



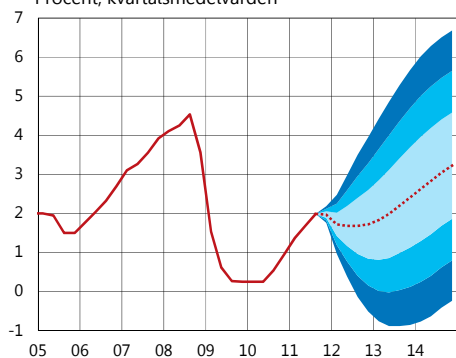
# Penningpolitisk uppföljning december 2011

Oron för den statsfinansiella utvecklingen i euroområdet är fortsatt stor och de globala tillväxtutsikterna har försämrats. I flera av euroområdets länder förväntas större finanspolitiska åtstramningar jämfört med den penningpolitiska rapporten i oktober. Nu förväntas en svagare utveckling i euroområdet under åren framöver. I USA ser läget dock något ljusare ut och tillväxten i världsekonomin som helhet bedöms bli relativt god. Osäkerheten om den framtida utvecklingen är dock fortsatt stor.

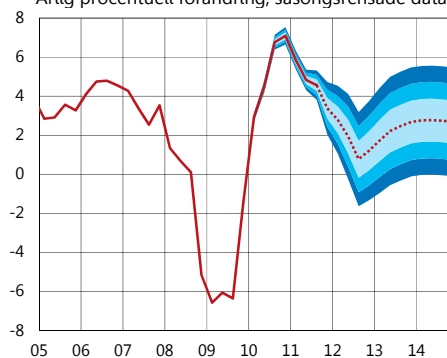
Tillväxten i svensk ekonomi har varit stark hittills i år, men det finns tydliga tecken på att den nu bromsar in. Den sämre utvecklingen i omvärlden, framförallt i euroområdet, leder till lägre efterfrågan på svenska exportvaror. Ett lågt förtroende bland hushåll och företag medför lägre konsumtion och att investeringar skjuts på framtiden. De sämre konjunkturutsikterna medför också en svagare arbetsmarknad. Under 2012 väntas arbetslösheten stiga något. Den underliggande inflationen är i dagsläget låg och den svaga inhemska efterfrågan tillsammans med sämre omvärldsutsikter bidrar till att inflationstrycket blir fortsatt lågt under en tid.

Eftersom konjunktur- och inflationsutsikterna är mer dämpade har Riksbankens direktion beslutat att sänka reporäntan till 1,75 procent och att justera ner reporäntebanan. En lägre reporänta bidrar till att KPIF-inflationen stabiliseras runt 2 procent och resursutnyttjandet kring en normal nivå mot slutet av prognosperioden.

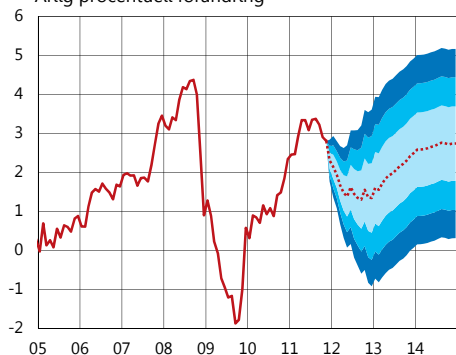
**Diagram 1. Reporänta med osäkerhetsintervall**  
Procent, kvartalsmedelvärden



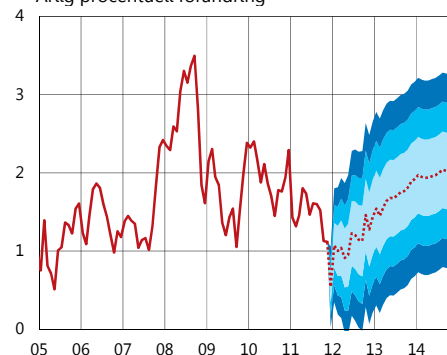
**Diagram 2. BNP med osäkerhetsintervall**  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



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



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



■ 90 % ■ 75 % ■ 50 %

Anm. Osäkerhetsintervallen i diagrammen är baserade på historiska prognosfel, se fördjupningen "Beräkningsmetod för osäkerhetsintervall" i PPR 2007:1. Osäkerhetsintervallet för reporäntan tar inte hänsyn till att det kan finnas en nedre gräns för reporäntan.

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 oktober och de prognosuppdateringar som gjorts sedan dess. Prognoserna baseras på att reporäntan sänks med 0,25 procentenheter och att reporäntebanan är lägre jämfört med bedömningen i oktober.

### ■ Sämre globala tillväxtutsikter

Den senaste tiden har oron för den statsfinansiella utvecklingen i euroområdet varit fortsatt stor och de globala tillväxtutsikterna har försämrats. I flera av euroområdets länder förväntas de finanspolitiska åtstramningarna bli mer långtgående än vad som tidigare antagits. En mer expansiv penningpolitik bidrar dock till att mildra de negativa effekterna på tillväxten.

Konjunkturutsikterna för framförallt euroområdet har försämrats jämfört med den penningpolitiska rapporten i oktober. Även i tillväxtländer i Asien och Latinamerika finns tecken på en inbromsning, bland annat till följd av en lägre efterfrågan från euroområdet. Å andra sidan ser läget i USA något ljusare ut. Fortfarande väntas en förhållandevis god tillväxt i världsekonomin som helhet.

### ■ Statsfinansiell oro och problemtyngda europeiska banker

De finansiella marknaderna har under hösten präglats av tilltagande oro över statskuldkrisen i Europa, vilket bland annat har avspeglats i volatila börskurser och ökad pessimism bland hushåll och företag. Statsskulderna i flera av euroområdets länder har ökat snabbt och är nu på mycket höga nivåer. Sämre tillväxtutsikter har bidragit till misstro mot betalningsförmågan i euroländer och de begränsade möjligheterna till finansiellt stöd har ökat tvivlen på att länderna ska kunna finansiera sig på kort sikt. Statsobligationsräntorna i Italien och Spanien har tidvis stigit till mycket höga nivåer, trots fortsatta stödköp från ECB. Också statsobligationsräntor i andra europeiska länder, såsom Frankrike och Belgien, har stigit markant under hösten. Osäkerheten är fortsatt stor även framöver och risken för en svagare utveckling i euroområdet bedöms ha ökat.

