (januari-juli) har lönerna stigit med i genomsnitt 2,2 procent, men utfallen kommer att revideras upp när ytterligare retroaktiva utbetalningar kommer med i statistiken. Inom byggsektorn har lönerna ökat mer än inom industrin och tjänstesektorn (se diagram 3:31). Lönerna i hela ekonomin enligt konjunkturlönestatistiken bedöms öka med 2,8 procent under 2011, vilket är något mer än vad som förutsågs i september.

Enligt nationalräkenskaperna ökade timlönerna i hela ekonomin med 4,5 procent i årlig procentuell förändring det andra kvartalet i år, vilket kan jämföras med 2,8 procent enligt skattning av definitivt utfall för konjunkturlönestatistiken (se diagram 3:32). Normalt är skillnaden mellan dessa mått liten men olika tillfälliga faktorer, som till exempel förändringar i bonusutbetalningar, arbetstidsförskjutningar mellan olika år och periodiseringar av retroaktiva löneutbetalningar, bidrar till att timlöneutvecklingen enligt nationalräkenskaperna nu ligger på en betydligt högre nivå. Den underliggande löneutvecklingen i den svenska ekonomin bedöms i år och under fjolåret fångas bättre i konjunkturlönestatistiken.

■ Produktivetsförändringar påverkar kostnadstrycket

Vissa premiesatser i avtalsförsäkringarna i näringslivet sänks i år jämfört med nivåerna under fjolåret enligt statistik från Svenskt Näringsliv. Detta bidrar till att dämpa tillväxttakten i arbetskostnaderna per timme i hela ekonomin i år. Tillväxttakten i arbetsproduktiviteten, mätt som årlig procentuell förändring, mattades av under andra kvartalet efter tre kvartal med förhållandevis stark tillväxt. Detta bidrog till att arbetskostnaderna per producerad enhet för första gången sedan ett och ett halvt år tillbaka uppvisade positiva tillväxttal, mätt som årlig procentuell förändring.

■ Fortsatt låg underliggande inflation men hög KPI-inflation

Det underliggande inflationstrycket är fortsatt lågt. Den årliga ökningstakten i KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, uppgick till 1,5 procent i september, vilket var i linje med prognosen i den senaste penningpolitiska uppföljningen (se diagram 3:33). Till stor del beror det måttliga utfallet på att varu- och livsmedelspriserna utvecklats ganska svagt. Energipriserna fortsätter däremot att stiga, mätt som årlig procentuell förändring, även om elpriserna sjunkit de senaste månaderna. KPIF-inflationen rensad för energipriser uppgick till 1,1 procent i september. Den låga tillväxten i arbetskostnaderna per producerad enhet och förstärkningen av kronan det senaste året är bidragande orsaker till det nu låga inflationstrycket.

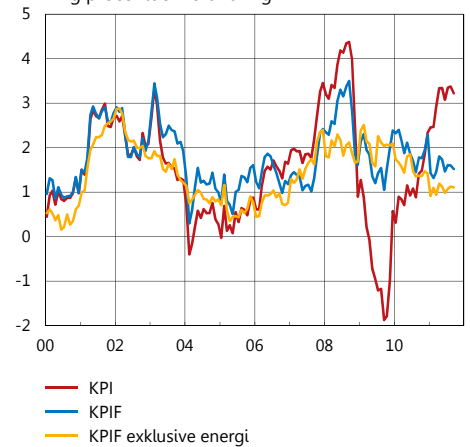
Skillnaden mellan olika inflationsmått är fortfarande stor. KPIF-inflationen är en bit under 2 procent och rensad för de stigande energipriserna är inflationen ännu lägre. KPI-inflationen är samtidigt hög till följd av att bostadsräntorna stigit kraftigt. Ökningstakten i KPI-inflationen väntas nu avta och mot slutet av 2011 falla tillbaka till under 2,5 procent.

■ Något lägre inflationsförväntningar

Samtliga mått på inflationsförväntningarna har fallit något den senaste tiden. Konjunkturinstitutets undersökning visar att hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt föll från 2,5 procent i augusti till 2,3 procent i september (se diagram 3:34). Det är tredje månaden i rad som de faller. Även företagens inflationsförväntningar har fallit från 2,0 procent första kvartalet till 1,8 procent andra kvartalet.

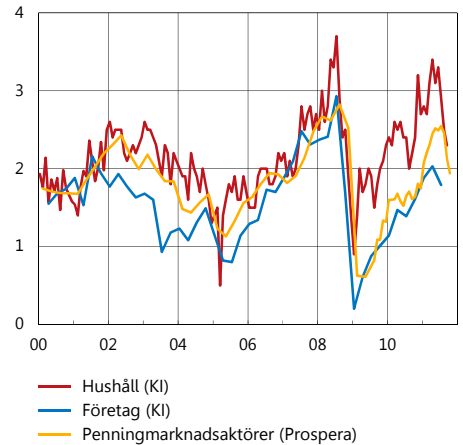
Prosperas kvartalsvisa enkät för samtliga aktörer, det vill säga penningmarknadsaktörer, arbetsmarknadens parter och inköpschefer, som publicerades i september visar också att inflationsförväntningarna har fallit, från 2,7 till 2,4 procent på ett års sikt och från 2,6 till 2,3 procent på två års sikt (se diagram 3:35). På fem års sikt uppgick dock förväntningarna till 2,4 procent, vilket är en marginell ökning sedan föregående undersökning. Inflationsförväntningarna hos penningmarknadens aktörer som publiceras månatligen föll mellan augusti och september på samtliga tidshorisonter. I oktober fortsatte förväntningarna på ett års sikt att falla från 2,1 till 1,9 procent medan de på två och tre års sikt var oförändrade på 2,1 procent.

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



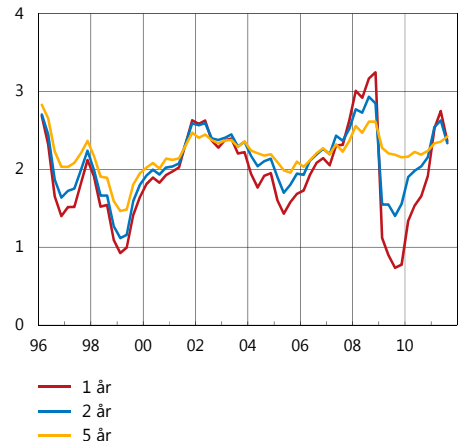
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källa: SCB

Diagram 3:34. Inflationsförväntningar på ett års sikt
Procent



Anm. Företag är på kvartalsfrekvens, övriga är på månadsfrekvens.
Källor: Konjunkturinstitutet och TNS SIFO Prospera

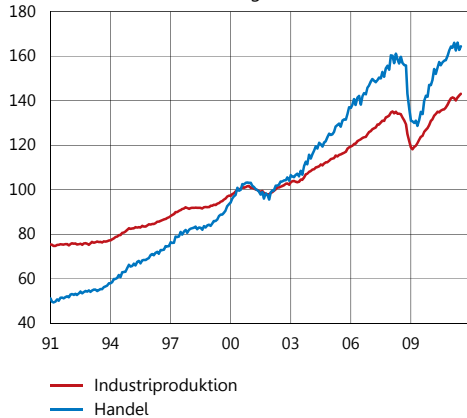
Diagram 3:35. Inflationsförväntningar på 1, 2 och 5 års sikt, samtliga aktörer
Procent



Källa: TNS SIFO Prospera

■ Likheter och skillnader mellan det aktuella läget och 2008-2009

Diagram A1. Global handel och industriproduktion
Index, 2000 = 100, säsongrensade data



Källa: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Oron på de finansiella marknaderna är i nuläget stor, till följd av flera länders problem att hantera sina stora statsskulder. De realekonomiska konsekvenserna av icke-fungerande kreditmarknader blev tydliga under den finansiella krisen 2008-2009. Finansiella institut slutade då att låna ut till varandra, vilket fick dramatiska följder för världsekonomin. Det finns flera skäl till att Riksbanken bedömer att den senaste tidens oro inte kommer att leda till lika allvarliga konsekvenser för världen som helhet. Nu handlar det om problem som är kända på de finansiella marknaderna, vilket inte alls var fallet 2008-2009. Centralbanker har beprövat kanaler för att tillmötesgå ett ökat likviditetsbehov i banksystemet. I detta avseende är det finansiella systemet bättre rustat. Samtidigt återstår stora utmaningar för att få långsiktigt hållbara lösningar på plats. Läget är bekymmersamt och nya oväntade händelser kan få allvarliga konsekvenser.

Från obetalda bostadslån till oro för statsfinansiella problem

De globala finansiella marknaderna har präglats av turbulens under drygt fyra år. Upprinnelsen till krisen var oron över förluster orsakade av strukturella produkter med anknytning till amerikanska subprimelån. Via de komplexa finansiella instrument som var kopplade till de amerikanska bostadslånen spred sig förlusterna snabbt vidare i den högt skuldsatta finansiella sektorn. Den amerikanska centralbanken svarade med räntesänkningar och åtgärder för att säkerställa likviditeten på kreditmarknaden. Men problemen på finansmarknaderna fortsatte och den 15 september 2008 ansökte Lehman Brothers om konkurs. Detta utgjorde en vattendelare som hade mycket stort negativt genomslag på de globala finansmarknaderna. Det faktum att ett stort finansiellt institut tilläts gå omkull tillsammans med osäkerheten kring hur stora förlusterna var och vilka institut som var drabbade ledde till att finansiella institut världen över i stort sett slutade låna ut pengar till varandra.

Inbromsningen i den globala ekonomiska aktiviteten under de första tre kvartalen 2008 var jämförbar med en normal konjunkturavmattning. När Lehman Brothers föll och den finansiella krisen eskalerade förändrades läget dramatiskt. Den finansiella turbulensen fick genomslag i den reala ekonomin via flera olika kanaler. Bristen på likviditet i det globala finansiella systemet bidrog till en kraftig åtstramning i kreditvillkoren för hushåll och företag. Turbulensen fick också aktiepriserna att falla och bidrog till att försämra stämningläget bland företag och hushåll över hela världen. Parallellt med den eskalerande finanskrisen började även huspriserna i stora delar av OECD-området att falla. Den globala efterfrågan, såväl hushållens konsumtion som företagens investeringar, minskade kraftigt. Industriproduktionen föll på bred front i hela världen och världshandeln rasade (se diagram A1). Det senare slog hårt mot exportberoende ekonomier, såsom den svenska.

Tack vare en kraftfull och koordinerad finans- och penningpolitisk stimulans från regeringar och centralbanker världen över minskade den finansiella turbulensen successivt under loppet av 2009 och den reala ekonomin började återhämta sig. Redan under inledningen av 2010 började dock oron för de statsfinansiella problemen i Europa avspelas på obligationsmarknaden. Oron tilltog under sommaren 2011 när den politiska förmågan, i både euroområdet och USA, att hantera skuldproblematiken ifrågasattes. Den senaste tiden är det framför allt statsfinansiella problemen i euroområdet som ligger bakom den fortsatta turbulensen.

Hur skiljer sig förutsättningarna jämfört med 2008?

