

# Penningpolitisk uppföljning

## april 2011

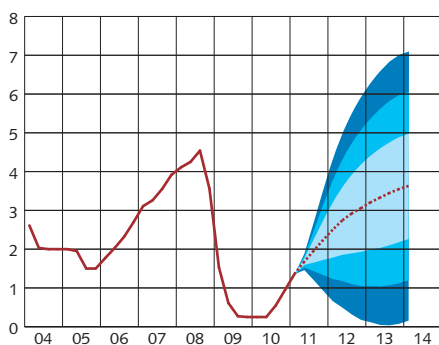
Återhämtningen i omvärlden som helhet fortsätter i god takt, trots naturkatastrofen i Japan, politisk oro i Nordafrika och Mellanöstern samt statsfinansiella problem i euroområdet. Stigande energipriser pressar upp den globala inflationen, vilket tillsammans med förbättrade tillväxtutsikter har medfört att ett antal centralbanker har börjat strama åt penningpolitiken.

Tillväxttakten i svensk ekonomi växlar ned efter den snabba återhämtningen 2010. Utvecklingen på arbetsmarknaden fortsätter att vara stark, resursutnyttjandet normaliseras och löneökningstakten stiger. Den kommande avtalsrörelsen bedöms dock resultera i samhällsekonomiskt rimliga löneökningar.

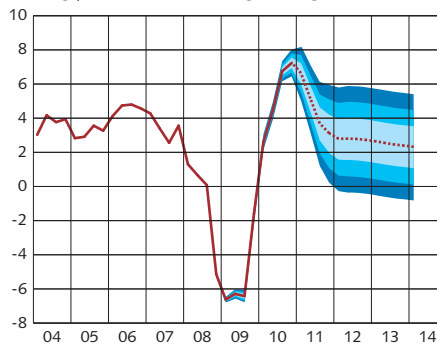
För närvarande är skillnaden mellan olika inflationsmått stor. KPIF-inflationen är låg och rensat för de stigande energipriserna är inflationen ännu lägre. I takt med att resursutnyttjandet ökar väntas KPIF-inflationen stiga gradvis till runt 2 procent 2013. KPI-inflationen är samtidigt hög idag till följd av stigande bostadsräntor. Höjningarna av reporäntan innebär fortsatt stigande bostadsräntor framöver, vilket ytterligare ökar KPI-inflationen. KPI-inflationen väntas som mest uppgå till 3,7 procent under hösten 2011 men kommer på längre sikt att sammanfalla med KPIF-inflationen på 2 procent.

Reporäntan höjs nu till 1,75 procent. För att stabilisera inflationen nära målet på 2 procent och undvika ett för högt resursutnyttjande behöver reporäntan gradvis höjas mot mer normala nivåer. Jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari är prognosen för reporäntan i denna uppföljning oförändrad. En viktig förutsättning för att reporäntebanan inte justeras upp är att den idag höga KPI-inflationen inte mer påtagligt sätter avtryck i olika aktörers långsiktiga inflationsförväntningar och i lönebildningen.

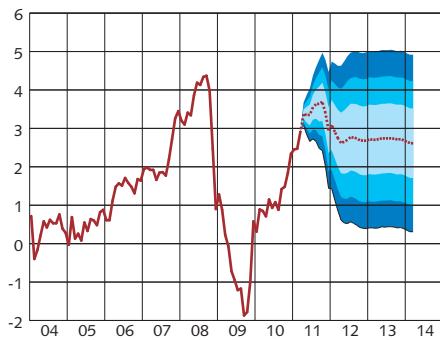
**Diagram 1. Reporänta med osäkerhetsintervall**  
Procent, kvartalsmedelvärden



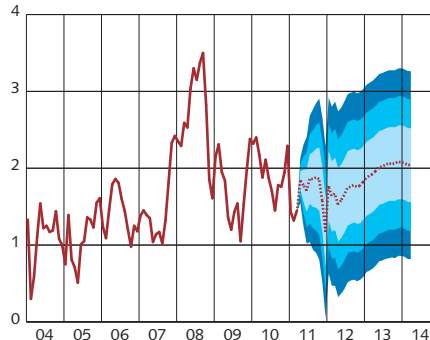
**Diagram 2. BNP med osäkerhetsintervall**  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



**Diagram 3. KPI med osäkerhetsintervall**  
Årlig procentuell förändring



**Diagram 4. KPIF med osäkerhetsintervall**  
Årlig procentuell förändring



— Utfall    ..... Prognos    ■ 90 %    ■ 75 %    ■ 50 %

Anm. Osäkerhetsintervallen i diagrammen är baserade på historiska prognosfel, se fördjupningen "Beräkningsmetod för osäkerhetsintervall" i PPR 2007:1.

Källor: SCB och Riksbanken

# ■ Konjunktur- och inflationsutsikterna

De konjunktur- och inflationsutsikter som redovisas i denna penningpolitiska uppföljning bygger på de bedömningar som gjordes i den penningpolitiska rapporten i februari och de prognosuppdateringar som gjorts sedan dess. Prognoserna baseras på att reporäntan nu höjs med 0,25 procentenheter till 1,75 procent och att den därefter höjs successivt till mer normala nivåer.

## ■ ■ Högre global inflation

Återhämtningen i världsekonomin fortsätter under prognosperioden. Framförallt är utvecklingen stark i Asien, men också i Europa och USA stiger den ekonomiska aktiviteten. Tillväxten i världsekonomin är stark, trots naturkatastrofen i Japan och politisk oro i Nordafrika och Mellanöstern. Jordbävningen i Japan med efterföljande tsunami slår hårt mot den japanska ekonomin i år, men en ekonomisk återhämtning väntas ske relativt snabbt när återuppbyggnaden kommer igång. Japan är en viktig exportör av komponenter till bland annat bilindustrin världen över och osäkerheten är betydande om hur stora effekterna av produktionsstoppet i Japan kommer att bli. Bedömningen i nuläget är dock att spridningseffekterna blir begränsade för världsekonomin.