Även osäkerheten om utvecklingen i det europeiska banksystemet kvarstår. Vissa banker har redan i dag problem med kapitaltäckning och marknadsfinansiering. Detta riskerar att leda till stramare kreditgivning. Det finns också vissa tecken på att europeiska banker redan nu stramar åt sin kreditgivning. ECB:s beslut att erbjuda bankerna lån med obegränsad tilldelning på tre års löptid kan dock mildra problemen. I prognosen antas att situationen i de europeiska bankerna kommer att vara ansträngd, men inte i den utsträckning att förtroendet kollapsar och de finansiella marknaderna upphör att fungera. Marknaderna bedöms dock fungera sämre än normalt under en tid. De svenska bankerna är idag välkapitaliserade i ett internationellt perspektiv och deras direkta exponering mot problemländerna i Europa är ytterst begränsad. Riksbanken bedömer därför att det svenska banksystemet är väl rustat att stå emot de finansiella problemen i euroområdet och väntas inte heller strama åt kreditgivningen mer än vad som är normalt i en konjunkturedgång.

## ■ Svagare tillväxt i Europa

Avgörande för euroområdet tillväxtutsikter på lite längre sikt är dels hur den statsfinansiella krisen hanteras, dels förmågan att förbättra konkurrenskraften. Prognosen bygger på att tillräckliga åtgärder kommer att vidtas för att lösa de mest akuta problemen i euroområdet. Det innebär till exempel en ordnad omförhandling av den grekiska statskulden och att problemen inte eskalerar i större euroländer. Osäkerheten är dock fortsatt stor. Nästa år blir finanspolitiken åtstramande i flera länder. Sedan rapporten i oktober har bland annat Italien, Frankrike och Irland annonserat nya besparingsåtgärder för 2012 och framåt för att stärka trovärdigheten för förmågan att hantera skuldskrisen. I Italien och Grekland har interimregeringar tillsatts med uppgift att hantera problemen på kort sikt. Även om situationen skiljer sig mellan euroländerna väntas en avmattning i samtliga länder, och tillväxten i euroområdet som helhet bedöms bli 0,2 procent 2012 för att sedan stiga till ungefär 2,3 procent mot slutet av prognosperioden. Detta är lägre än vad som antogs i den penningpolitiska rapporten i oktober.

Under loppet av 2011 har EU:s ledare tagit flera beslut med syfte att förbättra det ekonomisk-politiska ramverket inom EU och skapa stödmöjligheter för euroländer med betalningssvårigheter. Dessa åtgärder genomförs för att begränsa den pågående skuldskrisen och undvika liknande problem i framtiden. I december presenterades en ny plan som går ut på att strama upp den ekonomisk-politiska styrningen inom EU. Det finns fortfarande vissa oklarheter kring hur planen ska utformas, men målet är att den ska få sin slutgiltiga utformning under våren. Det beslutades även att tillföra ytterligare medel till IMF för att förbättra möjligheterna till kortsiktigt stöd för euroländer i kris. När det gäller hur den beslutade utvidgningen av räddningsfonden EFSF (European Financial Stability Facility) ska genomföras återstår det också ett antal frågetecken.

I Storbritannien är BNP-tillväxten mycket svag. De främsta skälen är svag inkomst- och förmögenhetsutveckling för hushållen och stram finanspolitik. På kort sikt bedöms Storbritanniens BNP falla. Den ökade risken för dämpad kreditväxt och den svagare utvecklingen av efterfrågan i omvärlden försämrar dessutom Storbritanniens tillväxtutsikter också framöver.

Inflationen i euroområdet låg kvar på 3 procent i november och väntas förbli hög de närmaste månaderna. Den höga inflationen är till stor del en följd av höga energipriser tidigare under året, men också av höjd moms i en del länder. Inflationen bedöms dock bli lägre under prognosperioden till följd av ett lågt resursutnyttjande.

## ■ Positiva tecken i USA

Läget i den amerikanska ekonomin ser lite ljusare ut på kort sikt. Det finns positiva tecken såsom att hushållens konsumtion fortsätter att öka, att förtroendet förbättras från låga nivåer och att situationen på bostadsmarknaden ser något bättre ut. Arbetslösheten är visserligen hög, men läget på arbetsmarknaden förbättras, om än i långsam takt. Framöver väntas dock den amerikanska tillväxten dämpas framförallt till följd av en stramare finanspolitik. Parterna i kongressen har ännu inte kommit överens om hur den långsiktiga budgetkonsolideringen ska ske, vilket innebär att finanspolitiken automatiskt stramas åt under 2013 i enlighet med tidigare fattade beslut. BNP-tillväxten är något nedreviderad för 2013 jämfört med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i oktober. Detta är en följd av att de sämre tillväxtutsikterna i Europa även påverkar USA. Inflationen väntas bli låg också i USA.

## ■ Den svenska tillväxten bromsar in

Tillväxten i svensk ekonomi har varit stark hittills i år. Det finns dock tydliga tecken på att den nu bromsar in. En försämring av omvärldsutvecklingen, framförallt i euroområdet, innebär att svensk export drabbas av lägre efterfrågan. Orderingången till svensk exportindustri har också dämpats.

Trots den överraskande starka tillväxten under det tredje kvartalet är det tydligt att oron på de finansiella marknaderna har spillt över på den svenska ekonomin. Ett lågt förtroende bland hushåll och företag har inneburit att hushållens sparande har stigit och förväntas vara fortsatt högt, samtidigt som företagen väntas senarelägga sina investeringar. Det fjärde kvartalet växlar den svenska BNP-tillväxten ned betydligt och ökar därefter långsammare än i bedömningen från oktober.