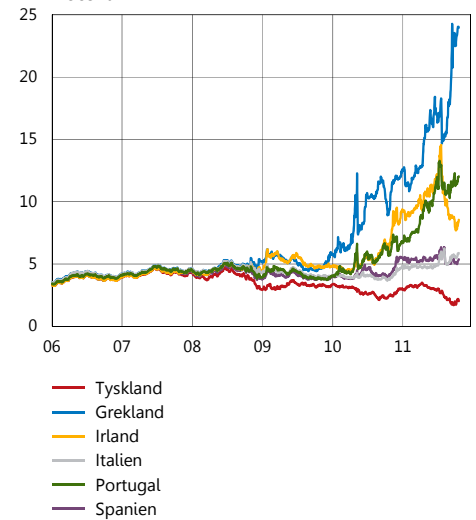
Lehman Brothers konkursansökan var en plötslig händelse vars följder marknaden hade svårt att överblicka konsekvenserna av. På samma sätt som Lehman Brothers fall inte förutsågs, kan det naturligtvis inte uteslutas att det inträffar något framöver med liknande dramatiska konsekvenser. Ny information kan förändra tillväxtutsikterna snabbt. Däremot kan det konstateras att den finansiella turbulens vi ser idag inte har lett till lika dramatiska följder så här långt. Oron för den statsfinansiella situationen, framförallt i euroområdet har ökat gradvis istället för plötsligt. Vissa länder ser dessutom ut att kunna hantera underskottsproblematiken. Irland, som fortfarande har ett av de största underskotten i Europa, har till exempel följt den uppsatta planen för att förbättra sin statsfinansiella situation. Statsobligationsräntorna har därför sjunkit under hösten och Irland planerar nu för att kunna emittera obligationer under nästa år. Däremot visar de höga nivåerna på de grekiska statsräntorna att finansiella marknadsaktörer nu ser en mycket hög sannolikhet för att Grekland kommer att behöva omförhandla sin statskuld. Denna utveckling har dock skett gradvis och räntorna på grekiska statsobligationer har ökat successivt sedan inledningen av 2010 (se diagram A2).

En annan skillnad jämfört med 2008 är att förlusterna under finanskrisen spreds via en mängd komplexa finansiella instrument. Detta ökade osäkerheten på marknaden om hur stora förlusterna var och vilka institut som var drabbade. Vad det gäller statskuldproblematiken är det lättare att identifiera var förlusterna kan uppstå. Det råder fortfarande osäkerhet om hur stora förluster som innehaven av statspapper innebär men jämfört med situationen 2008 är det betydligt mer överblickbart.

Information som framkommit i samband med Europeiska bankmyndighetens (EBA) stresstester har också lett till en viss förbättring av transparensen vad gäller bankernas balansräkningar och det finansiella systemets sårbarhet. Därmed minskar osäkerheten och risken för att de förluster som kan uppstå slår blint mot hela den finansiella marknaden.

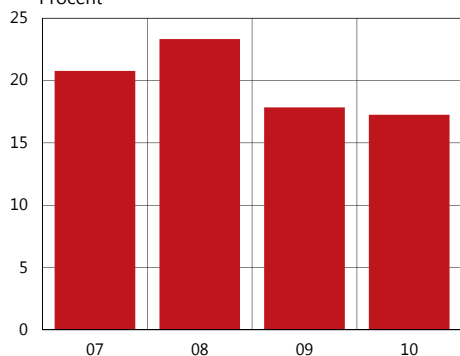
Centralbankers beredskap att hantera tillfälliga likviditetsproblem och därmed undvika att dessa eskalerar har därtill förbättrats. Erfarenheterna från 2008-2009 har inneburit att centralbanker nu har mer beprövade kanaler för att stödja likviditeten i det finansiella

Diagram A2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent



Källa: Reuters EcoWin

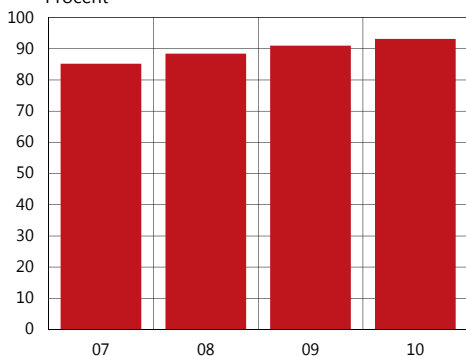
Diagram A3. Europeiska bankers skuldsättningsgrad
Procent



Anm. Skuldsättningsgrad beräknad som justerade totala tillgångar genom eget kapital. Justeringen innebär att repor, derivat och försäkring inte ingår i måttet.

Källor: Liquidatum och Riksbanken

Diagram A4. Riksbankens strukturella likviditetsmått: Europa
Procent



Anm. Ett värde nära 100 anger att tillgångarna och dess finansiering är väl matchade likviditetsmässigt. Urvalet består av 20 stora europeiska banker där de fyra svenska storbankerna är inkluderade.

Källor: Liquidatum och Riksbanken

systemet men också direkt till hushåll och företag. Under den finansiella krisen 2008-2009 handlade det bland annat om åtgärder som direkt stödde likviditetsförsörjningen inom banksystemet genom att utvidga mängden av säkerheter som kunde användas för krediter i centralbanker, förändringar i in- och utlåningsfaciliteter men också direkta nödkrediter. Åtgärder som riktades direkt mot hushåll och företag för att underlätta likviditetsförsörjningen har till exempel handlat om direkta köp av företags- och bostadsobligationer på andrahandsmarknaden.⁴

Sammantaget bedömer Riksbanken att en global åtstramning av kreditvillkoren för företag och hushåll likt situationen 2008-2009 bör kunna undvikas. Huvudscenariot bygger på att de mest akuta statsfinansiella problemen kommer att lösas på ett ordnat sätt och att långsiktigt hållbara lösningar så småningom implementeras.

Flera europeiska banker med exponeringar mot Grekland och andra statsfinansiellt svaga länder är idag beroende av likviditetsstöd från ECB för att kunna finansiera sig. Detta är naturligtvis inte hållbart i ett längre perspektiv.

Visserligen har många europeiska banker minskat sin skuldsättning (se diagram A3) och sina strukturella likviditetsrisker i viss utsträckning under de senaste åren (se diagram A4).⁵ De lägre nivåerna på bankernas skuldsättningsgrader beror på att många banker har ökat sitt kapital både genom nyemissioner och genom kapitalinjektioner från stater. Det krävs dock ytterligare insatser för att minska det finansiella systemets sårbarhet och det råder fortfarande osäkerhet om hur mycket mer kapital bankerna behöver. Bankernas underskott på kapital beror i sin tur till stor del på bankernas exponeringar mot stater med statsfinansiella problem. Till bilden hör naturligtvis också att länder med statsfinansiella problem måste vidta åtgärder för att säkerställa långsiktigt hållbara offentliga finanser (se fördjupning "Skuldskrisen i Europa").

De svenska bankerna har tagit betydande steg mot att förbättra sin motståndskraft jämfört med 2008, bland annat genom att minska riskerna förknippade med sina baltiska verksamheter och genom en betydligt högre kapitaltäckning. Dessutom har svenska banker endast små direkta exponeringar mot statsfinansiellt svaga länder.⁶

En viktig faktor i det eskalerande förloppet 2008 och 2009 var utvecklingen på bostadsmarknaderna i OECD-området. På detta område är situationen betydligt mindre oroande idag. Visserligen är problemen inte över, men priserna i flera länder har planat ut och risken för ytterligare stora prisfall har minskat betydligt. Därmed är risken mindre att det uppstår en negativ spiral av ökade förmögenhetsförluster för hushållen, en svag konsumtionsutveckling, fortsatta kreditförluster till följd av obetalda bostadslån och fortsatt finansiell

⁴ Ett exempel på detta är Bank of Englands Asset Purchase Facility (APF). För en redogörelse för centralbankernas agerande under den finansiella krisen, se P. Sellin, "Centralbankernas extraordinära åtgärder under den finansiella krisen", Ekonomiska kommentarer nr 9, 2009, Sveriges riksbank.

⁵ Något förenklat anger måttet en banks likviditetsrisk genom att mäta hur stor del av bankernas illikvida tillgångar (som exempelvis bolån) som också täcks av en långsiktig (stabil) finansiering. För en närmare beskrivning av hur detta mått är konstruerat, se Finansiell Stabilitetsrapport 2010:2, sidan 77.

⁶ Se Finansiell Stabilitetsrapport 2011:1 sidan 42.

oro. Även detta talar för en lugnare utveckling än i slutet av 2008 och inledningen av 2009.

Å andra sidan är de statsfinansiella problemen i OECD-länderna betydligt mer bekymmersamma idag. Det blir en svår utmaning att hitta en väl avvägd balans där underskottsproblemen hanteras utan att förutsättningarna för en global återhämtning kvävs. Låg tillväxt och höga skulder riskerar att leda till en negativ spiral med fortsatt finansiell oro om man inte kommer till rätta med de underliggande problemen. Detta står i skarp kontrast till utvecklingen under 2009 då finanspolitiken var mycket expansiv och gav positiva tillväxteffekter.

En ögonblicksbild av det ekonomiska läget idag jämfört med 2008-2009

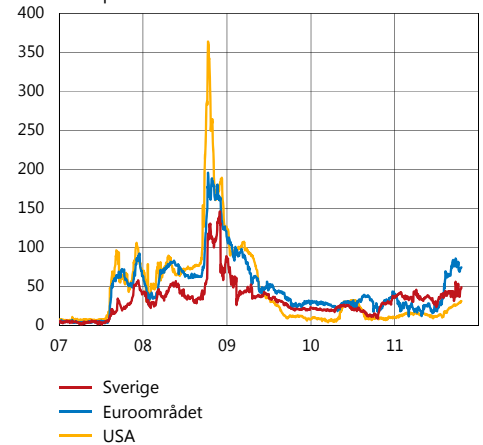
Lehman Brothers konkursansökan fick omedelbart effekter på penningmarknaderna världen över. Riskpremien på penningmarknaden, som här definieras som skillnaden mellan en tremånaders interbankränta och den förväntade dagslåneräntan över samma löptid, ökade brant (se diagram A5). Riskpremien har visserligen stigit i spåren av den senaste tidens oro, men är långt från de nivåer som sågs i slutet av 2008 och har heller inte stigit så plötsligt som vid finanskrisens initiala skede i augusti 2007. I Euroområdet och Sverige är riskpremien på penningmarknaden idag på ungefär samma nivå som perioden mellan augusti 2007 och Lehman Brothers fall.

Däremot avspeglas den aktuella oron mer tydligt i stigande CDS-premier för banker (se diagram A6). CDS-premierna är kopplade till den förväntade konkurssannolikheten för en bank. Den senaste tidens uppgång är en allvarlig signal om minskat förtroende för bankers förmåga att betala sina skulder. I Europa är CDS-premierna för bankerna nu betydligt högre än de var vintern 2008-2009 och de har stigit till höga nivåer även i USA och Sverige.

Genom att använda informationen i CDS-premierna kan riskpremien på penningmarknaden delas upp i en kreditrisk- och en likviditetsriskpremie.⁷ En sådan uppdelning av euroområdets riskpremie tyder på att det är kreditrisken som har drivit upp premien den senaste tiden (se diagram A7). Likviditetsriskpremien är däremot låg. Detta står i kontrast till utvecklingen under 2008-2009 då likviditetsrisken var den drivande faktorn. Fördelningen mellan kredit- och likviditetsriskpremien i USA och i Sverige följer ett liknande mönster som i euroområdet. Detta stödjer bilden av att centralbanker i dagsläget bättre tillmötesgår penningmarknadens behov av likviditet jämfört med 2008-2009. Samtidigt understryker de höga kreditriskpremierna vikten av att hantera problemen bakom den stora osäkerheten kring bankernas förmåga att betala sina skulder.