I tillväxtekonomierna i Asien väntas utvecklingen vara fortsatt god och den snabba tillväxten i dessa länder har bidragit till att driva upp priserna på energi och övriga råvaror på världsmarknaden. Den utveckling av energipriset som observerats sedan i februari bedöms dock till stor del bero på osäkerheten kring utbudet av olja som blossat upp i samband med den politiska oron i Nordafrika och Mellanöstern. Eftersom energiråvaror, åtminstone på kort sikt, är förhållandevis svåra att ersätta i såväl produktion som konsumtion har stigande oljepriser en hämmande inverkan på BNP-tillväxten. Därför är tillväxtprognoserna för USA, euroområdet och Storbritannien något nedreviderade under 2011 och 2012 jämfört med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i februari.

I Asien i stort syns nu tecken på överhettning. Hög efterfrågan och hög inflation leder till behov av en stramare ekonomisk politik. Samtidigt är konjunkturläget ett helt annat i USA och euroområdet, där det fortfarande finns lediga resurser. Även om utfall och indikatorer pekar på att tillväxten i euroområdet under inledningen av 2011 blir något starkare än väntat så kommer året att präglas av de omfattande finanspolitiska åtstramningar som ska genomföras. Dessa är nödvändiga, men kommer att ha en återhållande effekt på euroområdets ekonomi. Uppgången i energipriser har drivit upp HIKP-inflationen i euroområdet och inflationen under det närmaste året bedöms bli högre än i föregående prognos. Den europeiska centralbanken höjde i april styrrentan efter att ha hållit den oförändrad i två år. Det närmaste året bedöms styrrentan stiga med mellan en halv och en procentenhet, vilket är i linje med marknadsprissättningen.

Utsikterna för konjunkturen i USA fortsätter att förbättras, även om BNP-tillväxten andra halvåret 2010 blev något lägre än väntat. Företagen är fortsatt optimistiska och under senare tid har tillväxten i sysselsättningen varit god och arbetslösheten har fallit. Bostadsmarknaden är dock fortfarande svag med fallande bostadspriser och bostadsinvesteringar. Penningpolitiken förväntas vara fortsatt mycket expansiv, men allteftersom resursutnyttjandet stiger bedöms styrrentan höjas i ungefär samma takt som tidigare skett när ekonomin återhämtat sig. Även konjunkturen i Storbritannien förutses stärkas de kommande åren, men återhämtningen bedöms bli relativt svag till följd av en åtstramande finanspolitik. Inflationen förväntas däremot vara hög och överskrida Bank of Englands inflationsmål under hela 2011.

## ■ ■ Styrkan i svensk ekonomi håller i sig

Den svenska ekonomin växte med 5,5 procent 2010 jämfört med 2009. Uppgången var bred och omfattade både exporten och den inhemska efterfrågan. Den höga tillväxten under fjolåret innebär att produktionsvolymen nu är tillbaka på ungefär samma nivå som före den finansiella krisen. Återhämtningen i Sverige har gått jämförelsevis snabbt och Sverige väntas ha en högre tillväxt än många andra länder också under 2011. Svensk export drar fördel av fortsatt växande exportmarknader och en gynnsam exportsammansättning. Därtill är förutsättningarna för den inhemska efterfrågeutvecklingen goda. Kombinationen av ett i nuläget förhållandevis högt offentligt och privat sparande ger utrymme för en gynnsam konsumtionsutveckling framöver. Förtroendeindikatorer och övrig månadsinformation talar för fortsatt stark BNP-tillväxt kommande kvartal. Den svenska BNP-tillväxten väntas uppgå till 4,6 procent 2011 för att där efter sjunka tillbaka mot en historiskt sett genomsnittlig nivå.

Under det senaste året har kronan stärkts påtagligt. Förstärkningen har skett successivt i takt med att tillväxten varit starkare än i omvärlden och att Riksbanken höjt reporäntan. Framöver växer svensk ekonomi mer i linje med omvärlden och skillnaden mellan svenska och utländska räntor minskar. Riksbanken bedömer att växelkursen ligger kvar ungefär på nuvarande nivå de närmaste åren.

## ■ ■ Både export och inhemska efterfrågan utvecklas starkt

Trots kronförstärkning växte den svenska exporten snabbt under 2010 och har nu nästintill återhämtat det stora tappet som skedde under den finansiella krisen. Exporten av investeringsvaror, såsom motorfordon och teleprodukter, drabbades hårt under krisen. Denna del av exporten återhämtade sig dock starkt under fjolåret och väntas fortsätta stiga relativt snabbt även de närmaste åren. Också importen har ökat kraftigt och bedöms stiga i takt med den inhemska efterfrågan och exporten.

Investeringarna har nu tagit fart och bedöms öka snabbt även framöver. I takt med att produktionen tilltar stiger också kapacitetsutnyttjandet och näringslivets investeringsbehov blir allt större. Bostadsinvesteringarna har återhämtat en stor del av den nedgång som skedde under krisen. En stor efterfrågan i förhållande till utbudet, möjligheter till skattereduktion vid renoveringar samt en ljusare arbetsmarknad ger förutsättningar för en fortsatt uppgång i bostadsinvesteringarna. Samtidigt väntas de offentliga investeringarna, som tog ordentlig fart under 2008 och 2009, öka i en något lugnare takt framöver. Även om uppgången i investeringarna är bred och snabb, så sker ökningen i de totala investeringarna från en låg nivå. Därmed dröjer det till mitten av 2012 innan investeringarna är tillbaka på samma nivå som före krisen.