Åtgärderna för att sanera skuldyngda ekonomier, både i euroområdet och på andra håll, antas dock successivt få resultat. Oron bland företag och hushåll, i både Sverige och omvärlden, avtar därmed och under andra halvåret 2012 byggs grunden för en gradvis återhämtning. I Sverige har finanspolitiken betydligt större manöverutrymme än i många andra delar av världen där man kan vänta sig betydande åtstramningar de kommande åren. Finanspolitiken i Sverige bedöms bli något expansiv 2013 och 2014, vilket tillsammans med en expansiv penningpolitik mildrar försvagningen av den svenska konjunkturen de närmaste åren. BNP i Sverige växer med 4,6 procent 2011 men med endast 1,3 procent 2012. Under slutet av prognosperioden växer BNP i en historiskt sett normal takt.

## ■ Återhållsamma hushåll

Börsfallen under sommaren och hösten har inneburit att hushållens finansiella förmögenhet har minskat. Samtidigt har hushållens förtroende för den ekonomiska utvecklingen sjunkit till en förhållandevis låg nivå. Hushållens sparande har stigit påtagligt och bedöms ligga kvar på en hög nivå under en tid. Därtill har utvecklingen på bostadsmarknaden dämpats. Detta har även inneburit att hushållens skuldsättning har fortsatt att bromsa in. Högre bostadsräntor och lånebegränsningar, såsom striktare amorteringskrav och lånetak, bidrar till en dämpad skuldsättningsökning. Sammantaget utvecklas konsumtionen svagare än normalt under nästa år och växer då med endast 0,6 procent. Framöver, när det ekonomiska läget stabiliseras och hushållens förmögenhet återhämtat en del av fallet, förväntas hushållen minska sitt sparande och öka konsumtionen i en snabbare takt. I slutet av prognosperioden bedöms konsumtionen växa med nära 3 procent per år.

## ■ Svensk export försvagas

Den svenska exporten har fortsatt att utvecklas starkt i år, mycket beroende på en gynnsam produktsammansättning och på vunna marknadsandelar. Lägre varuexport de allra senaste månaderna, tillsammans med en fallande orderingång pekar dock på en dämpad exporttillväxt i närtid. Från fjärde kvartalet och under de kommande kvartalen väntas den lägre efterfrågan från omvärlden slå igenom på den svenska exporten. Exporten är till stor del kopplad till investeringsvaror och påverkas därmed negativt när den internationella investeringskonjunkturen viker. Den svenska exportindustrins produktsammansättning innebär dock att exporttillväxten också återhämtar sig snabbt i slutet av 2012 när effekterna av den finansiella turbulensen klingar av. Exporten växer med 1,9 respektive 4,5 procent under 2012 och 2013 och ytterligare lite snabbare under 2014. Importen, som hittills i år

växt långsamt i förhållande till den totala efterfrågan, normaliseras samtidigt. Nettoexportens bidrag till tillväxten minskar därmed successivt under prognosperioden.

### ■ Dämpade investeringar

Industriinvesteringarna i Sverige dämpas som en följd av en sämre utveckling av exporten och en svagare inhemsk efterfrågan. Samtidigt innebär avmattningen i efterfrågan att företagen kommer att slå ner på takten i lageruppbyggnaden. I takt med att konjunkturen i omvärlden förstärks under det andra halvåret nästa år finns det dock förutsättningar för att investeringarna snabbt ska kunna återhämta sig. De svenska exportföretagen behöver då bygga ut kapaciteten, vilket innebär att industriinvesteringarna tar mer fart under 2013.

Det låga konsumentförtroendet och allmänt mer försiktiga hushåll innebär att planerade bostadsinvesteringar senareläggs något. I år blir investeringstakten därmed något lägre än vad som antogs i oktober. Utsikterna för växande bostadsinvesteringar är dock fortsatt gynnsamma eftersom efterfrågan är hög i förhållande till utbudet.

### ■ Offentliga finansiella sparandet i balans

Det finansiella sparandet i den offentliga sektorn väntas bli positivt i år och uppgå till 0,5 procent av BNP. De kommande åren förstärks sparandet ytterligare. Det offentliga sparandet väntas dock bli något lägre än i föregående prognos. Riksbanken antar liksom i oktober att omfattningen av utgifts- och inkomstskatteförändringarna blir cirka 50 miljarder sammantaget 2013 och 2014. Det finansiella sparandet beräknas uppgå till 0,8 procent av BNP 2014. Samtidigt minskar statsskulden till en av de lägsta nivåerna i hela EU.

### ■ Svagare utveckling på arbetsmarknaden framöver

De sämre konjunkturutsikterna påverkar successivt också utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden. Under 2011 har sysselsättningen ökat och arbetslösheten minskat, men det syns nu allt tydligare att förbättringen har kommit av sig. Trots en överraskande stark BNP-tillväxt det tredje kvartalet ökade inte antalet arbetade timmar enligt Nationalräkenskaperna. Nivån på antalet lediga platser som rapporteras till Arbetsförmedlingen har planat ut de senaste månaderna och i olika undersökningar anger företagen i allt mindre utsträckning att de har för avsikt att öka sin personalstyrka den närmaste tiden. Under 2012 bedöms sysselsättningsgraden minska något, antalet arbetade timmar i stort sett vara oförändrade och arbetslösheten stiga något. Det historiska sambandet mellan förändringar i BNP och arbetslöshet i relation till sina långsiktiga trender pekar dock på att det inte kommer att ske någon dramatisk uppgång i arbetslösheten till följd av de lägre tillväxtutsikterna i den svenska ekonomin. I takt med att konjunkturen förbättras under 2013 kommer också arbetsmarknaden så småningom att fortsätta att återhämta sig. I slutet av prognosperioden bedöms arbetslösheten ha sjunkit till cirka 6,5 procent.