Inte heller riskpremien på lån till företag har ökat på samma dramatiska sätt som under slutet av 2008. Riskpremien på företagsobligationsräntor med hög kreditrisk har visserligen stigit betydligt, men nivån är väsentligt lägre än under slutet av 2008 och inledning-

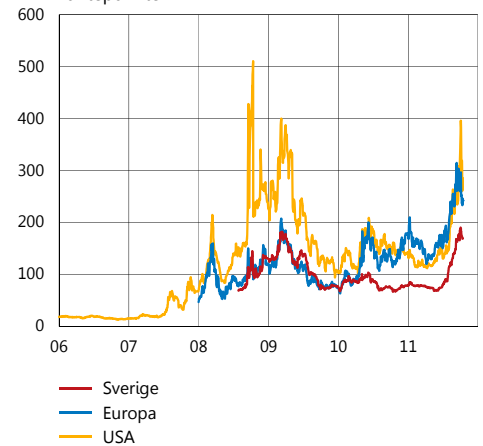
Diagram A5. Riskpremie på penningmarknaden (Basis-spread)
Räntepunkter



Anm. Skillnad mellan tremånaders interbankränta och förväntade styrräntor.

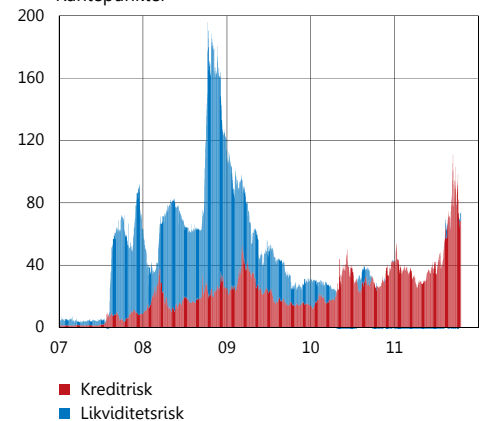
Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram A6. CDS-premier banker
Räntepunkter



Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram A7. Uppskattad uppdelning av riskpremien mellan kredit- och likviditetspremie i euroområdet
Räntepunkter



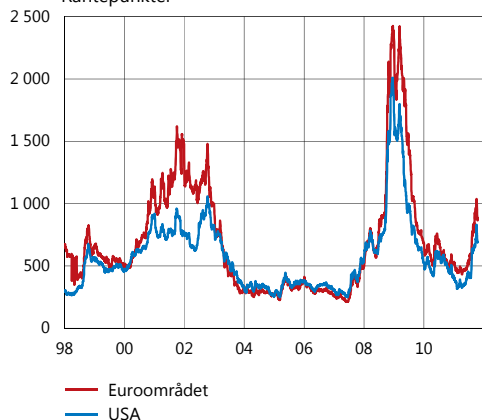
Anm. Diagrammet visar en uppskattad dekomponering av riskpremien på penningmarknaden mellan en kreditpremie och en likviditetspremie. Kreditpremien uppskattas baserat på bland annat CDS-premien. Likviditetspremien beräknas sedan residualt som skillnaden mellan den totala riskpremien (se diagram A5) och den uppskattade kreditpremien.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

⁷ Se M. Strömquist, "Vilken faktor hade störst inflytande på den svenska riskpremien under krisen?" Ekonomiska kommentarer nr 14, 2009, Sveriges riksbank.

Diagram A8. Kreditspread på företagsobligationer i euroområdet och i USA

Räntepunkter

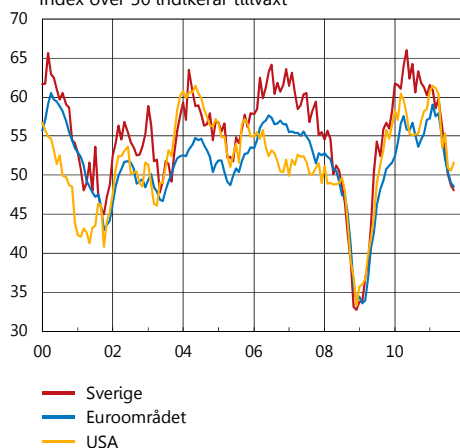


Anm. Skillnad mellan företagsobligationer med låg kreditvärdighet och 10-åriga statsobligationer.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram A9. Inköpschefsindex i USA, euroområdet och Sverige

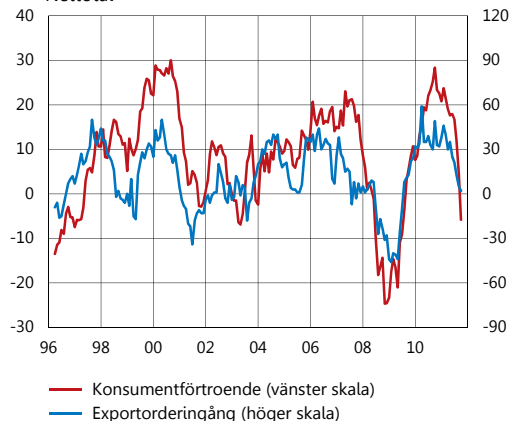
Index över 50 indikerar tillväxt



Källor: Institute for Supply Management, Markit Economics och Swedbank

Diagram A10. Exportordergång och konsumentförtroende

Nettotal



Källa: Konjunkturinstitutet

en av 2009 (se diagram A8). Det är också normalt att kreditvillkoren stramas åt i en lågkonjunktur och dagens riskpremier är jämförbara med de som förelåg 2001-2002. Den undersökning av lånevillkor som ECB genomförde under september stödjer bilden av en förhållandevis begränsad kreditåtstramning.⁸

När den finansiella oron tog ny fart och tillväxtutsikterna försvagades under sommaren 2011 föll aktiepriserna. Jämfört med fallet från augusti 2007 till och med februari 2009 är den senaste tidens nedgång dock betydligt mer begränsad. Samtidigt är aktieindex i Sverige, USA och Tyskland ungefär 20 procent under nivån i augusti 2007 och i Europa som helhet är index nästan 50 procent lägre.

Olika förtroendeindikatorer runt om i världen föll kraftigt till historiskt sett låga nivåer under slutet av 2008 (se diagram A9). Även om de fallit också under senare tid är stämningläget ännu så länge betydligt bättre än vintern 2008-2009. Hittills indikerar alltså förtroendeindikatorer att inbromsningen i världsekonomin är relativt begränsad. De globala tillväxtutsikterna, mätta som ett genomsnitt av de senaste tillgängliga prognoserna, har visserligen reviderats ner något de senaste månaderna, men inte alls i samma utsträckning som efter september 2008.

Svensk varuexport har också fortsatt öka den senaste tiden, vilket står i skarp kontrast till utvecklingen under andra halvåret 2008. De indikatorer som kan tänkas spegla kanalerna från global finansiell oro till den svenska makroekonomiska utvecklingen, såsom konsumentförtroendet och exportordergången för tillverkningsindustrin, tecknar hittills också en bild av en mer normal inbromsning som snarare liknar perioden som föregick Lehman Brothers fall, än den som följde efter (se diagram A10).

Bättre förutsättningar att begränsa realekonomiska effekter av den finansiella turbulensen

Finansiella såväl som reala indikatorer visar att det ekonomiska läget idag skiljer sig betydligt från läget i slutet av 2008. Däremot finns det många likheter med perioden som föregick Lehman Brothers fall. En skillnad jämfört med 2008-2009 är att likviditetsproblemen är mindre idag. Även om banksystemet fortsatt är sårbart bedöms centralbankerna kunna hantera tillfälliga likviditetsproblem tills mer långsiktiga hållbara lösningar kommer på plats. Bland annat därför bedömer Riksbanken i dagsläget att ytterligare spridningseffekter från de statsfinansiella problemen i euroområdet till världsekonomin som helhet blir relativt begränsade. BNP i världen bedöms öka med cirka 4 procent per år de närmaste åren, vilket kan jämföras med 2009 då BNP i världen föll. En fortsatt tillväxt i världsekonomin är viktig för ett litet exportberoende land som Sverige.

Osäkerheten om den framtida utvecklingen är dock mycket stor, vilket belyses i kapitel 2. Där redogörs bland annat för ett alternativscenario där de statsfinansiella problemen fördjupas och de negativa konsekvenserna för svensk ekonomi blir större.

⁸ Se "The Euro Area Bank Lending Survey", oktober 2011.

■ Skuldkrisen i Europa

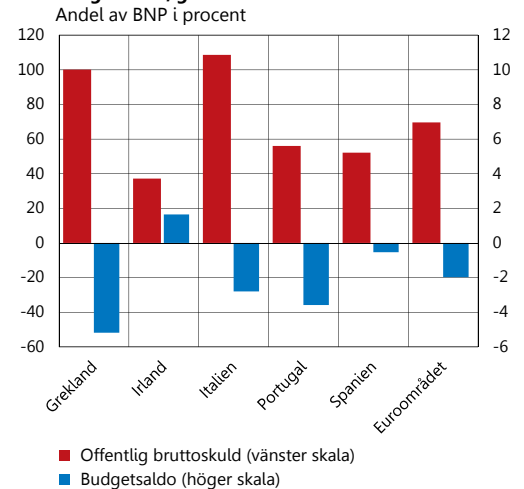
Euroområdets skuldkris skapar stor oro på de finansiella marknaderna. I centrum står risken för att Grekland och andra statsfinansiellt svaga länder ska få svårt att betala sina lån. Eventuella skuldnedskrivningar skulle drabba långivarna som främst utgörs av krisländernas banker, men också banker i till exempel Tyskland och Frankrike. Länken mellan skuldyngda stater och det internationella finansiella systemet har gjort att oron spridit sig också till andra länder än de mest utsatta. Grekland, Irland och Portugal har fått omfattande stödlån, men sådana insatser är till hjälp främst för att hantera den akuta situationen. För att lösa de mer långsiktiga problemen krävs att krisländerna genomför finanspolitiska åtstramningar i syfte att minska sina offentliga underskott samt strukturella och institutionella reformer för att återfå förlorad konkurrenskraft och förbättra ekonomins funktionsätt. Den här fördjupningen syftar till att ge en fylligare beskrivning av förutsättningarna att hantera skuldkrisen i euroområdet.

Olika orsaker till svaga offentliga finanser

Sedan våren 2010 har Grekland, och sedermera Irland och Portugal, inte själva kunnat finansiera sig på den internationella obligationsmarknaden. Både Grekland och Portugal har länge haft statsfinansiella problem, vilket också lett till förtroendeproblem för den inhemska banksektorn. Irland, som däremot hade en relativt låg statskuld i utgångsläget (se diagram A11), hade istället en hög kredit tillväxt i privat sektor i spåren av stigande fastighetspriser. Där uppstod de statsfinansiella problemen snarare som en konsekvens av att staten tog på sig kostnader för att garantera banker som drabbades av fallande tillgångspriser under den finansiella krisen. Gemensamt för dagens problemländer är dock att de hade ett relativt lågt totalt inhemskt sparande. Det speglades i bytesbalansunderskott som finansierades genom ett inflöde av kapital från omvärlden, något som blev svårare att tillgå under finanskrisen 2008-2009 (se diagram A12). Gemensamt är också att dessa länder under lång tid tappat konkurrenskraft relativt snittet i euroområdet (se diagram A13).