Hushållens konsumtion är sedan en tid på en högre nivå än före finanskrisen. Hushållen har nu börjat minska på sitt höga sparande. Även om tillväxten i konsumtionen avtar framöver väntas en fortsatt stark utveckling och att hushållen drar ner ytterligare på sitt sparande. Läget på arbetsmarknaden förbättras stadigt, vilket leder till ökade inkomster för hushållen, även om höjda räntor delvis har en motverkande effekt. I ett läge då reporäntan stiger är det naturligt att hushållen förväntar sig stigande boräntor. De korta boräntorna har dock stigit mer än vad som är motiverat med hänsyn till Riksbankens räntehöjningar.

## ■ ■ Offentliga finanser i gott skick

Det offentliga finansiella sparandet förbättrades från -0,9 procent till -0,3 procent av BNP mellan 2009 och 2010. I jämförelse med de flesta andra OECD-länder, som har stora offentliga underskott, har Sverige mycket starka offentliga finanser. Många andra länder måste under de kommande åren hantera nödvändiga åtstramningar av finanspolitiken. Sverige väntas däremot ha utrymme att genomföra vissa finanspolitiska lättnader. Bedömningen är att kommande utgifts- och inkomstförändringar huvudsakligen kommer att öka utbudet av arbetskraft och den långsiktigt hållbara BNP-nivån. Sammantaget väntas finanspolitiska reformer under 2012 och 2013 motsvarande cirka 1,5 procent av BNP. Trots dessa åtgärder beräknas det finansiella sparandet stiga till 1,5 procent av BNP 2013. Samtidigt minskar statskulden snabbt till nivåer som är låga både jämfört med genomsnittet i EU och i relation till kravet i EU:s tillväxt- och stabilitetspakt.

## ■ ■ Stark sysselsättningsutveckling

Den svenska arbetsmarknaden har sedan hösten 2009 återhämtat i stort sett alla de 140 000 jobb som förlorades under krisen. Sysselsättningsuppgången har dock hittills skett i huvudsak inom branscher som inte drabbades särskilt hårt under krisen, såsom bygg- och tjänstesektorn. Indikatorer tyder på en fortsatt stark sysselsättningsutveckling då efterfrågan på arbetskraft stiger i de flesta branscher. Särskilt tjänstebranschernas anställningsplaner är positiva men även inom industrin planerar företagen för nyrekryteringar. Jämfört med bedömningen i februari väntas sysselsättningsstillväxten bli något högre under prognosperioden.

Också utbudet av arbetskraft har utvecklats starkt. Delvis har detta skett som en följd av tidigare genomförda reformer inom pensionssystemet, arbetslöshetsförsäkringen och sjukförsäkringen, tillsammans med skatteavdrag för förvärvsarbetande. Arbetskraftsdeltagandet för åldersgruppen 16-64 år minskade endast måttligt under 2009 och ligger nu på en högre nivå än hösten 2007. Under prognosperioden ökar arbetskraftsdeltagandet ytterligare. Trots ett ökat utbud av arbetskraft har arbetslösheten minskat med drygt 1 procentenhet sedan slutet av 2009. Då sysselsättningen under prognosperioden växer snabbare än antalet personer i arbetskraften fortsätter arbetslösheten att minska och bedöms uppgå till knappt 6,5 procent i slutet av 2013.

## ■ ■ Resursutnyttjandet normaliseras

Penningpolitiken syftar normalt till att uppnå en lämplig balans mellan å ena sidan att hålla inflationen nära inflationsmålet på 2 procent och å andra sidan att stabilisera resursutnyttjandet kring en normal nivå. Resursutnyttjandet är dock inte direkt mätbart vilket gör att uppskattningar av dess nivå blir osäkra. När Riksbanken gör bedömningar av resursutnyttjandet används ett flertal indikatorer och statistiska metoder. Vissa indikatorer tyder på att resursutnyttjandet har stigit snabbt och nu är i stort sett normalt. Detta gäller främst indikatorer som bygger på enkäter. I Konjunkturinstitutets barometer börjar brist på arbetskraft bli tydlig i många branscher samtidigt som kapacitetsutnyttjandet har stigit snabbt inom industrin. Andra indikatorer, som till exempel nivån på arbetslösheten, tyder däremot på att det fortfarande finns lediga resurser i ekonomin. Den samlade bedömningen är att resursutnyttjandet fortfarande är något lägre än normalt, men väntas stiga och inom de närmaste åren vara normalt eller något över normalt.

## ■ ■ Stigande löneökningstakt från låga nivåer

Den snabba förbättringen på arbetsmarknaden väntas leda till högre löneökningar under prognosperioden. Avtalsrörelsen som inleds under hösten sker i ett betydligt starkare konjunktur-

läge än vid förra avtalsrörelsen. Bedömningen är att lönebildningen på samma sätt som under de senaste 10-15 åren kommer att fungera väl och ge upphov till samhällsekonomiskt rimliga löneökningar. Löneavtal som sluts hösten 2011 och 2012 bedöms hamna på en något högre nivå än avtal som påverkat löneutvecklingen 2010 och 2011. Samtidigt väntas den lönebildning som sker utöver avtal också leda till lite snabbare löneökningar. Sammantaget bedöms löneökningstakten öka gradvis under prognosperioden. Löneförväntningarna har också stigit i Prosperas senaste mätning, men från en låg nivå.

Också ökningstakten i arbetskostnaderna per timme kommer att stiga gradvis för att i slutet av prognosperioden närma sig en mer normal nivå. Tillväxten i produktiviteten bedöms avta något under prognosperioden, vilket är normalt då ekonomin har haft höga tillväxttal under en tid. Bedömningen innebär att ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet kommer att tillta under de kommande åren och ligga i nivå med sitt historiska genomsnitt i slutet av prognosperioden.