### ■ Expansiv penningpolitik bidrar till normalisering av resursutnyttjandet

Eftersom det inte finns något entydigt sätt att mäta resursutnyttjandet använder Riksbanken ett antal olika indikatorer och statistiska metoder för att göra sin bedömning. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin har enligt Konjunkturinstitutets barometer sjunkit i den senaste mätningen och bristen på arbetskraft har minskat i de flesta branscher. Riksbankens indikator som sammanfattar information från enkäter och arbetsmarknadsdata tyder på att resursutnyttjandet under det tredje kvartalet föll tillbaka till en nivå något under det normala. Andra indikatorer som till exempel arbetslöshet, sysselsättningsgrad

och timgap tyder på att det finns en större mängd lediga resurser i ekonomin. Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet under de kommande åren är lägre än normalt. En expansiv penningpolitik bidrar till att resursutnyttjandet normaliseras under 2014.

#### ■ **Avtal klart inom industrin**

Förhandlingar om nya löner har precis avslutats för merparten av industrins avtalsområden. Avtalen berör sammanlagt runt en halv miljon arbetstagare. Nivån på de avtalade löneökningarna blev 3,0 procent under en avtalsperiod på 14 månader, vilket ger ett riktmärke på 2,6 procent räknat över ett år. Förhandlingsutfallet väntas precis som under tidigare avtalsrörelser bli normerande för resten av arbetsmarknaden. Inklusiva löneglidning väntas lönerna öka med i genomsnitt 3,3 procent per år under de kommande åren. Jämfört med bedömningen i oktober bedöms nu löneökningstakten i hela ekonomin bli något högre under 2012 och något lägre under åren därefter.

#### ■ **Låg efterfrågan dämpar inflationen**

Den underliggande inflationen är för närvarande låg, medan KPI-inflationen är relativt hög. Den årliga ökningstakten i KPI uppgick till 2,8 procent i november. Motsvarande öknings-takt i KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, var endast 1,1 procent. De senaste årens låga resursutnyttjande, växelkursförstärkning och låga ökningstakt i arbetskostnaderna per producerad enhet har bidragit till att hålla nere KPIF-inflationen.

Under prognosperioden stiger KPIF-inflationen gradvis och uppgår till runt 2 procent under 2014. Detta sker i takt med att resursutnyttjandet normaliseras och löneökningstakten tilltar något. KPI-inflationen sjunker däremot snabbt under det närmaste året, bland annat som ett resultat av Riksbankens räntesänkning. Som lägst uppgår KPI-inflationen till knappt 1,5 procent under 2012. Därefter stiger KPI-inflationen gradvis till drygt 2,5 procent 2014.

Jämfört med prognosen i oktober väntas KPIF-inflationen bli lägre under 2012 och 2013. I oktober och november blev inflationen oväntat låg. Nedgången i inflationstakten var bred och inte koncentrerad till någon enskild grupp av varor eller tjänster. Detta tyder på att det underliggande inflationstrycket i den svenska ekonomin är lågt. Därtill bidrar svag inhemsk efterfrågan och en låg omvärldsinflation till att inflationen blir låg under de närmaste två åren. Mot slutet av prognosperioden är inflationen ungefär oförändrad jämfört med föregående prognos.

Prognosen för KPI-inflationen justeras ner mer än KPIF-inflationen under det närmaste året. Detta är en följd av att bankernas räntor på rörliga bostadslån väntas bli lägre när repo-räntebanan revideras ner. Dessa boräntor har dock stigit mer än vad som varit motiverat av tidigare reporäntehöjningar, vilket dels är en konsekvens av att bankernas finansieringskostnader har ökat, dels en följd av att bankerna har ökat sina marginaler på bolån till hushållen.

#### ■ **Sänkt reporänta och lägre reporäntebana mildrar konjunkturförsvagningen**

Mot bakgrund av ett lägre inflationstryck och en svagare ekonomisk utveckling har Riksbankens direktion beslutat att sänka reporäntan till 1,75 procent och att justera ner prognosen för reporäntan.

Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har oron för statsskuldproblemen i euroområdet varit fortsatt stor och konjunkturutsikterna försämrats ytterligare. Utvecklingen i omvärlden påverkar svensk ekonomi dels genom svagare exportefterfrågan, dels genom att lägre förtroende bland hushåll och företag dämpar konsumtion och investeringar. Tillväxten i Sverige väntas därför bromsa in tydligt den närmaste tiden och arbetslösheten stiga något. Sammantaget bedöms resursutnyttjandet bli lägre än normalt under större delen av prognosperioden. Återhållsamma hushåll, avvaktande företag och en låg omvärldsinfation framöver bidrar till att inflationstrycket i svensk ekonomi blir lågt.

En förutsättning för att resursutnyttjande och inflationstryck ska normaliseras framöver är att penningpolitiken även under kommande år är expansiv. Gradvis behöver dock penningpolitiken stramas åt. Reporäntan höjs därför successivt till drygt 3 procent mot slutet av 2014. Detta bidrar till att KPIF-inflationen stabiliseras runt 2 procent och resursutnyttjandet kring en normal nivå mot slutet av prognosperioden.

#### ■ Den ekonomiska utvecklingen är osäker

Prognosen bygger på att tillräckliga åtgärder kommer att vidtas för att lösa de mest akuta problemen i euroområdet. Det innebär till exempel en ordnad omförhandling av den grekiska statsskulden och att problemen inte eskalerar i större euroländer. Den politiska processen för att hantera problemen fortgår men samtidigt kvarstår oron på de finansiella marknaderna. Det är svårt att bedöma den politiska utvecklingen framöver och dess konsekvenser för ekonomin, och osäkerheten är därför fortsatt stor.

Det kan inte uteslutas att de statsfinansiella problemen i framförallt euroområdet förvärras och att de negativa effekterna på Sveriges ekonomi blir större. Då skulle penningpolitiken behöva bli än mer expansiv. Förtroendet hos hushåll, företag och finansiella marknader kan förändras snabbt. Om politiska beslut fattas som återställer förtroendet för den ekonomiska utvecklingen skulle detta i sin tur kunna leda till högre efterfrågan i den svenska ekonomin och ett högre inflationstryck än vad som antas i prognosen. Då skulle behovet av en expansiv penningpolitik minska.