Grekland, Irland och Portugal får nu hjälp av Internationella valutafonden (IMF), EU samt eurosamarbetet via stödpaket som motsvarar omkring 45 procent av BNP i respektive land och som sträcker sig över tre år.⁹ Som motkrav ska de genomföra åtgärder för att minska sina offentliga underskott och skuldnivåer och därigenom på sikt kunna återgå till marknadsfinansiering. Oavsett vad som orsakat dagens svaga offentliga finanser står krisländerna alltså inför samma utmaning; åtstramning för att minska budgetunderskott och skuldsättning men också reformer för att återfå sin internationella konkurrenskraft och för att förbättra tillväxtutsikterna.

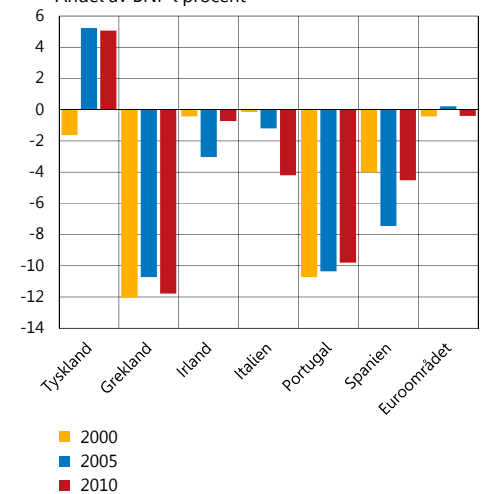
Diagram A11. Offentlig bruttoskuld och budgetsaldo, genomsnitt 1997-2007



Anm. Streckad linje visar kriterier i stabilitets- och tillväxtpakten där den offentliga skulden ska uppgå till maximalt 60 procent av BNP och budgetunderskottet till maximalt 3 procent av BNP.

Källa: EU-kommissionen

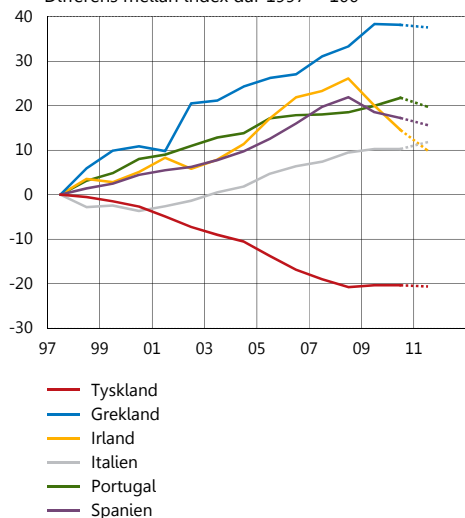
Diagram A12. Bytesbalanssaldo



Källa: EU-kommissionen

⁹ Greklands paket motsvarar cirka 48 procent av BNP, Irlands 43 procent (exklusive egna medel) och Portugals 45 procent.

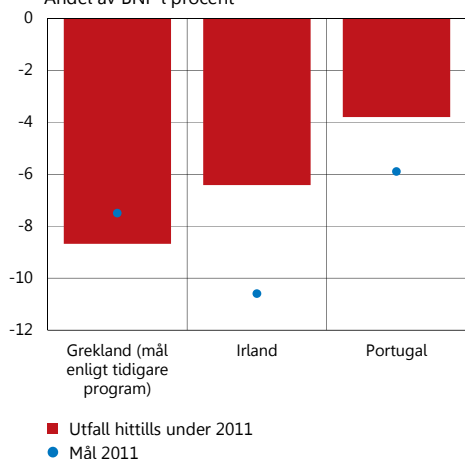
Diagram A13. Arbetskostnad per producerad enhet jämfört med genomsnitt för euroområdet
Differens mellan index där 1997 = 100



Anm. Streckad linje avser prognos från OECD.

Källa: OECD

Diagram A14. Budgetutfall och mål
Andel av BNP i procent



Anm. Budgetutfall till och med september. För Irland anges mål och utfall exklusive kapitaltillskott till bankerna. I Greklands fall har det redan konstaterats att målen för 2011 inte kommer att nås.

Källor: Nationella källor och IMF

Det senaste året har reformerna i Irland fortskridit och landet ser ut att uppfylla stödprogrammets finanspolitiska mål (se diagram A14). Sammantaget har utvecklingen resulterat i betydligt lägre, om än fortfarande relativt höga, obligationsräntor. Portugal har nyligen behövt annonsera nya åtgärder för att nå sina finanspolitiska mål. I Grekland har betydande åtstramningar gjorts. Men på senare tid har situationen försämrats med kraftigt fallande tillväxt och svårigheter att implementera ytterligare åtgärder. Grekiska obligationsräntor ligger också kvar på en hög nivå (se diagram A15). Eftersom Grekland, Irland och Portugal finansieras via stödprogrammen och alltså inte till dessa räntor, är nivåerna inte ett direkt mått på svårigheter att få marknadsfinansiering, men utgör ändå en indikator på förtroendet för ländernas finanspolitiska utsikter.

Vilken hjälp finns tillgänglig?

Utdragna förhandlingar kring ett andra stödpaket till Grekland i kombination med frågetecken kring hur eurosamarbetet ska hantera skuldkriser inom unionen har bidragit till att oron spridit sig till fler länder än de mest utsatta. Till exempel steg ränteskillnaden på statsobligationer gentemot Tyskland för Spanien, Italien, Belgien och Cypern och till och med för Frankrike under sommaren 2011. En del av oron har kretsat kring om och hur dagens stödfaciliteter ska kunna utökas för att erbjuda ytterligare garantier till enskilda länder och eventuella kapitaltillskott till europeiska banker.

De faciliteter som finns tillgängliga idag består av tre delar. Den största, EFSF (European Financial Stability Facility), inrättades våren 2010 och har byggts upp med garantier från euroländerna själva. Med stöd av dessa garantier ska EFSF ta upp lån på den internationella kapitalmarknaden och låna vidare till euroländer i finansiell kris. Den andra delen är EFSM (European Financial Stability Mechanism) som bygger på en garanti från EU. Från och med 2013 ska dessa två ersättas av ESM (European Stability Mechanism). Den tredje delen som också annonserades våren 2010 var att IMF kunde ge lån på upp till 250 miljarder euro. Irlands och Portugals stödpaket finansieras med hjälp av dessa mekanismer, medan det första stödpaketet till Grekland finansierades genom lån från IMF och bilaterala lån från flera EU-länder. Utöver hjälp via ovanstående faciliteter har ECB stödköpt statspapper inom ramen för sina extraordinära åtgärder.

I takt med att skuldkrisen i euroområdet intensifierats har det beslutats om successiva utvidgningar av EFSF och dess mandat. Dels har garantiramen höjts för att behålla en utlåningskapacitet på 440 miljarder euro. Dessutom ska EFSF kunna ge stöd genom direkta köp av statsobligationer. Det har också beslutats att EFSF ska kunna ge lånelöften till länder som inte har ett akut finansieringsbehov samt ge lån för att finansiera en rekapitalisering av banker även i euroländer utanför befintliga stödprogram.

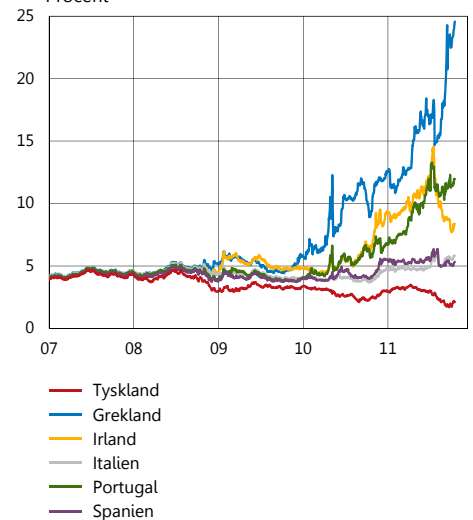
Inom dagens faciliteter finns vissa möjligheter att hjälpa ytterligare länder utöver dem som redan fått stöd. I diagram A16 visas stödfaciliteterna (inklusive de cirka 140 miljarder som är utlovade i befintliga program) i relation till Greklands, Irlands, Italiens, Portugals och Spaniens finansieringsbehov det kommande året. Men skulle flera stora länder, såsom Spanien och Italien, samtidigt få problem att finansiera sig via kapitalmarknaderna så räcker inte pengarna. Och till detta kan alltså läggas ett eventuellt behov av kapitaltillskott till flera europeiska banker. En svårighet i sammanhanget är att många euroländer inte avsevärt kan öka sina garantier till EFSF utan att riskera sänkt förtroende för sina egna statsfinanser. Vid tidpunkten för det penningpolitiska beslutet pågick fortfarande förhandlingar kring detta på EU-nivå.

Långvarig utmaning

Men ovanstående program syftar till att hantera de mer akuta problemen vid likviditetsbrist – inte till att långsiktigt hålla krisländerna under armarna. Eftersom länderna ska visa att de så småningom kan hantera sin finansiering själva beror också viljan hos garantländerna att skjuta till mer pengar på reformviljan hos de länder som får hjälp.

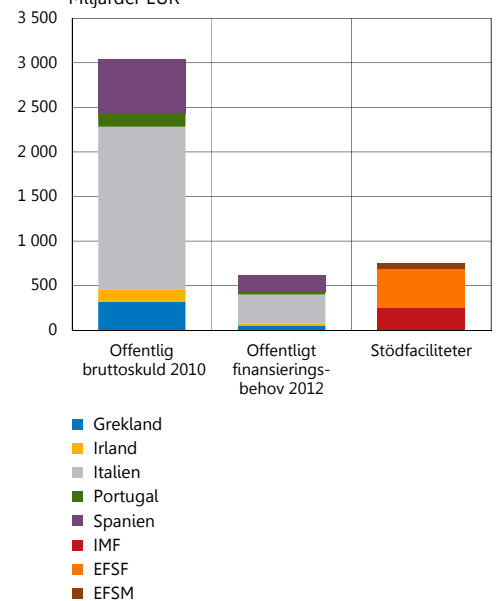
Oavsett hur problemen hanteras kortsiktigt, måste länderna därför genomföra finanspolitiska reformer och detta under en längre tid. I en tidigare fördjupning har Riksbanken visat att dagens krisländer måste gå från underskott till överskott som dessutom ska upprätthållas under många år för att uppnå en hållbar skuldutveckling.¹⁰ Trots en avsevärd förbättring av budgetsaldot i Grekland och Irland är det mycket kvar innan de når en nivå som kan stabilisera skulden och ännu längre innan de kan nå en skuldnivå på 60 procent av BNP i enlighet med stabilitets- och tillväxtpaktens krav (se diagram A17). Som jämförelse kan nämnas att det tog Sverige cirka fyra år att stabilisera en relativt lägre offentlig skuld under 1990-talet.