### ■ ■ Låg underliggande inflation

Den underliggande inflationen är för närvarande låg. Den årliga ökningstakten i KPIF, dvs KPI med fast bostadsränta, uppgick till 1,5 procent i mars, vilket var betydligt lägre än prognosen i den senaste penningpolitiska rapporten. Delvis förklaras det låga utfallet av en svag utveckling av livsmedelspriser men prisökningen för många andra varor och tjänster var också oväntat låg. Energipriserna har fortsatt att stiga vilket innebär att KPIF-inflationen rensat för dessa uppgick till måttliga 0,9 procent i mars. Förstärkningen av kronan det senaste året är en bidragande orsak till den låga inflationen. I takt med att resursutnyttjandet stiger och lönerna ökar allt snabbare tilltar inflationstrycket i ekonomin. KPIF-inflationen väntas därför stiga gradvis under de närmaste åren till runt 2 procent 2013.

Prognosen för KPIF-inflationen är nedreviderad under 2011 till följd av de låga utfallen. Under 2012 väntas dock KPIF-inflationen bli något högre än i februariprognosen till följd av uppreviderade energipriser.

### ■ ■ Stor skillnad mellan KPI och KPIF

KPI-inflationen är till skillnad från den underliggande inflationen hög. Under de närmaste månaderna stiger inflationen mätt med KPI till som högst 3,7 procent för att sedan falla gradvis under prognosperioden till drygt 2,5 procent 2013. Orsaken till att KPI-inflationen blir betydligt högre än KPIF-inflationen är att boräntorna stiger till följd av Riksbankens räntehöjningar. Under finanskrisen var situationen den omvända då Riksbankens räntesänkningar ledde till att KPI-inflationen istället var betydligt lägre. I perioder med stora ränteförändringar ger inflationsmått som inte har med räntekostnader, som t.ex. KPIF-inflationen, en bättre bild av det underliggande inflationstrycket.

Jämfört med bedömningen som gjordes i februari är KPI-inflationen kraftigt uppreviderad både 2011 och 2012, vilket hänger samman med att uppdaterade vikter har ökat betydelsen för den rörliga räntan i delindexet för räntekostnader i KPI. Den ökade betydelsen för rörliga räntor medför även att skillnaden mellan KPI- och KPIF-inflationen blir större i år och nästa år då de rörliga räntorna stiger snabbare än de bundna. På längre sikt, när reporäntan återvänt till mer normala nivåer, sammanfaller de två inflationsmåten.

## ■ ■ Reporäntan höjs i takt med konjunkturförbättringen

För att stabilisera inflationen nära inflationsmålet på 2 procent och för att undvika ett för högt resursutnyttjande framöver behöver reporäntan gradvis höjas mot mer normala nivåer. Prognoserna i denna penningpolitiska uppföljning baseras på att reporäntan nu höjs till 1,75 procent och därefter stiger till 3,6 procent i början av 2014.

Konjunkturutsikterna för Sverige och omvärlden är i grova drag desamma som i prognoserna som publicerades i februari. Återhämtningen i omvärlden fortsätter och stigande energipriser driver upp den globala inflationen, vilket sammantaget har medfört att ett antal centralbanker börjat strama åt penningpolitiken. Svensk BNP växer i god takt och arbetsmarknaden återhämtar sig snabbt. Den samlade bilden av resursutnyttjandet är att det fortfarande är något lägre än normalt, men ökar till att vara normalt eller något över normalt under de närmaste åren.

För närvarande är skillnaden mellan olika inflationsmått ovanligt stor. KPIF-inflationen är låg och rensat för de stigande energipriserna är inflationen ännu lägre. I takt med att resursutnyttjandet stiger väntas KPIF-inflationen öka gradvis under de närmaste åren, till runt 2 procent mot slutet av prognosperioden. KPI-inflationen är samtidigt hög till följd av stigande bostadsräntor och väntas ligga högt över inflationsmålet på 2 procent under 2011. Att KPI-inflationen blir högre beroende på stigande bostadsräntor är en övergående effekt. Det är därmed naturligt att i perioder med stora ränteförändringar ge underliggande inflationsmått en större vikt i utformningen av penningpolitiken. På längre sikt uppgår inflationen till 2 procent, både enligt KPI och KPIF.

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

Prognosen för reporäntan i denna penningpolitiska uppföljning är oförändrad i förhållande till den penningpolitiska rapporten i februari. En viktig förutsättning för att prognosen för reporäntan inte justeras upp är att den idag höga KPI-inflationen inte mer påtagligt sätter avtryck i olika aktörers långsiktiga inflationsförväntningar och i lönebildningen. De senaste 10-15 åren har lönebildningen resulterat i samhällsekonomiskt rimliga löneökningar och bedömningen i denna uppföljning är att detta också kommer att vara fallet framöver. Ändras dessa förutsättningar kan det få penningpolitiska konsekvenser.