## ■ Ny information sedan den penningpolitiska rapporten i oktober

### Internationell ekonomi

- Utsikterna för framförallt euroområdet har försämrats sedan den penningpolitiska rapporten i oktober men fortfarande väntas en relativt god tillväxt i världsekonomin som helhet.
- I euroområdet ökade BNP det tredje kvartalet med 0,6 procent jämfört med föregående kvartal i uppräknad årstakt. Detta var i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i oktober. Både inhemsk efterfrågan och utrikeshandel bidrog till tillväxten. Sysselsättningen minskade 0,1 procent tredje kvartalet jämfört med det andra kvartalet. Det finns tecken på att den ekonomiska utvecklingen under fjärde kvartalet blir något svagare än bedömningen som gjordes i oktober. Enligt inköpschefsindex ligger det sammanvägda förtroendet inom tjänste- och tillverkningsindustrin kvar på låga nivåer samtidigt som även konsumentförtroendet är svagt. I oktober minskade industriproduktionen för andra månaden i rad. Vidare steg arbetslösheten till 10,3 procent i oktober. Inflationen i november, mätt som HIKP, låg kvar på 3 procent.
- Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har EU/IMF avslutat sin femte översyn av den grekiska ekonomin och godkänt ytterligare en utbetalning inom ramen för stödpaketet. Portugal bedöms av EU/IMF uppfylla de krav som ligger till grund för ytterligare en stödutbetalning, även om ett formellt beslut om utbetalning ännu inte har fattats av IMF.
- Reviderad preliminär statistik visar att BNP i USA växte det tredje kvartalet i år med 2,0 procent jämfört med föregående kvartal i uppräknad årstakt. Konsumtion och investeringar växte snabbare än väntat. Konsumentförtroendet och förtroendet inom företagssektorn har överlag förbättrats och konsumtionen fortsatte att stiga i oktober. Sysselsättningstillväxten var relativt svag i november, men tidigare utfall har reviderats upp. Arbetslösheten sjönk till 8,6 procent i november, delvis till följd av en nedgång i utbudet av arbetskraft. KPI-inflationen sjönk från 3,9 procent till 3,5 procent i oktober. Den underliggande inflationen, mätt som KPI exklusive energi och livsmedel, steg en aning till 2,1 procent i oktober.
- BNP i Japan steg med 5,6 procent tredje kvartalet, i uppräknad årstakt. Det var mer än vad de flesta förväntade sig. Inflationen i oktober var -0,2 procent vilket var lägre än i september. I tillväxtländerna i Asien och Latinamerika har tillväxten dämpats, men är fortfarande stark.

### Finansiella marknader

- De finansiella marknaderna präglats av fortsatt stor oro över statsskuldskrisen i Europa. Denna oro har nu mer påtagligt kommit att omfatta Italien och Spanien där statsobligationsräntorna, trots fortsatta stödköp från ECB, tidvis har nått de högsta nivåerna sedan länderna gick med i eurosamarbetet. Även statsobligationsräntorna i Frankrike och Belgien har stigit under hösten medan svenska, brittiska och amerikanska räntor har fallit till mycket låga nivåer.



- Vid två tillfällen under hösten har ECB sänkt styrräntan med 0,25 procentenheter. ECB:s styrränta ligger nu på 1,0 procent. Vid det senaste penningpolitiska mötet i december beslutade ECB bland annat även att låna ut euro på tre års löptid till de europeiska bankerna. Detta med obegränsad tilldelning. Samtidigt sänktes även kraven på de säkerheter som bankerna måste lämna för lånen. Det första lånet sker den 21 december.
- Tillsammans med Federal Reserve och centralbankerna i Schweiz, Storbritannien och Japan halverade ECB i slutet av november räntepåslaget för bankerna att via auktionsförfarande låna dollar av centralbankerna. Centralbankerna upprättade samtidigt bilaterala avtal för utlåning i varandras valutor.
- Norges Bank sänkte styrräntan med 0,50 procentenheter till 1,75 procent i december. Detta för att dämpa effekterna på den norska ekonomin av en svagare utveckling i utlandet, särskilt i euroområdet.
- Under hösten har de penningpolitiska förväntningarna mätta med implicita terminsräntor sjunkit i euroområdet, Storbritannien och USA. Enligt marknadens prissättning väntas styrräntorna i euroområdet, Storbritannien och USA hållas på mycket låga nivåer under hela prognosperioden. Även enligt enkäter är styrränteförväntningarna för dessa länder låga och ingen höjning väntas ske förrän tidigast 2013.
- I Sverige har de penningpolitiska förväntningarna mätta med implicita terminsräntor sjunkit sedan det penningpolitiska mötet i oktober. Enligt detta mått väntas nu sänkningar av reporäntan med drygt 1,0 procentenhet fram till sommaren 2012. Även de penningpolitiska förväntningarna enligt Prosperas enkät i december har sjunkit, men ligger fortfarande över marknadens prissättning på ett års sikt. Enligt enkäten förväntar sig penningmarknadsaktörerna att reporäntan är 1,8 procent om två år, vilket är lägre än reporäntebanan som publicerades i den penningpolitiska rapporten i oktober.
- Den listade rörliga boräntan har stigit, däremot har många listade bundna boräntor sjunkit sedan i våras. Att bundna räntor har sjunkit kan förklaras av att obligationsräntor och andra långa marknadsräntor i Sverige har fallit. Sammantaget är därmed den genomsnittliga listade boräntan för nya lån i det närmaste oförändrad sedan i våras. Den ränta som hushållen i genomsnitt betalar har dock ökat eftersom räntor med längre löptider inte omförhandlas varje månad. Konjunkturinstitutets enkät om hushållens förväntningar på den framtida rörliga boräntan visar att hushållen väntar sig fortsatt höga boräntor. De räntor som företagen möter är i princip oförändrade sedan i somras.
- Kronan har stärkts sedan det penningpolitiska mötet i oktober och den har även utvecklats något starkare än i Riksbankens prognos från oktober. Svensk makrostatistik, såsom BNP för tredje kvartalet, har bidragit till förstärkningen.