Diagram A15. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent



Källa: Reuters EcoWin

Diagram A16. Stödfaciliteter och eventuella behov
Miljarder EUR



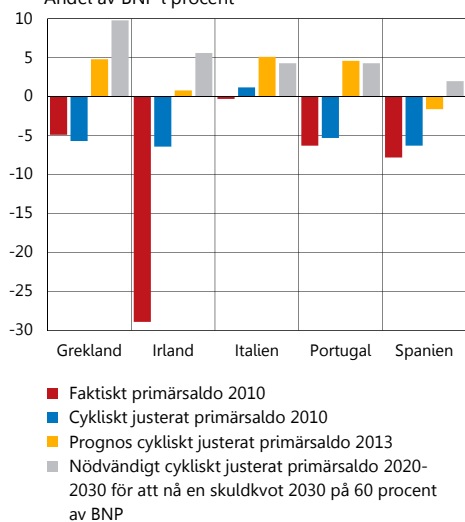
Anm. Offentligt finansieringsbehov är prognostiserat budgetunderskott plus förfall.

Källor: Bloomberg, EU-kommissionen, Eurostat, IMF och Riksbanken

¹⁰ Se fördjupningen "Hållbar utveckling av statsskuld?" i Penningpolitisk rapport, juli 2011.

Diagram A17. Åtstrammingsbehov

Andel av BNP i procent



Anm. Primärsaldo = budgetsaldo-räntenetto. Cykliskt justerat primärsaldo är justerat för konjunkturen.

Källa: IMF Fiscal Monitor september 2011

Men det är inte bara skatthöjningar och besparingar som krävs. Många av de länder som idag har problem på grund av svaga finanser har också svaga ekonomisk-politiska institutioner och rankas relativt lågt enligt indikatorer som kan utgöra mått på institutionell svaghet.¹¹ Detta kan göra det svårt att driva in skatter men också till exempel att genomföra besparingar i offentlig sektor. Strukturella reformer blir därför viktiga, både för att höja den långsiktiga tillväxttakten och skatteintäkterna i ekonomin och för att förbättra institutionerna så att det blir möjligt att faktiskt få in dessa skatter.

Det är en svår utmaning att åstadkomma en trovärdig skuldminskning utan att samtidigt dämpa efterfrågan alltför mycket. Därför är också Riksbankens tillväxtprognos återhållsam för euroområdet, trots en stor mängd lediga resurser i ekonomin. Utmaningen är särskilt svår för de länder som samtidigt måste återställa sin konkurrenskraft genom att hålla tillbaka priser och löner. Men även om en stramare finanspolitik kan förväntas hålla tillbaka tillväxten i flera euroländer de kommande åren är det nödvändigt med ökad finanspolitisk disciplin i högt skuldsatta länder. Detta krävs för att skapa stabilitet och minska sårbarheten i framtiden.

¹¹ Se till exempel Transparency Internationals Corruption Perception Index, EU-kommissionens mått på svart sektor som andel av BNP (European Economy, nr 5, 2011) eller Världsbankens Worldwide Governance Indicators.

■ Ny avtalsrörelse i ett osäkert ekonomiskt läge

Under hösten 2011 inleds en ny större avtalsrörelse som sedan fortsätter under 2012. Nya löneavtal som berör minst 2,7 miljoner arbetstagare ska slutas i ett läge då arbetsmarknaden under en period har förbättrats snabbt. Samtidigt har osäkerheten kring utsikterna för den globala utvecklingen ökat, vilket även påverkar Sverige. Flera indikatorer för den svenska ekonomiska utvecklingen pekar nu på en inbromsning. Dessa och en mängd andra förutsättningar kommer parterna inom industrin att behöva förhålla sig till när de förhandlar om nya kollektivavtal under hösten 2011. Nivån i industrins löneavtal väntas som tidigare bli normerande för andra avtalsområden på den svenska arbetsmarknaden. Riksbankens bedömning är att lönebildningen, på samma sätt som under de senaste 15 åren, kommer att fungera förhållandevis väl och ge upphov till löneökningar som är förenliga med inflationsmålet.

Finanskrisen bidrog till låga avtalade löneökningar 2010-2011

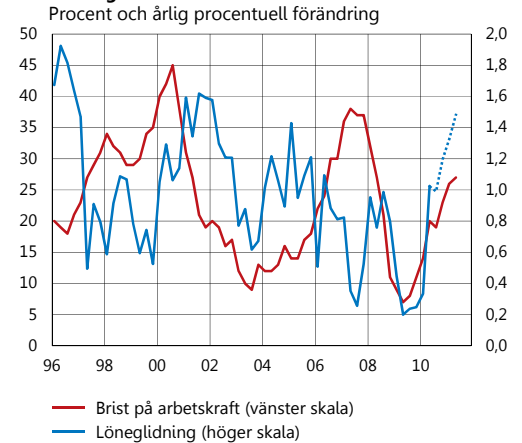
Till följd av finanskrisen som inleddes 2008 försvann cirka 140 000 jobb i Sverige. Den försämrade ekonomiska utvecklingen och det försämrade arbetsmarknadsläget till följd av krisen kom också att återspeglas i nivåerna på de löneavtal som slöts under avtalsrörelsen 2010. Industrin drabbades hårt av krisen och industriproduktionen sjönk dramatiskt, vilket också kom att påverka nivåerna på industrins löneavtal som i genomsnitt blev 1,75 procent i årlig procentuell förändring. Den genomsnittliga nivån kom sedan att fungera som ett riktmärke för resten av arbetsmarknaden.

Enligt Medlingsinstitutets statistik resulterade avtalsrörelsen 2010 i förbundsvis avtalade (ofta benämnda centralt avtalade) löneökningar i den svenska ekonomin på i genomsnitt 1,7 procent per år under 2010 och 2011, vilket kan jämföras med till exempel avtalsrörelsen 2007 som resulterade i förbundsvis avtalade höjningar på i genomsnitt 2,9 procent per år under perioden 2007-2009.

Förbättrat arbetsmarknadsläge har inneburit en högre löneglidningstakt

Arbetsmarknaden har sedan den finansiella krisen 2008-2009 återhämtat sig snabbt. Det förbättrade arbetsmarknadsläget har också börjat synas i lönestatistiken. Det har inte handlat om stigande löneökningar i förbundsavtalen, vilka ju var bestämda i 2010 års avtalsrörelse. Istället har det förbättrade arbetsmarknadsläget synt i löneökningarna utöver förbundsavtalen (ofta benämnd löneglidning eller restpost) och då främst i näringslivet. Löneglidningen i näringslivet har ökat från en historiskt låg nivå på knappt 0,3 procentenheter 2009 till preliminärt nästan 0,9 procentenheter 2010 (se diagram A18). Under 2011 bedöms löneglidningstakten i näringslivet stiga ytterligare till cirka 1,1 procent. Den totala löneökningstakten (det vill säga förbundsavtal plus löneglidning) i den svenska ekonomin enligt

Diagram A18. Brist på arbetskraft och löneglidning i näringslivet



Källor: Konjunkturinstitutet, Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

konjunkturlönestatistiken var preliminärt 2,6 procent under 2010 och bedöms bli 2,8 procent under 2011.¹²

Många löneavtal ska omförhandlas under hösten 2011 och helåret 2012

Under hösten 2011 har en ny större avtalsrörelse inletts som sedan fortgår under 2012. Under hösten i år och hela nästa år ska över 500 löneavtal omförhandlas mellan parterna på den svenska arbetsmarknaden (se tabell A1). Förhandlingarna omfattar drygt 2,7 miljoner arbetstagare. Till detta kommer ett stort antal hängavtal som berör uppskattningsvis ett par hundra tusen arbetstagare.¹³ Sammanlagt berörs cirka 2 av 3 arbetstagare i Sverige av avtalsförhandlingarna. Huvuddelen av avtalen löper ut den sista mars och den sista april nästa år.¹⁴

Tabell A1. Större löneavtal som löper ut under hösten 2011 och helåret 2012 – En översikt

Utlöpningsdatum	Sektor/bransch/grupp/avtal	Antal anställda (1000-tals)	Antal förbundsavtal
2011-09-30	Tjänstemän inom industrin	170	18
2011-10-31 – 2011-12-31	Bl.a. tjänstemän (TEKO), akademiker inom bank och försäkring, revisions- och konsultföretag	23	22
<i>Hösten 2011</i>		<i>193</i>	<i>40</i>
2012-01-31	Främst arbetare inom industrin	380	39
2012-02-29	Bl.a. motorbranschen	90	39
2012-03-31	Bl.a. detaljhandel, IT och telekom	470	217
2012-04-30	Bl.a. kommuner, bemanningsföretag	1 180	107
2012-05-31	Bl.a. hotell- och restauranger, kommunikation- och serviceentreprenad	140	51
2012-06-30 – 2012-08-31	Bl.a. LO-förbunden inom Samhall, friskolor (KFO)	75	21
2012-09-30	Bl.a. staten	160	15
2012-10-31 – 2012-12-31	Bl.a. callcenters, tidningsdistributörer, ombordanställda	23	8
<i>2012</i>		<i>2 518</i>	<i>507</i>

Anm. TEKO = Sveriges Textil och Modeföretag och KFO = Kooperationens förhandlingsorganisation

Källa: Medlingsinstitutet

Industrins avtal väntas bli lönenormerande även i denna avtalsrörelse

Det så kallade industriavtalet har haft stor betydelse för lönebildningen i Sverige sedan andra hälften av 1990-talet.¹⁵ Under 2010 sa Teknikföretagen upp industriavtalet som bland annat har reglerat

¹² Om löneökningstakten istället mäts med hjälp av nationalräkenskapernas lönesummor och arbetade timmar var ökningstakten av timlönerna klart lägre under 2010. Olika statistiska effekter, såsom till exempel förändringar i frånvaro till följd av semester och av arbetstidens förläggning, förändringar av bonusutbetalningar och andra skattepliktiga löneförmåner, ligger bakom detta. Även utfasningen av krisavtalen inom industrin kan vara en tänkbar förklaring till att nationalräkenskapernas timlöner ökade klart långsammare under 2010. För mer läsning om detta se SCB, *Sveriges ekonomi – Statistiskt perspektiv*, 2010:4.

¹³ Ett hängavtal är ett avtal som tecknas mellan en arbetstagarorganisation och ett enskilt företag som inte är medlem i ett arbetsgivarförbund.

¹⁴ Detta innebär att den kommande avtalsrörelsen är något mindre i omfattning jämfört med avtalsrörelsen 2010, då fler än 550 löneavtal slöts för drygt 3,3 miljoner arbetstagare.

¹⁵ Industriavtalet har gällt sedan 1997 och har blivit en viktig institution i svensk lönebildning. Industriavtalet inrättades efter avtalsrörelsen 1995 då parterna på den svenska arbetsmarknaden inte lyckades samordna sina avtalsförhandlingar. Efter industriavtalets inrättande har samordningen fungerat bättre och industrins kollektivavtal har kommit att bli ett riktmärke för övriga avtalsområden.

förhandlingsordningen inom industrins avtalsområden.¹⁶ Ett nytt industriavtal blev klart i juni i år och trädde i kraft vid halvårsskiftet. Det nya industriavtalet innehåller bland annat tydligare skrivningar om industrins lönenormering och löneledande roll, regler för tidsmässig samordning av industriarbetarnas och tjänstemännens avtalsförhandlingar samt en förstärkning av de opartiska ordförandenas medlarroll.¹⁷ Trots att inte alla parter som undertecknade det gamla industriavtalet har undertecknat det nya industriavtalet kan ovan nämnda faktorer bidra till att lönenormeringen från industrins sida blir stark även i avtalsrörelsen 2011-2012.¹⁸ I januari i år kom också fackförbunden för arbetare och tjänstemän inom industrin överens om att samordna avtalsförhandlingarna under hösten. Facken inom industrin överlämnade sina avtalskrav den 30 september i år i enlighet med denna överenskommelse. Avsikten är att de nya löneavtalen ska vara klara senast den 30 november i år.