# Ny information sedan den penningpolitiska rapporten i februari

## Internationell ekonomi

- Ny information sedan den penningpolitiska rapporten i februari stödjer bilden av en fortsatt återhämtning av världskonjunkturen. Oroligheterna i Mellanöstern och Nordafrika har inneburit stigande oljepriser. Dessutom har problemen med europeiska länders statsskuld fortsatt.
- Tillväxten i Asien är fortsatt stark. I närtid kan dock följderna av naturkatastrofen i Japan ge en viss dämpning av tillväxten i regionen. Inköpschefsindex i Kina vände upp något i mars men samtidigt har detaljhandelsstatistiken blivit lägre än väntat. Inflationen i Kina uppgick i februari till 4,9 procent, vilket är över Kinas inflationsmål på 4 procent. Den kinesiska centralbanken har också fortsatt med åtstrammingspolitiken och höjde styrräntan i början av april.
- Reviderad statistik visar att BNP i USA växte med 3,1 procent i uppräknad årstakt det fjärde kvartalet förra året. Inköpschefsindex steg i februari och ligger i mars på en hög nivå men detaljhandeln och konsumentförtroendet har utvecklats svagare än väntat. Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har läget på den amerikanska arbetsmarknaden fortsatt att förbättras. Sysselsättningen i mars ökade med lite över 200 000 personer och arbetslösheten har fallit tillbaka från 9 procent i januari till 8,8 procent i mars. Presidenten och kongressen har enats om budgeten för 2011 och undvikit att delar av den offentliga sektorn tillfälligt stängts ned. Däremot finns ännu inte en politisk lösning för den långsiktiga budgetkonsolideringen.
- Euroområdet BNP ökade med 1,1 procent i uppräknad årstakt det fjärde kvartalet 2010. Detaljhandeln i februari sjönk något men industriproduktionen har fortsatt att återhämta sig. Förtroendeindikatorer för industrin har fallit tillbaka marginellt medan indikatorerna för tjänstebanscher har ökat något till och med mars. Läget på arbetsmarknaden har förbättrats; sysselsättningen har stigit och arbetslösheten sjönk till under 10 procent i februari. Inflationstakten i euroområdet har ökat, framförallt beroende på att priserna på energi och livsmedel har stigit. Mot bakgrund av den stigande inflationen höjde den europeiska centralbanken, ECB, styrräntan till 1,25 procent i april.
- De statsfinansiella problemen i de europeiska länderna har återigen aktualiserats i och med att Portugals avgående regering med stöd av oppositionen lämnat in en ansökan om finansiellt stöd från EU. Kostnaden för Portugal att finansiera sig via finansmarknaden ökade kraftigt efter att regeringen förlorade en budgetomröstning i parlamentet. Detta ledde också till att landets regering avgick. Nyval ska hållas i början av juni. Den finansiella oron kring Portugal har dock inte spridit sig till exempelvis Spanien, vars ränteskillnad gentemot Tyskland fallit tillbaka något under perioden.
- BNP i Storbritannien föll med 1,9 procent mellan tredje och fjärde kvartalet 2010 i uppräknad årstakt. Inflationen var 4,0 procent i mars och har därmed överstigit inflationsmålet de senaste 16 månaderna. Den höga inflationen är en följd av stigande energipriser men även höjd moms och en svag valuta bidrar. Samtidigt uppgår hushållens inflationsförväntningar på såväl kort som lång sikt till 3,5–4 procent vilket är betydligt över Bank of Englands inflationsmål.
- BNP i Norge ökade med omkring 10 procent i uppräknad årstakt under fjolårets sista kvartal. Däremot föll BNP i Danmark med 1,6 procent i uppräknad årstakt under det fjärde kvartalet.

## Finansiella marknader

- Efter naturkatastrofen i Japan utvecklades de internationella aktiemarknaderna svagt då riskbenägenheten avtog och investerare valde att placera i mer säkra tillgångar. Aktiemarknaderna har sedan dess återhämtat sig och flertalet börser ligger nu på en högre nivå än vid årets början. Undantaget är den japanska börsen, även om en viss återhämtning skett också där. Råvarupriserna är alltså höga och oljepriset har dessutom stigit, framförallt i samband med att oroligheterna i Mellanöstern och Nordafrika bröt ut.
- I samband med den minskade riskbenägenheten på de finansiella marknaderna sjönk statsobligationsräntor med längre löptider i Sverige, Storbritannien och USA. Men i takt med att börserna återhämtat sig har de stigit. Alltjämt är dock räntorna något lägre än vid det penningpolitiska mötet i februari. I euroområdet (Tyskland) är statsobligationsräntorna emellertid högre nu än i februari, till följd av att ECB har börjat höja styrräntan.
- I egenskap av liten valuta har kronan historiskt sett tenderat att försvagas under perioder av oro då riskbenägenheten minskat. I handelsvägda termer har också den svenska kronan försvagats sedan i februari. Samtidigt är de svenska statsfinanserna goda och den svenska ekonomin återhämtar sig i snabb takt. Detta är faktorer som bidrar till att kronan trots oron fortfarande noteras till nivåer mot euron som är starkare än innan finanskrisen bröt ut.
- I Storbritannien och i USA har de penningpolitiska förväntningarna enligt marknadsprissättningen skiftat ned sedan i mitten av februari. De penningpolitiska förväntningarna i euroområdet har däremot skiftat upp och i april höjde den europeiska centralbanken, ECB, också den så kallade refinäntan. Signalerna från ECB har tolkats som att det alltjämt är en öppen fråga huruvida styrräntan kommer att fortsätta att höjas i närtid.
- Enligt marknadens prissättning är de penningpolitiska förväntningarna i Sverige ungefär i linje med Riksbankens prognos för reporäntan på ett års sikt. Prissättningen är i det närmaste oförändrad sedan februari. På längre sikt är de dock lägre än Riksbankens prognos. Förväntningarna på reporäntan enligt enkäter ligger i linje med Riksbankens prognos även på längre sikt. Både enkäter och marknadens prissättning visar på förväntningar om en höjning av reporäntan i april, samt ytterligare tre höjningar i år.
- De statsfinansiella problemen i Portugal har inneburit att ränteskillnaden mellan portugisiska och tyska statsobligationsräntor stigit påtagligt. Några spridningseffekter har än så länge inte skett och statsobligationsräntor för övriga länder inom euroområdet har utvecklats mer i linje med de tyska.
- I Sverige har interbankräntorna stigit sedan den penningpolitiska rapporten i februari då reporäntan höjdes samtidigt som prognosen för reporäntan reviderades upp. Att interbankräntorna stiger i linje med prognosen för reporäntan är naturligt. De kortaste interbankräntorna har dock stigit mer än vad som kan motiveras mot bakgrund av detta. Uppgången i räntorna på interbankmarknaden har skett parallellt med att hushållens rörliga boräntor och de rörliga räntorna på banklån till företag ökat.
- Utlåningen till företag ökar sedan årsskiftet efter att ha minskat i kölvattnet av den finansiella krisen. Utlåningen till hushållen ökade med 7,5 procent i februari jämfört med samma månad i fjol. Utlåningstakten till hushållen fortsätter därmed att dämpas.