## BNP

- BNP i Sverige ökade med 4,6 procent tredje kvartalet jämfört med motsvarande kvartal i fjol (kalenderkorrigerat), och med 6,6 procent jämfört med föregående kvartal, i uppräknad årstakt. Utfallet var starkare än förväntat men det finns tecken på att tillväxten bromsar in tydligt det fjärde kvartalet. Oron på de finansiella marknaderna har bidragit till att dämpa stämningläget för hushåll och företag sedan i somras. Även

information för industri- och tjänsteproduktionen bekräftar bilden av en svag tillväxt framöver.

- Exporten ökade starkt det tredje kvartalet. Däremot var importen svag, vilket innebar att nettoexporten bidrog starkt till ökningen i BNP. Månadsstatistiken över utrikeshandeln med varor tyder dock på en inbromsning under fjärde kvartalet, både för exporten och för importen. Att exporten blir svag bekräftas även av att företagens ordergång har minskat.
- Hushållens konsumtion utvecklades svagt det tredje kvartalet. En fortsatt svag utveckling för detaljhandeln och hushållens inköp av bilar tyder på att konsumtionen kommer att utvecklas långsamt även framöver. Till detta bidrar även det låga konsumentförtroendet och en dämpad utveckling på bostadsmarknaden. Samtidigt har tillväxten i utlåningen till hushållen avtagit under året.
- Tillväxten i investeringarna dämpades något tredje kvartalet. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin ligger på en normal nivå och enligt investeringsenkäten planerar företagen att fortsätta öka sina investeringar. Med en svag ekonomisk utveckling väntas dock investeringarna i näringslivet öka långsammare framöver. Lagerinvesteringarna bidrog positivt till BNP-tillväxten under det tredje kvartalet men detta berodde främst på att konsumtionen var svag och att lagren i handeln växte.
- Utgifterna för offentlig konsumtion ökade något mer än förväntat tredje kvartalet. Det offentliga finansiella sparandet försvagades samtidigt något. Detta berodde dels på att skatteinkomsterna blev lägre eftersom arbetade timmar och hushållens konsumtion utvecklades svagare, dels på att de offentliga utgifterna ökade. Det offentliga finansiella sparandet väntas uppgå till 0,5 procent av BNP 2011.

## Arbetsmarknad

- Under 2011 har den svenska arbetsmarknaden gått in i en lugnare fas. Den snabba ökningstakten i arbetade timmar har bromsat in och utfallet tredje kvartalet blev något svagare än vad som förväntades i prognosen i oktober. Den överraskande starka ökningen av BNP innebär därmed också att produktiviteten blev oväntat hög.
- Nedgången i arbetslösheten har stannat av. Den säsongsrensade arbetslösheten uppgick till 7,4 procent i november vilket är något högre än i den penningpolitiska rapporten i oktober. Det är arbetskraften som blivit högre än förväntat medan sysselsättningen har utvecklats som förväntat.
- Indikatorer för arbetsmarknaden pekar på en tydligare inbromsning den närmaste tiden. Efterfrågan på arbetskraft har dämpats, vilket avspeglas i att antalet nyanmälda lediga platser inte längre ökar och att antalet varsel om uppsägning har ökat. Även Konjunkturinstitutets företagsbarometer bekräftar att företagen, sedan i somras, har blivit mer återhållsamma i sina rekryteringsplaner. Allt färre företag anger också att de upplever brist på arbetskraft.
- Enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet har lönerna i hela ekonomin hittills i år (januari-september) ökat med i genomsnitt 2,3 procent i årlig procentuell förändring. Denna siffra kommer att revideras upp i takt med att retroaktiva löner

utbetalas. Lönerna bedöms i år öka med 2,7 procent, vilket är en nedrevidering med cirka 0,1 procentenheter jämfört med bedömningen i oktober.

- Enligt nationalräkenskaperna ökade timlönerna i hela ekonomin det tredje kvartalet i år med cirka 5,3 procent i årlig procentuell förändring, vilket var mer än väntat och betydligt mer än enligt konjunkturlönestatistiken. Normalt är skillnaden mellan timlönerna enligt nationalräkenskaperna och enligt konjunkturlönestatistiken liten. Olika tillfälliga faktorer, som till exempel förändringar i bonusutbetalningar, arbetstidsrelaterade förskjutningar 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.
- Tillväxten i arbetsproduktivitet i hela ekonomin under tredje kvartalet blev oväntat stark vilket innebar att arbetskostnaderna per producerad enhet utvecklades något långsammare jämfört med bedömningen i oktober.

## Inflation

- Inflationstakten i oktober blev lägre än förväntat. Inflationstakten var fortsatt låg i november och den årliga ökningstakten i KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, uppgick till 1,1 procent. Rensat för förändringar i elpriser var ökningstakten för KPIF endast 0,8 procent. Nedgången i inflationstakten var bred och inte koncentrerad till någon enskild grupp av varor eller tjänster.
- Fortfarande är skillnaden mellan KPIF-inflationen och KPI-inflationen stor. KPI-inflationen uppgick i november till 2,8 procent. Den höga KPI-inflationen är en följd av att framför allt de rörliga bostadsräntorna stigit. De rörliga bostadsräntorna har ökat betydligt mer än reporäntan. Detta kan delvis förklaras av att bankernas finansieringskostnader ökat men även av att bankernas marginaler på bostadslån till hushållen ökat.
- Prosperas undersökning från december visar att inflationsförväntningarna hos penningmarknadens aktörer har sjunkit. I december var inflationsförväntningarna på ett års sikt 1,6 procent, på två års sikt 1,9 procent och på fem års sikt 2,0 procent. Även i Konjunkturinstitutets barometer för november sjönk inflationsförväntningarna jämfört med månaden innan.
- Sedan sommaren har oljepriset sjunkit och i november var oljepriset i genomsnitt 111 USD per fat. Detta är något högre än förväntat i den penningpolitiska rapporten i oktober. Terminsprisättningen indikerar att oljepriset kommer att fortsätta att sjunka framöver men att det kommer att ligga på en högre nivå än förväntat i oktober.