LO:s rekommenderade avtalskrav är på 3,5 procent

I september i år rekommenderade LO sina medlemsförbund att begära 3,5 procent eller minst 860 kronor per månad i ett ettårigt avtal i löneförhandlingarna med arbetsgivarorganisationerna.¹⁹ LO:s rekommenderade avtalskrav innehåller också en jämställdhetspott för avtalsområden med låg genomsnittslön samt en del andra föreslagna förändringar av anställningsvillkor och avtalsförsäkringar (se tabell A2). Förändringarna av avtalsförsäkringarna består i utvidgad omställningsförsäkring, höjda sjukförmåner och högre avtalspensioner.

De LO-anslutna industrifackförbunden IF Metall, GS (Facket för skogs-, trä och grafisk bransch) och Livs reserverade sig mot LO-styrelsens beslutade avtalskrav. Dessa fackförbund har valt att inte ställa sig bakom kravet på en jämställdhetspott. De har samtidigt krävt avtalade lönehöjningar på 3,7 procent eller minst 910 kronor per månad. Fackförbunden för tjänstemännen inom industrin har också ställt sig bakom dessa högre krav på avtalade lönehöjningar.

Högre avtalskrav nu jämfört med förra avtalsrörelsen

I tabell A2 jämförs LO:s rekommenderade avtalskrav med motsvarande krav under de tre senaste avtalsrörelserna.²⁰ Tabellen visar att avtalskraven nu precis som under tidigare avtalsrörelser är ettåriga. Önskar arbetsgivarorganisationerna en längre avtalsperiod blir detta i så fall en del av en förhandlingslösning. Kraven vad gäller nivån på de avtalade lönehöjningarna är nu nästan en procentenhet högre än vad

¹⁶ Uppsägningen trädde i kraft den 31 oktober 2010.

¹⁷ En opartisk ordförande ska enligt industriavtalet tillsättas tre månader innan samt biträda industrins avtalsparter en månad innan det gamla avtalet löper ut. En opartisk ordförande har möjligheter att agera på eget initiativ och kan bland annat begära utlåtanden från industrins ekonomiska råd, lägga egna förslag till lösningar och skjuta upp stridsåtgärder.

¹⁸ Fem fackförbund och tolv arbetsgivarorganisationer har undertecknat det nya industriavtalet. Fackförbundet Pappers, som undertecknade det gamla avtalet, valde nu av olika skäl att inte underteckna det nya avtalet.

¹⁹ LO (Landsorganisationen) är en av tre fackliga centralorganisationer på den svenska arbetsmarknaden. SACO (Sveriges akademikers centralorganisation) och TCO (Tjänstemännens centralorganisation) är de två andra centralorganisationerna. LO organiserar fackförbund för arbetare medan de två andra centralorganisationerna organiserar fackförbund för tjänstemän.

²⁰ Orsaken till att endast LO:s avtalskrav analyseras är att de andra centralorganisationerna nu och även i tidigare avtalsrörelser inte har presenterat några gemensamma avtalskrav som innehåller önskade nivåer på de avtalade löneökningarna.

Tabell A2. LO:s rekommenderade avtalskrav samt löneutfall enligt konjunkturlönestatistiken

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

Avtal	2004	2007	2010	2012
<i>LO:s rekommenderade avtalskrav</i>				
Avtalsperiodens längd (år)	1	1	1	1
Krav på lönehöjning	3,2	3,9	2,6	3,5
Krav på lägsta lönehöjning (kr per månad)	650	825	620	860
Låglöne-/jämfälldhetspott (kr per månad)*	250 (<17 500)	205 (<20 000)	125 (<21 300)	100 (<22 400)
Exempel på övriga krav	Garanterad lägsta höjning av semesterlön, ny omställningsförsäkring	Avtalens lägsta löner ska höjas med minst 910 kr per månad	Rätt till heltid, begränsad möjlighet till visstidsanställningar, regler för användande av bemanningsföretag	Utbyggd föräldralön, begränsad möjlighet till visstidsanställningar, förbättringar i avtalsförsäkringar
<i>Resultat/utfall för hela ekonomin**</i>				
Avtalsperiodens längd (år)	3	3	2	?
Löneutfall enligt KL	3,2	3,7	2,7	?
Avtalad lönehöjning enligt MI	2,0	2,9	1,7	?
Genomsnitt (avtalad lönehöjning i % av avtalskrav)	63	74	65	?

Anm. * Avtalskraven inför 2004 års avtal innebär till exempel att lönerna ska höjas med ytterligare 250 kronor per månad för de avtalsområden som har en genomsnittlig lön under 17 500 kronor per månad.

** Beräkningarna avser genomsnitt under avtalsperioden. Avtalsperioderna mäts i kalenderår (det vill säga inte avtalsår). Beräkningarna för 2010 och 2011 är gjorda med hjälp av preliminära utfall och Riksbankens prognoser.

Källor: LO, Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

de var under förra avtalsrörelsen. Värt att påpeka är att utfallen för löneökningstakten per år enligt konjunkturlönestatistiken har legat nära nivån på avtalskraven. Tabellen visar också att utfallen för de förbundsvisa avtalade löneökningarna har utgjort i genomsnitt cirka 2/3 av avtalskraven.

Svenskt Näringsliv (SN) har räknat på LO:s rekommenderade avtalskrav. Kostnaden enligt SN för kravet på lönehöjningarna i årlig procentuell förändring inklusive kravet på en lägsta nivå mätt i kronor per månad är 3,9 procent, vilket är 0,7 procentenheter högre än vad motsvarande krav beräknades kosta i förra avtalsrörelsen. Till detta kommer kostnader för föreslagna förändringar i anställningsvillkor och avtalsförsäkringar samt löneökningar utöver de avtalade.

Avtalsförhandlingarna sker i ett osäkert ekonomiskt läge men med en förbättrad arbetsmarknadssituation

Avtalsförhandlingarna kommer nu att pågå efter en period med en förhållandevis snabbt förbättrad arbetsmarknad. Företagens vinster har återhämtats och produktivitetstillväxten i den svenska ekonomin har varit relativt hög. Vinstandelen i näringslivet är dock fortfarande på en relativt låg nivå och bedöms i år att vara fortsatt under sitt historiska genomsnitt (se diagram A19). Tillväxten i arbetsproduktivitet var mycket låg eller negativ under åren 2007 till 2009, vilket medförde att vinstandelen föll. Därefter har tillväxten varit betydligt starkare, vilket ändå betyder att det i genomsnitt har varit i stort sett nolltillväxt i produktiviteten sedan 2007. Den reala arbetskostnaden per timme har ökat något mer än produktiviteten sedan 2007.

Reallönen i hela ekonomin (deflaterad med KPI) ökade kraftigt 2009, men den minskar något i år. Reallöneutvecklingen de senaste åren ser dock olika ut beroende på vilket mått på inflationen som används vid deflateringen. Används till exempel KPIF som inflationsmått så fluktuerar reallönen mindre (se diagram A20).

Avtalsförhandlingarna kommer också att pågå i ett läge då det råder stor osäkerhet om utsikterna för den internationella utvecklingen och därmed också för Sverige. Flera indikatorer för den svenska ekonomins utveckling pekar nu på en inbromsning. Antalet nyanmälda lediga platser enligt arbetsförmedlingen ökar nu inte lika snabbt som tidigare samtidigt som antalet varsel har stigit något. Anställningsplanerna enligt Konjunkturbarometern visar också på en inbromsning av antalet nyrekryteringar de närmaste månaderna. Bristen på arbetskraft har sjunkit eller stabiliserats i flera sektorer enligt barometerdata.

Förväntningarna om framtida löneökningar och inflation enligt Prosperas enkätundersökning har trendmässigt stigit sedan ungefär mitten av 2009. Den senaste undersökningen från oktober visar dock att förväntningarna för både framtida löneökningar och inflation har fallit. Historiska samband mellan löner, inflation och inflationsförväntningar tyder på att de ett-, två- och femåriga löneförväntningarna kommer att stiga de närmaste månaderna för att därefter sjunka tillbaka (se diagram A21).

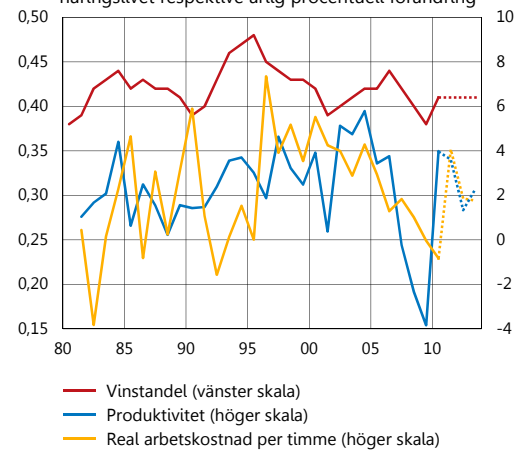
Flera tänkbara orsaker till spänningar i avtalsrörelsen

Det finns flera tänkbara orsaker till att det kan bli spänningar mellan parterna i den kommande avtalsrörelsen. Olika delar av ekonomin har återhämtats i varierande grad sedan krisen. Det är till exempel en stor skillnad hur arbetsmarknaden har återhämtats i industrin jämfört med i tjänstesektorn.²¹ Nivåerna på förbundsavtalen kommer som alltid att vara en central förhandlingsfråga. Under de tre senaste avtalsrörelserna har till exempel LO-förbunden i genomsnitt fått igenom cirka 2/3 av avtalskraven i utfallen av de förbundsvisa avtalen enligt Medlingsinstitutets statistik. Beroende på bland annat parternas bedömningar av utvecklingen av svensk ekonomi framöver kan de få igenom mer eller mindre av detta historiska genomsnitt.

Arbetsgivarorganisationerna har uttryckt önskemål om att de nya kollektivavtalen ska innehålla en högre grad av lokal lönebildning i förhållande till den förbundsvisa lönebildningen. Avtalskonstruktionen har stor betydelse för flexibiliteten i lönebildningen. En högre grad av lokal lönebildning i löneavtalen kan motiveras av att sektorer, branscher eller enskilda företag utvecklas olika framöver. Avtalsperiodernas längd kommer också i detta sammanhang att vara en betydelsefull förhandlingsfråga. Långa avtalsperioder med högre nivåer i förbundsavtalen minskar flexibiliteten i lönebildningen, vilket kunde

Diagram A19. Vinstandel i näringslivet

Bruttoöverskott som andel av förädlingsvärde i näringslivet respektive årlig procentuell förändring

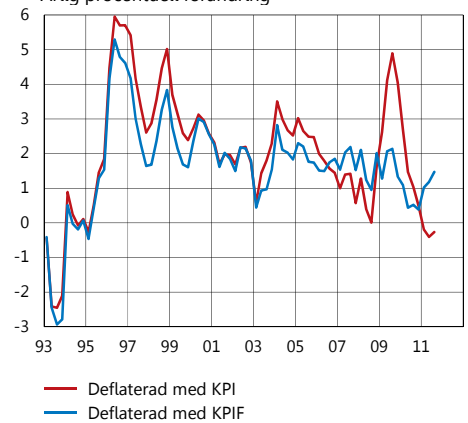


Anm. Real arbetskostnad per timme, deflaterade med förädlingsvärde deflatorn i näringslivet.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A20. Reallön i svensk ekonomi

Årlig procentuell förändring

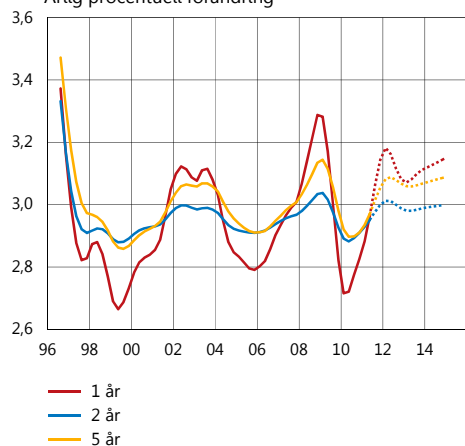


Källor: Medlingsinstitutet och SCB

²¹ Den svaga återhämtningen inom industrin kan delvis förklaras av att en viss andel av den ökade sysselsättningen istället sker inom företagstjänster (vilket är en del av tjänstesektorn). Denna sysselsättningsökning är direkt kopplad till industrin via exempelvis bemanningsföretag, dataföretag och andra konsulttjänster. Industrins ekonomiska råd bedömer att sysselsättningsåterhämtningen inom industrin blir svag de närmaste åren. Se Industrins ekonomiska råd, *Inför 2011 års avtalsrörelse*, juni 2011.