## BNP

- Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har nationalräkenskaperna för det fjärde kvartalet förra året publicerats. Den säsongsrensade tillväxten var 5,1 procent mätt som uppräknad årstakt. Industri- och tjänsteproduktionen har fortsatt att stiga i januari och februari. Annan nyinkommen information, såsom förtroendeindikatorer och övrig månadsstatistik talar också för en fortsatt stark tillväxt även under första halvåret 2011, i linje med bedömningen i februari.
- De fasta bruttoinvesteringarna ökade med 6,3 procent under 2010. Bostadsinvesteringar ökade mest men även omfattande satsningar inom infrastruktur och byggprojekt har bidragit. Näringslivets investeringar har hållits tillbaka av industrin som drabbades hårt av krisen. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin har dock stigit snabbt och ligger nu i linje med sitt historiska genomsnitt. Eftersom industrins investeringar föll till mycket låga nivåer under finanskrisen finns förutsättningar för en stark utveckling av investeringarna. SCB:s enkät från februari visar också att en majoritet av industribranscherna planerar att öka investeringsvolymerna i år. Detta är en mer positiv bild än vad de uppgav i enkäten som gjordes i oktober förra året.
- Både exporten och importen fortsatte att öka under fjärde kvartalet 2010 och är nu uppe på samma nivåer som före finanskrisen. Det är främst handeln med varor som har bidragit till ökningen. Orderingången på exportmarknaden, enligt Konjunkturinstitutet och enligt SCB, är fortsatt hög och tyder på att exporten kommer att fortsätta öka starkt de närmaste kvartalen.
- Enligt nationalräkenskaperna ökade hushållens konsumtion starkt under fjärde kvartalet förra året. Bakom utvecklingen låg en ökning av konsumtionen av bilar och sällanköpsvaror men också konsumtionen av tjänster bidrog. Svagare indikatorer för detaljhandeln, en avmattning av hushållens inköp av bilar samt en dämpning av konsumentförtroendet innebär dock att ökningstakten i konsumtionen växlar ned något.
- Förra året ökade offentlig konsumtion med 2,6 procent vilket var högre än prognosen i februari. Också de offentliga investeringarna växte mer än väntat, till stor del beroende av statliga investeringar i järnvägar.

## Arbetsmarknad

- Nyinkommen statistik visar att den svenska arbetsmarknaden i stort sett har återhämtat de 140 000 jobb som förlorades i krisen. Utbudet av arbetskraft har utvecklats starkt och i februari uppgick arbetskraftsdeltagandet till 81,2 procent av befolkningen i åldrarna 16 till 64. Detta är högre än före finanskrisen. Trots ett högt utbud av arbetskraft har arbetslösheten minskat till 7,6 procent i februari. Att arbetslösheten har utvecklats i linje med den bedömning som gjordes i februari hänger samman med att också sysselsättningen har utvecklats starkt. Indikatorer pekar också på att sysselsättningsutvecklingen den närmaste tiden blir något starkare än i prognosen från februari. Antalet nyanmälda lediga platser redovisade av Arbetsförmedlingen visar en fortsatt stigande trend. Därtill visar företagsbarometern från Konjunkturinstitutet kraftigt positiva anställningsplaner. Särskilt tjänsteföretagens förväntningar tyder på en stark efterfrågetillväxt. Men också industriföretag planerar att utöka personalstyrkan. Samtidigt finns allt tydligare tecken på rekryteringsproblem i näringslivet, inte minst inom byggbranschen.

- Nationalräkenskaperna för det fjärde kvartalet förra året visar att löner, arbetskostnader och arbetsproduktivitet låg i linje med den bedömning som gjordes i den penningpolitiska rapporten i februari. Arbetskostnaderna per arbetad timme steg under fjärde kvartalet förra året med cirka 3 procent, mätt som årlig procentuell förändring. Arbetsproduktiviteten ökade mer, vilket innebär att arbetskostnaderna per producerad enhet sjönk, mätt som årlig procentuell förändring. Bedömningen är att arbetskostnaderna per producerad enhet fortsätter att falla under det första halvåret i år.
- Prosperas undersökning från mars visar på stigande löneförväntningar på ett och två års sikt. I genomsnitt ökade löneförväntningarna bland arbetstagar- och arbetsgivarorganisationerna på ett års sikt från 2,4 procent till 2,9 procent. Detta är den största ökningen sedan undersökningen startade 1995. Sedan slutet av 2009 har dock de ettåriga löneförväntningarna legat på en låg nivå historiskt sett. På fem års sikt sjönk förväntningarna något och låg i mars på knappt 3 procent.

## Inflation

- Inflationförväntningarna har stigit den senaste tiden. Prosperas kvartalsvisa undersökning visar att inflationsförväntningar på ett års sikt steg för samtliga aktörer från 1,9 procent i december till 2,5 procent i mars. Förväntningarna på två års sikt steg från 2,2 till 2,5 procent. Även på fem års sikt har de stigit något. Prosperas månatliga undersökning som bara riktas till penningmarknadsaktörer visar däremot på oförändrade långsiktiga inflationsförväntningar mellan april och mars.
- Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har inflationsutfall från januari till och med mars publicerats. Den underliggande inflationstakten är fortsatt låg. Den årliga ökningstakten i KPIF, som till skillnad från KPI inte påverkas av förändrade bostadsräntor, uppgick till 1,5 procent i mars. Samtidigt har priserna på el och drivmedel fortsatt att stiga. Rensat för dessa uppgick KPIF-inflationen till måttliga 0,9 procent i mars.
- Andelen företag som avser att höja priserna har stigit sedan en tid tillbaka enligt Konjunkturinstitutets företagsbarometer. Trots detta var prisökningstakten för många varor och tjänster ovanligt låg i januari. Exempelvis föll livsmedelspriserna i Sverige trots att världsmarknadspriserna fortsatte att öka.
- Inflationstakten enligt KPI har däremot blivit högre än väntat. Detta hänger samman med att vikten för den rörliga räntan i delindexet för räntekostnader i KPI har ökat mer än tidigare beräknat. Samtidigt har den rörliga bostadsräntan stigit mer än de bundna bostadsräntorna. Detta bidrar också till att KPI-inflationen nu ökar snabbare än i prognosen i februari.
- Det stigande oljepriset bidrar till en högre ökningstakt i energipriserna än väntat under den närmaste tiden. Priset på olja på terminsmarknaden har stigit kraftigt sedan den penningpolitiska rapporten i februari och ligger nu i genomsnitt mer än 10 dollar högre under prognosperioden. Även elpriserna förväntas på kort sikt vara något högre än vad som tidigare antagits.

# Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport (februari 2011) anges inom parentes.

**Tabell 1. Reporänteprognos**  
Procent, kvartalsmedelvärden

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

Källa: Riksbanken

**Tabell 2. Inflation, årsgenomsnitt**  
Årlig procentuell förändring

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

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

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning**  
Årsgenomsnitt, procent om ej annat anges

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

\* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 4. Internationella förutsättningar**  
Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	2009	2010	2011	2012	2013
Euroområdet (0,14)	-4,1	1,7 (1,7)	1,5 (1,5)	1,6 (1,7)	2,3 (2,3)
USA (0,20)	-2,6	2,9 (2,9)	2,8 (3,3)	3,0 (3,1)	2,8 (2,7)
Japan (0,06)	-6,3	4,0 (4,3)	0,4 (1,7)	2,6 (1,7)	1,8 (1,8)
OECD (0,55)	-3,5	2,9 (2,9)	2,3 (2,6)	2,6 (2,6)	2,6 (2,6)
TCW-vägd (0,47)	-3,9	1,9 (1,9)	1,8 (1,8)	2,0 (2,0)	2,3 (2,3)
Världen (1,00)	-0,3	4,9 (4,8)	4,3 (4,4)	4,4 (4,3)	4,4 (4,4)

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

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

	2009	2010	2011	2012	2013
Styrränta i omvärlden, TCW-vägd	0,7	0,5 (0,5)	1,0 (1,0)	1,8 (1,6)	2,8 (2,7)
Råoljepris, USD/fat Brent	62	80 (80)	114 (99)	114 (100)	110 (99)
Svensk exportmarknad	-12,3	8,4 (10,0)	8,3 (8,2)	6,7 (6,8)	6,5 (6,5)

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

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

**Tabell 5. Försörjningsbalans**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2009	2010	2011	2012	2013
Hushållens konsumtion	-0,4	3,5 (3,5)	3,0 (2,9)	2,2 (2,3)	2,2 (2,3)
Offentlig konsumtion	1,7	2,6 (2,0)	1,4 (0,9)	0,5 (0,5)	0,7 (0,7)
Fasta bruttoinvesteringar	-16,3	6,3 (5,8)	10,6 (10,1)	6,5 (5,9)	5,6 (5,5)
Lagerinvesteringar*	-1,5	2,1 (2,2)	0,1 (-0,3)	-0,3 (-0,2)	0,0 (0,0)
Export	-13,4	10,7 (11,4)	8,4 (8,7)	5,6 (5,6)	5,9 (5,9)
Import	-13,7	12,7 (13,1)	7,9 (7,2)	6,0 (5,8)	6,5 (6,4)
BNP	-5,3	5,5 (5,5)	4,6 (4,4)	2,3 (2,4)	2,5 (2,5)
BNP, kalenderkorrigerad	-5,3	5,3 (5,3)	4,6 (4,4)	2,7 (2,8)	2,5 (2,5)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	-3,0	3,6 (3,3)	3,8 (3,4)	2,4 (2,3)	2,4 (2,3)
Nettoexport*	-0,8	-0,1 (0,0)	0,8 (1,2)	0,2 (0,3)	0,1 (0,2)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	6,8	6,2 (6,4)	6,6 (7,2)	6,4 (7,1)	6,3 (7,0)

\* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 6. Produktion och sysselsättning**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

\* 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

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

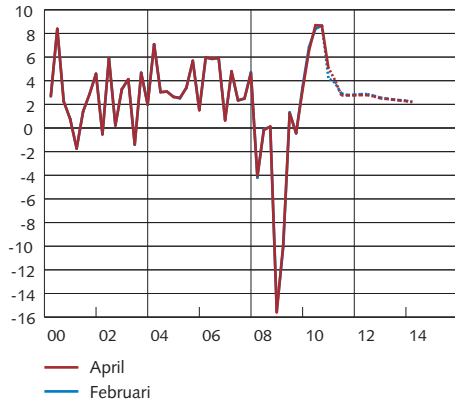
\* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

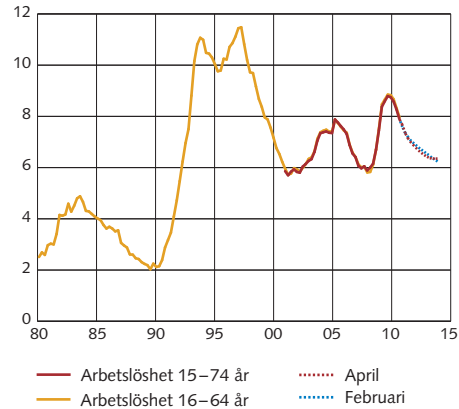
# Diagram

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



Källor: SCB och Riksbanken

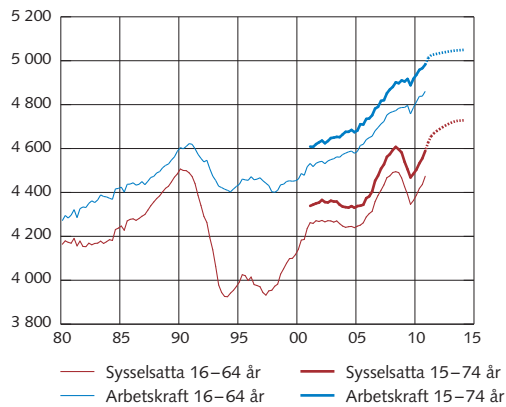
**Diagram 6. Arbetslöshet**  
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Anm. Data före 1987 är länkade av Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken

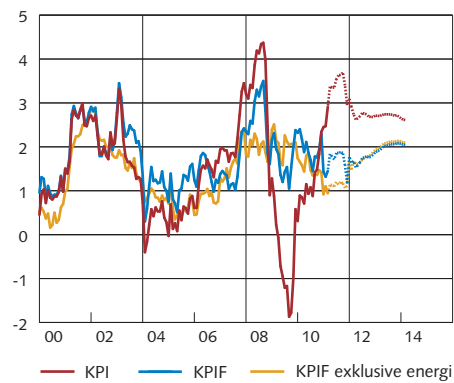
**Diagram 7. Arbetskraft och sysselsatta**  
Tusentals personer, säsongrensade data



Anm. Data före 1987 är länkade av Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken

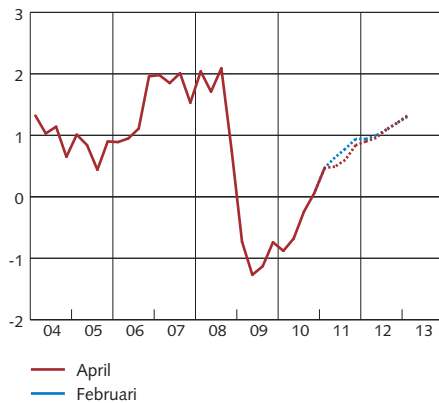
**Diagram 8. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi**  
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

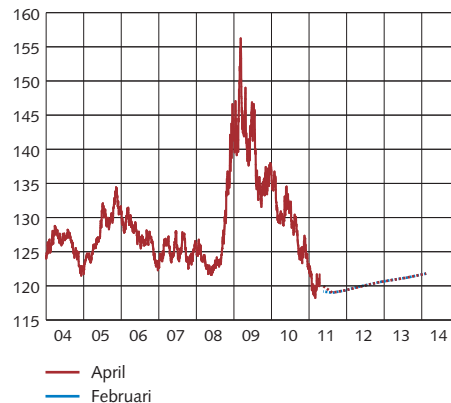
**Diagram 9. Real reporänta**  
Procent, kvartalsmedelvärden



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

Källa: Riksbanken

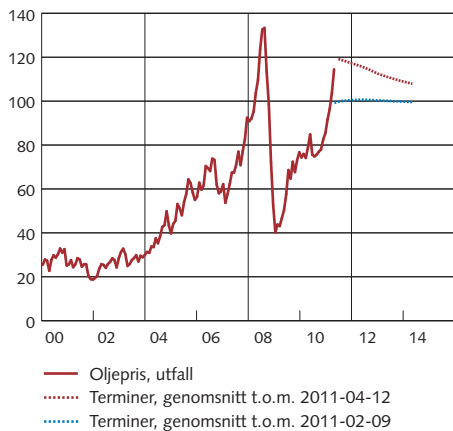
**Diagram 10. Konkurrensvägd växelkurs, TCW**  
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Utfallen är dagskurser och prognoserna avser kvartalsgenomsnitt.

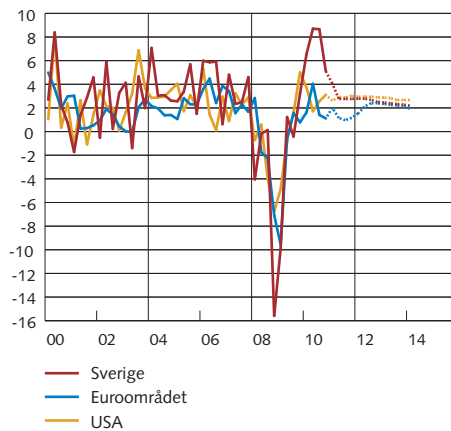
Källa: Riksbanken

**Diagram 11. Oljepris, Brentolja**  
USD per fat



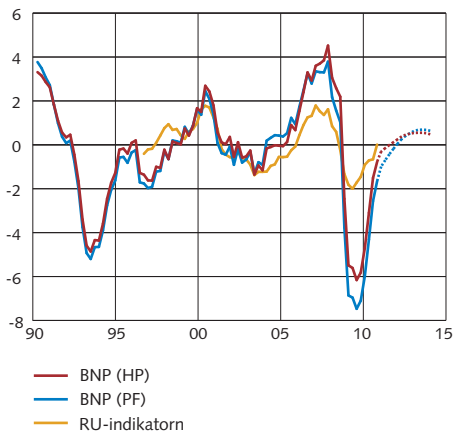
Anm. Terminspriserna är beräknade som ett 15-dagars genomsnitt. Utfallet avser månadsgenomsnitt av spotpriser.  
Källor: Intercontinental Exchange och Riksbanken

**Diagram 12. BNP i olika regioner och länder**  
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

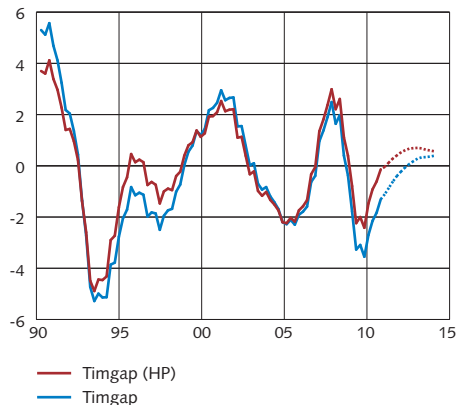
**Diagram 13. BNP-gap och RU-indikatorn**  
Procent respektive standardavvikelse



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

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 14. Timgap**  
Procent



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

Källor: SCB och Riksbanken