## ■ Tabeller

Bedömningen vid den penningpolitiska rapporten i oktober anges inom parentes.

**Tabell 1. Reporänteprognos**

Procent, kvartalsmedelvärden

	2011 kv 3	2011 kv 4	2012 kv 1	2012 kv 4	2013 kv 4	2014 kv 4
Reporänta	2,0	2,0 (2,0)	1,7 (2,0)	1,7 (2,3)	2,4 (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)	1,5 (1,9)	2,0 (2,4)	2,7 (2,6)
KPIF	2,0 (2,0)	1,4 (1,5)	1,2 (1,3)	1,7 (1,8)	2,0 (2,0)
KPIF exkl. energi	1,5 (1,5)	1,0 (1,1)	1,3 (1,6)	1,7 (1,8)	2,0 (2,0)
HIKP	1,9 (1,9)	1,4 (1,4)	1,1 (1,3)	1,7 (1,8)	2,0 (2,0)

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

	2010	2011	2012	2013	2014
Reporänta	0,5 (0,5)	1,8 (1,8)	1,7 (2,2)	2,1 (2,7)	2,9 (3,3)
10-årsränta	2,9 (2,9)	2,6 (2,6)	1,9 (2,4)	2,9 (3,4)	3,7 (4,0)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	129,2 (129,2)	122,3 (122,6)	122,0 (122,3)	119,1 (119,7)	119,3 (119,9)
Offentligt finansiellt sparande*	-0,1 (-0,1)	0,5 (0,5)	0,4 (0,7)	0,4 (0,8)	0,8 (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 (1,8)	1,6 (1,6)	0,2 (0,7)	1,4 (1,8)	2,3 (2,4)
USA (0,20)	3,0 (3,0)	1,7 (1,7)	1,9 (1,8)	2,4 (2,6)	3,2 (3,1)
Japan (0,06)	4,5 (4,0)	-0,2 (-0,7)	2,1 (2,5)	1,5 (1,9)	0,8 (0,8)
OECD (0,55)	3,1 (3,1)	1,8 (1,8)	1,6 (1,8)	2,2 (2,4)	2,7 (2,7)
TCW-vägd (0,47)	2,0 (2,0)	1,4 (1,4)	0,8 (1,3)	1,7 (2,0)	2,4 (2,4)
Världen (1,00)	5,1 (5,0)	3,9 (3,9)	3,7 (3,8)	4,0 (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 (2,7)	1,8 (1,6)	1,4 (1,4)	1,6 (1,7)
USA	1,6 (1,6)	3,2 (3,2)	2,0 (2,2)	1,2 (1,3)	1,4 (1,4)
Japan	-0,7 (-0,7)	-0,3 (-0,3)	-0,5 (-0,2)	-0,3 (0,3)	-0,2 (0,3)
TCW-vägd	1,6 (1,6)	2,7 (2,6)	1,8 (1,7)	1,4 (1,5)	1,6 (1,7)

	2010	2011	2012	2013	2014
Styrränta i omvärlden, TCW-vägd	0,5 (0,5)	0,8 (0,8)	0,5 (0,7)	0,7 (1,2)	1,6 (2,2)
Råoljepris, USD/fat Brent	80 (80)	111 (111)	107 (102)	102 (99)	98 (95)
Svensk exportmarknad	9,4 (9,3)	3,9 (5,5)	2,8 (4,7)	4,6 (4,8)	6,0 (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 (3,7)	1,5 (2,4)	0,6 (1,4)	2,5 (2,1)	2,7 (2,2)
Offentlig konsumtion	2,1 (2,2)	1,8 (1,3)	0,8 (0,6)	0,7 (0,7)	0,5 (0,5)
Fasta bruttoinvesteringar	6,6 (6,6)	5,9 (8,3)	2,1 (4,8)	3,8 (5,8)	4,8 (4,6)
Lagerinvesteringar*	2,0 (2,0)	0,6 (0,2)	-1,1 (-0,6)	0,0 (0,0)	0,1 (0,0)
Export	11,1 (11,1)	8,5 (7,9)	1,9 (3,9)	4,5 (5,2)	5,5 (5,5)
Import	12,7 (12,7)	5,7 (6,7)	-1,3 (3,6)	4,9 (5,8)	5,9 (5,3)
BNP	5,6 (5,6)	4,6 (4,2)	1,3 (1,5)	2,3 (2,4)	2,6 (2,5)
BNP, kalenderkorrigerad	5,3 (5,4)	4,6 (4,2)	1,7 (1,9)	2,3 (2,4)	2,7 (2,7)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	3,6 (3,6)	2,3 (3,0)	0,8 (1,7)	2,1 (2,3)	2,3 (2,1)
Nettoexport*	0,0 (0,0)	1,8 (1,0)	1,5 (0,4)	0,2 (0,1)	0,3 (0,5)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	6,3 (6,3)	7,2 (6,4)	8,4 (6,6)	8,3 (6,5)	8,3 (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)	0,3 (0,2)	0,1 (0,1)	0,0 (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 (0,3)
BNP, kalenderkorrigerad	5,3 (5,4)	4,6 (4,2)	1,7 (1,9)	2,3 (2,4)	2,7 (2,7)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,7 (1,7)	1,3 (1,6)	0,4 (0,7)	0,6 (0,6)	1,0 (0,7)
Sysselsatta, 15-74 år	1,0 (1,0)	2,1 (2,1)	0,3 (0,5)	0,3 (0,4)	0,8 (0,6)
Arbetskraft, 15-74 år	1,1 (1,1)	1,1 (1,1)	0,3 (0,2)	0,2 (0,2)	0,1 (0,2)
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,4 (8,4)	7,5 (7,5)	7,5 (7,2)	7,5 (7,0)	6,8 (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)	2,7 (2,8)	3,2 (3,1)	3,2 (3,3)	3,4 (3,5)
Timplön, NR	1,3 (1,3)	4,6 (3,9)	3,8 (3,3)	3,5 (3,6)	3,7 (3,8)
Arbetsgivaravgifter*	-0,3 (-0,3)	-0,2 (-0,2)	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Arbetskostnad per timme, NR	1,0 (1,0)	4,4 (3,7)	3,8 (3,3)	3,5 (3,6)	3,7 (3,8)
Produktivitet	3,6 (3,6)	3,3 (2,5)	1,3 (1,2)	1,7 (1,9)	1,8 (2,0)
Arbetskostnad per producerad enhet	-2,5 (-2,5)	1,1 (1,1)	2,5 (2,1)	1,8 (1,7)	1,9 (1,7)