Diagram A21. Löneförväntningar på ett, två och fem års sikt enligt samtliga aktörer. Utfall och modellprognoser

Årlig procentuell förändring

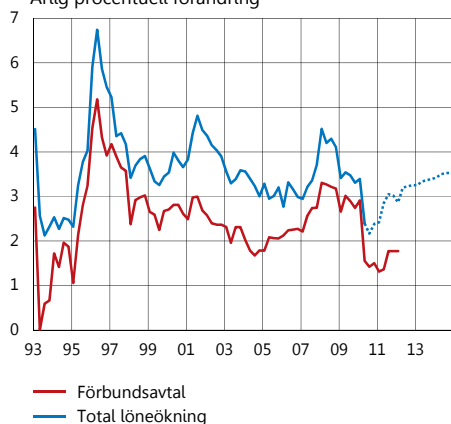


Anm. Modellprognoserna tas fram enligt följande: I den första regressionen används Riksbankens prognos på KPI-inflationen för att prognostisera inflationsförväntningarna framåt i tiden. I den andra regressionen prognostiseras därefter löneförväntningarna med hjälp av de estimerade prognoserna på inflationsförväntningarna.

Källor: TNS SIFO Prospera och Riksbanken

Diagram A22. Totala löneökningar och löneökningar enligt förbundsavtal i Sverige

Årlig procentuell förändring



Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

observeras tydligt under framförallt 2009 då flera temporära krisavtal slöts inom industrin för att frångå de redan slutna kollektivavtalen inom sektorn. Även nivåerna på lägstalöner inom respektive avtalsområde kommer att vara en viktig förhandlingsfråga. Arbetsgivarorganisationerna har uttryckt önskemål om att de ska vara oförändrade under denna och flera kommande avtalsperioder.

Något högre löneökningstakt de kommande åren

Under perioden 2012-2014 bedöms lönerna i den svenska ekonomin öka med i genomsnitt cirka 3,3 procent per år (se diagram A22). Denna bedömning baseras på en mängd olika faktorer, till exempel utvecklingen på arbetsmarknaden, företagens vinster och aktuella inflationsförväntningar. Sedan 1998 har de av förbunden avtalade löneökningarna utgjort mellan 50 och 80 procent av de totala löneökningarna i Sverige. Om man antar att detta förhållande består under perioden 2012-2014 innebär Riksbankens prognos för de totala löneökningarna om cirka 3,3 procent per år att förbundsavtalen enligt Medlingsinstitutets statistik kommer att bli mellan 1,7 och 2,7 procent per år.

Löneprognosen viktig för sysselsättnings- och inflationsprognosen

Löneprognosen är en viktig komponent i Riksbankens bedömning av den framtida inflations- och sysselsättningsutvecklingen. Den framtida löneutvecklingen kommer att ha stor betydelse för hur sysselsättningen och arbetslösheten i Sverige utvecklas. Höga reallöneökningar tenderar nämligen att inverka negativt på sysselsättningsutvecklingen.²² Även om löneprognosen huvudsakligen baseras på den ekonomiska utvecklingen, så ger avtalsnivåerna ofta en vägledning om hur de totala lönerna kommer att utvecklas framöver. Om avtalsrörelsen leder till löneökningar som på ett tydligt sätt avviker, uppåt eller nedåt, från Riksbankens prognos kan det få konsekvenser för penningpolitiken.

²² Ekonomisk forskning visar på ett starkt samband mellan reallöner, sysselsättning och arbetslöshet. För sammanställningar av teoretisk och empirisk forskning på detta område, se till exempel Konjunkturinstitutet, *Lönebildningsrapporten 2011* och Nils Gottfries, *Fungerar den svenska lönebildningen?*, bilaga 5 till Långtidsutredningen 2011.

■ Appendix

- Tabeller
- Översikt över fördjupningar 2009-2011
- Tidigare räntebeslut
- Ordlista

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport/uppföljning anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2011 kv 2	2011 kv 3	2011 kv 4	2012 kv 4	2013 kv 4	2014 kv 4
Reporänta	1,7	2,0 (2,0)	2,0 (2,1)	2,3 (2,6)	2,9 (3,2)	3,5

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation, årsgenomsnitt

Årlig procentuell förändring

	2010	2011	2012	2013	2014
KPI	1,2 (1,2)	3,0 (3,0)	1,9 (2,1)	2,4 (2,6)	2,6
KPIF	2,0 (2,0)	1,5 (1,5)	1,3 (1,5)	1,8 (2,0)	2,0
KPIF exkl. energi	1,5 (1,5)	1,1 (1,0)	1,6 (1,6)	1,8 (2,0)	2,0
HIKP	1,9 (1,9)	1,4 (1,4)	1,3 (1,4)	1,8 (1,9)	2,0

Anm. Prognosen för KPI avser den årliga förändringstakten i reviderade indextal, vilka kan skilja sig från fastställda indextal. 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

	2010	2011	2012	2013	2014
Reporänta	0,5 (0,5)	1,8 (1,8)	2,2 (2,4)	2,7 (2,9)	3,3
10-årsränta	2,9 (2,8)	2,6 (2,8)	2,4 (2,9)	3,4 (3,7)	4,0
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	129,3 (129,3)	122,6 (121,8)	122,3 (120,4)	119,7 (119,4)	119,9
Öffentligt finansiellt sparande*	-0,1 (-0,2)	0,5 (0,5)	0,7 (0,8)	0,8 (1,0)	1,1

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	2010	2011	2012	2013	2014
Euroområdet (0,14)	1,8 (1,7)	1,6 (1,7)	0,7 (1,1)	1,8 (2,0)	2,4
USA (0,20)	3,0 (3,0)	1,7 (1,6)	1,8 (2,0)	2,6 (2,8)	3,1
Japan (0,06)	4,0 (4,0)	-0,7 (-0,8)	2,5 (2,5)	1,9 (1,9)	0,8
OECD (0,55)	3,1 (3,0)	1,8 (1,8)	1,8 (2,1)	2,4 (2,6)	2,7
TCW-vägd (0,47)	2,0 (1,9)	1,4 (1,5)	1,3 (1,6)	2,0 (2,1)	2,4
Världen (1,00)	5,0 (4,9)	3,9 (3,9)	3,8 (3,9)	4,1 (4,2)	4,2

Anm. Inom parentes anges köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen 2010 enligt IMF.

KPI	2010	2011	2012	2013	2014
Euroområdet (HIKP)	1,6 (1,6)	2,7 (2,4)	1,6 (1,5)	1,4 (1,6)	1,7
USA	1,6 (1,6)	3,2 (3,2)	2,2 (2,2)	1,3 (1,4)	1,4
Japan	-0,7 (-0,7)	-0,3 (0,4)	-0,2 (0,4)	0,3 (0,3)	0,3
TCW-vägd	1,6 (1,6)	2,6 (2,5)	1,7 (1,7)	1,5 (1,6)	1,7

	2010	2011	2012	2013	2014
Styrränta i omvärlden, TCW-vägd, procent	0,5 (0,5)	0,8 (0,8)	0,7 (1,0)	1,2 (1,7)	2,2
Råoljepris, USD/fat Brent	80 (80)	111 (111)	102 (109)	99 (106)	95
Svensk exportmarknad	9,3 (8,8)	5,5 (7,0)	4,7 (5,3)	4,8 (5,2)	5,4

Anm. Svensk exportmarknad beräknas genom en sammanvägning av importen i de 15 länder som mottar mest svensk export. Cirka 70 procent av den svenska exporten går till dessa länder. Vikterna utgörs av respektive lands andel av svensk varuexport.
Källor: Eurostat, IMF, Intercontinental Exchange, OECD och Riksbanken

Tabell 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2010	2011	2012	2013	2014
Hushållens konsumtion	3,7 (3,4)	2,4 (2,0)	1,4 (1,9)	2,1 (2,3)	2,2
Offentlig konsumtion	2,2 (2,5)	1,3 (1,0)	0,6 (0,6)	0,7 (0,7)	0,5
Fasta bruttoinvesteringar	6,6 (7,1)	8,3 (7,9)	4,8 (6,0)	5,8 (5,8)	4,6
Lagerinvesteringar*	2,0 (2,1)	0,2 (0,6)	-0,6 (-1,0)	0,0 (-0,1)	0,0
Export	11,1 (11,0)	7,9 (8,4)	3,9 (4,4)	5,2 (5,6)	5,5
Import	12,7 (12,8)	6,7 (6,7)	3,6 (3,8)	5,8 (6,2)	5,3
BNP	5,6 (5,7)	4,2 (4,5)	1,5 (1,7)	2,4 (2,4)	2,5
BNP, kalenderkorrigerad	5,4 (5,4)	4,2 (4,5)	1,9 (2,1)	2,4 (2,4)	2,7
Slutlig inhemsk efterfrågan*	3,6 (3,7)	3,0 (2,7)	1,7 (2,1)	2,3 (2,4)	2,1
Nettoexport*	0,0 (0,0)	1,0 (1,2)	0,4 (0,6)	0,1 (0,1)	0,5
Bytesbalans (NR), procent av BNP	6,3 (6,2)	6,4 (6,4)	6,6 (6,7)	6,5 (6,4)	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

	2010	2011	2012	2013	2014
Folkmängd, 16-64 år	0,5 (0,5)	0,2 (0,2)	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0
Potentiellt arbetade timmar	0,9 (0,9)	0,5 (0,5)	0,4 (0,4)	0,3 (0,3)	0,3
BNP, kalenderkorrigerad	5,4 (5,4)	4,2 (4,5)	1,9 (2,1)	2,4 (2,4)	2,7
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,7 (1,7)	1,6 (1,7)	0,7 (0,9)	0,6 (0,6)	0,7
Sysselsatta, 15-74 år	1,0 (1,0)	2,1 (2,1)	0,5 (0,6)	0,4 (0,5)	0,6
Arbetskraft, 15-74 år	1,1 (1,1)	1,1 (1,2)	0,2 (0,2)	0,2 (0,1)	0,2
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,4 (8,4)	7,5 (7,5)	7,2 (7,2)	7,0 (6,9)	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. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data

	2010	2011	2012	2013	2014
Timplön, KL	2,6 (2,6)	2,8 (2,7)	3,1 (3,1)	3,3 (3,4)	3,5
Timplön, NR	1,3 (1,3)	3,9 (3,8)	3,3 (3,3)	3,6 (3,6)	3,8
Arbetsgivaravgifter*	-0,3 (-0,3)	-0,2 (-0,4)	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0
Arbetskostnad per timme, NR	1,0 (1,0)	3,7 (3,4)	3,3 (3,3)	3,6 (3,6)	3,8
Produktivitet	3,6 (3,6)	2,5 (2,8)	1,2 (1,2)	1,9 (1,7)	2,0
Arbetskostnad per producerad enhet	-2,5 (-2,5)	1,1 (0,7)	2,1 (2,1)	1,7 (1,9)	1,7

* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Tabell 8. Alternativscenario: utdragen statsfinansiell kris

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013	2014
BNP i omvärlden	1,3 (1,4)	0,2 (1,3)	0,4 (2,0)	1,6 (2,4)
KPI i omvärlden	2,6 (2,6)	1,4 (1,7)	0,3 (1,5)	0,3 (1,7)
Styrränta i omvärlden, procent	0,8 (0,8)	0,6 (0,7)	0,8 (1,2)	0,9 (2,2)
KPIF	1,5 (1,5)	1,8 (1,3)	1,3 (1,8)	1,1 (2,0)
KPI	3,0 (3,0)	2,3 (1,9)	1,3 (2,4)	0,9 (2,6)
BNP, kalenderkorrigerad	4,0 (4,2)	-0,4 (1,9)	0,6 (2,4)	2,1 (2,7)
Arbetslöshet, procent	7,5 (7,5)	7,6 (7,2)	7,8 (7,0)	7,8 (6,6)
Reporänta, procent	1,7 (1,8)	2,1 (2,2)	2,0 (2,7)	1,7 (3,3)
Nominell växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	123,2 (122,6)	126,0 (122,3)	119,4 (119,7)	119,5 (119,9)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. TCW-vägda omvärldsvariabler.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 9. Alternativscenario: utdragen statsfinansiell kris med mer expansiv penningpolitik

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013	2014
BNP i omvärlden	1,3 (1,4)	0,2 (1,3)	0,4 (2,0)	1,6 (2,4)
KPI i omvärlden	2,6 (2,6)	1,4 (1,7)	0,3 (1,5)	0,3 (1,7)
Styrränta i omvärlden, procent	0,8 (0,8)	0,6 (0,7)	0,8 (1,2)	0,9 (2,2)
KPIF	1,5 (1,5)	2,1 (1,3)	2,1 (1,8)	1,9 (2,0)
KPI	3,0 (3,0)	2,0 (1,9)	2,0 (2,4)	1,7 (2,6)
BNP, kalenderkorrigerad	4,0 (4,2)	0,1 (1,9)	1,5 (2,4)	2,7 (2,7)
Arbetslöshet, procent	7,5 (7,5)	7,4 (7,2)	7,1 (7,0)	6,8 (6,6)
Reporänta, procent	1,7 (1,8)	1,3 (2,2)	1,1 (2,7)	1,0 (3,3)
Nominell växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	123,3 (122,6)	127,8 (122,3)	122,9 (119,7)	124,1 (119,9)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. TCW-vägda omvärldsvariabler.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 10. Alternativscenario: stagflation

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013	2014
BNP i omvärlden	1,4 (1,4)	0,8 (1,3)	0,8 (2,0)	1,8 (2,4)
KPI i omvärlden	2,7 (2,6)	2,6 (1,7)	2,6 (1,5)	2,8 (1,7)
Styrränta i omvärlden, procent	0,8 (0,8)	0,7 (0,7)	1,9 (1,2)	2,9 (2,2)
KPIF	1,5 (1,5)	1,9 (1,3)	2,6 (1,8)	2,5 (2,0)
KPI	3,1 (3,0)	2,9 (1,9)	3,5 (2,4)	3,0 (2,6)
BNP, kalenderkorrigerad	4,2 (4,2)	1,2 (1,9)	1,6 (2,4)	2,2 (2,7)
Arbetslöshet, procent	7,5 (7,5)	7,3 (7,2)	7,2 (7,0)	6,9 (6,6)
Reporänta, procent	1,8 (1,8)	2,7 (2,2)	3,6 (2,7)	4,1 (3,3)
Nominell växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	122,5 (122,6)	121,3 (122,3)	118,0 (119,7)	117,0 (119,9)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. TCW-vägda omvärldsvariabler.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 11. Alternativscenario: högre reporänta

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013	2014
Reporänta, procent	1,8 (1,8)	2,4 (2,2)	2,7 (2,7)	3,3 (3,3)
BNP, kalenderkorrigerad	4,2 (4,2)	1,7 (1,9)	2,4 (2,4)	2,7 (2,7)
Timgap, procent	-0,9 (-0,9)	-0,8 (-0,6)	-0,6 (-0,4)	-0,1 (0,0)
Arbetslöshet, procent	7,5 (7,5)	7,3 (7,2)	7,2 (7,0)	6,7 (6,6)
BNP-gap, procent	-0,7 (-0,7)	-0,7 (-0,5)	-0,4 (-0,1)	0,1 (0,3)
KPIF	1,5 (1,5)	1,2 (1,3)	1,7 (1,8)	1,9 (2,0)
KPI	3,0 (3,0)	1,9 (1,9)	2,2 (2,4)	2,5 (2,6)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 12. Alternativscenario: lägre reporänta

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013	2014
Reporänta, procent	1,7 (1,8)	1,9 (2,2)	2,7 (2,7)	3,3 (3,3)
BNP, kalenderkorrigerad	4,2 (4,2)	2,1 (1,9)	2,5 (2,4)	2,6 (2,7)
Timgap, procent	-0,9 (-0,9)	-0,5 (-0,6)	-0,2 (-0,4)	0,1 (0,0)
Arbetslöshet, procent	7,5 (7,5)	7,1 (7,2)	6,8 (7,0)	6,5 (6,6)
BNP-gap, procent	-0,7 (-0,7)	-0,3 (-0,5)	0,1 (-0,1)	0,5 (0,3)
KPIF	1,5 (1,5)	1,5 (1,3)	2,0 (1,8)	2,0 (2,0)
KPI	3,0 (3,0)	2,0 (1,9)	2,6 (2,4)	2,6 (2,6)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes.
Källor: SCB och Riksbanken

Översikt över fördjupningar 2009-2011²³

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

2011

- 2011 Februari** Finanskrisens effekter på arbetsmarknaden – en jämförelse av Sverige, euroområdet och USA
- 2011 Februari** Lägre styrränta i omvärlden och i Sverige
- 2011 Februari** Hur gör Riksbanken prognoser på längre marknadsräntor?
- 2011 Februari** Effekter av Basel III på den makroekonomiska utvecklingen
- 2011 Juli** Hållbar utveckling av statsskuld?
- 2011 Juli** Låg arbetslöshet – en utmaning
- 2011 Juli** Den senaste tidens utveckling av inflationsförväntningarna

²³ En förteckning över fördjupningar från och med 1993 och framåt finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Tidigare räntebeslut²⁴

Mötesdatum	Reporänta (procent)	Beslut (procentenheter)	Penningpolitisk rapport
2007			
14 februari	3,25	+0,25	2007:1
29 mars	3,25	0	Ingen rapport
3 maj	3,25	0	Ingen rapport
19 juni	3,50	+0,25	2007:2
6 september	3,75	+0,25	Ingen rapport
29 oktober	4,00	+0,25	2007:3
18 december	4,00	0	Penningpolitisk uppföljning
2008			
12 februari	4,25	+0,25	2008:1
22 april	4,25	0	Penningpolitisk uppföljning
2 juli	4,50	+0,25	2008:2
3 september	4,75	+0,25	Penningpolitisk uppföljning
8 oktober	4,25	-0,50	Ingen rapport
22 oktober	3,75	-0,50	2008:3
3 december	2,00	-1,75	Penningpolitisk uppföljning
2009			
10 februari	1,00	-1,00	Februari 2009
20 april	0,50	-0,50	Penningpolitisk uppföljning
1 juli	0,25	-0,25	April 2009
2 september	0,25	0	Penningpolitisk uppföljning
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
2011			
14 februari	1,50	+0,25	Februari 2011
19 april	1,75	+0,25	Penningpolitisk uppföljning
4 juli	2,00	+0,25	Juli 2011
6 september	2,00	0	Penningpolitisk uppföljning

²⁴ 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 produktionskatter.

Avkastningskurva: Avkastningskurvan 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 sammavägning 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: Ett 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 idag. Marknadsräntorna för dessa FRA-kontrakt indikerar därför vad marknadsaktörerna förväntar sig om framtida räntenivåer. Se även förklaringarna av Terminsränta och Interbankränta.

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

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

Inflation: Allmänna prishöjningar som innebär att penningvärdet faller. Motsatsen är deflation.

Interbankränta: Ränta som gäller när banker och större finansinstitut lånar av varandra på den så kallade interbanklånemarknaden för löptider upp till ett år.

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 i de fall det inte finns marknadsnoterade terminsräntor. Se även Terminsränta.

Kalenderkorrigerig: Korrigerig för variationer i antalet arbetsdagar mellan åren. Kalenderkorrigerig används vanligen för att jämföra produktions-, omsättnings-, och sysselsättningsutveckling (arbetade timmar) mellan kvartal eller månader.

Kapacitetsutnyttjande: Graden av utnyttjande av produktionskapaciteten, det vill säga den maximala produktion som är möjlig med befintlig arbetsstyrka, maskinpark och lokaler.

Konfidensindikatorer: Sammantaget mått på situationen i en bransch eller hos hushållen. Konfidensindikatorer bygger på ett genomsnitt av flera olika enkätfrågor.

Konjunkturbarometer: En undersökning där företag besvarar frågor om sin försäljning, produktion, anställningsplaner med mera.

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

KPIF: KPI med fast bostadsränta, 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 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 fodringar 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 Fisher-ekvationen som nominalräntan minus förväntad inflation.

Refi-ränta: 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 till exempel statsskuldväxlar och certifikat, vanligen med löptider upp till ett år.

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

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

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

STINA: Stockholm Tomnext Interbank Average, är ett räntederivatkontrakt där två parter byter ett fast ränteflöde respektive ett rörligt ränteflöde med varandra. Ränteflödena baseras på STIBOR-räntan för löptiden tomorrow-to-next som är nära relaterad till Riksbankens reporänta. Den marknadsnoterade fasta räntan i STINA-kontrakten reflekterar den genomsnittliga förväntade dagslåneräntan under kontraktets löptid.

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

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

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

TCW-index: Ett index för den svenska kronans växelkurs.

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

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

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

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

Tillgångspriser: I huvudsak avses priset på aktier och fastigheter.

Underliggande inflation: Inflationsmått som på olika sätt rensar bort eller viktar om de varor och tjänster som ingår i KPI. Underliggande inflation kan beräknas genom att man exkluderar prisförändringar på vissa varor och tjänster vars priser brukar fluktuera kraftigt. Underliggande inflation kan också beräknas med hjälp av ekonometriska 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