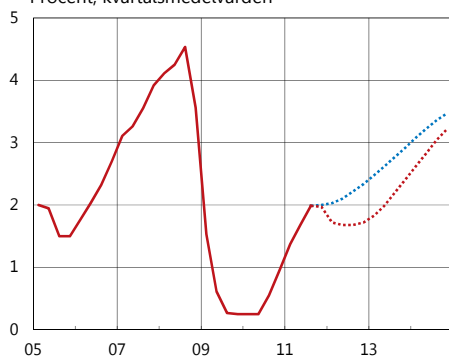
\* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

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

# ■ Diagram

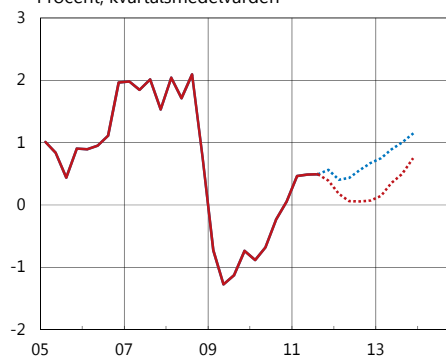
**Diagram 5. Reporänta**  
Procent, kvartalsmedelvärden



— December  
— Oktober

Källa: Riksbanken

**Diagram 6. Real reporänta**  
Procent, kvartalsmedelvärden

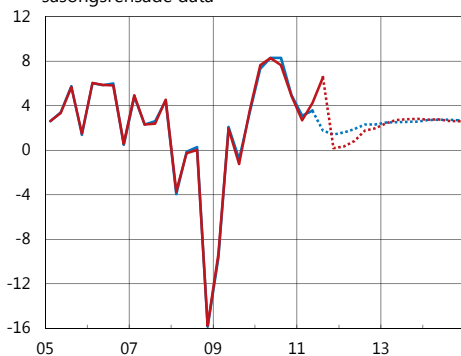


— December  
— Oktober

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

Källa: Riksbanken

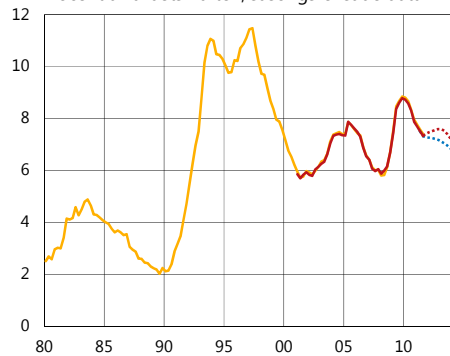
**Diagram 7. BNP**  
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



— December  
— Oktober

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 8. Arbetslöshet**  
Procent av arbetskraften, säsongrensade data

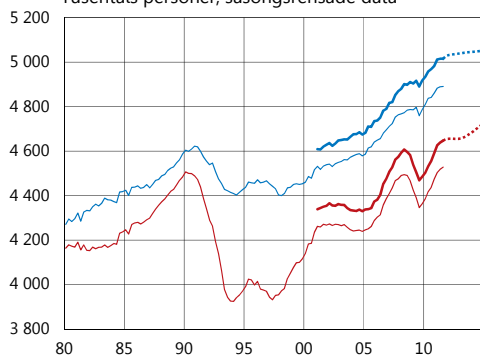


— Arbetslöshet, 15-74 år  
— Arbetslöshet, 16-64 år  
... December  
... Oktober

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

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 9. Arbetskraft och sysselsatta**  
Tusentals personer, säsongrensade data



— Sysselsatta, 15-74 år  
— Sysselsatta, 16-64 år  
— Arbetskraft, 15-74 år  
— Arbetskraft, 16-64 år

Anm. Data före 1987 är länkad av Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken

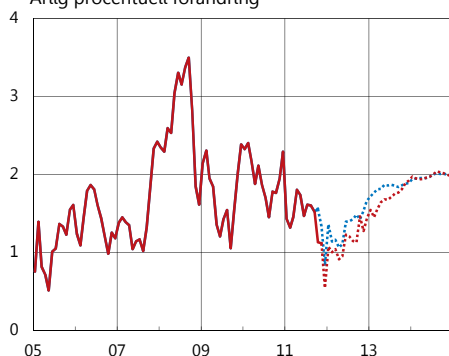
**Diagram 10. KPI**  
Årlig procentuell förändring



— December  
— Oktober

Källor: SCB och Riksbanken

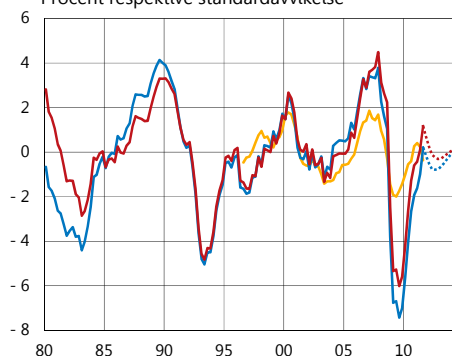
**Diagram 11. KPIF**  
Årlig procentuell förändring



— December  
— Oktober

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

**Diagram 12. BNP-gap och RU-indikatorn**  
Procent respektive standardavvikelse



— BNP-gap (HP)  
— BNP-gap (PF)  
— RU-indikatorn

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

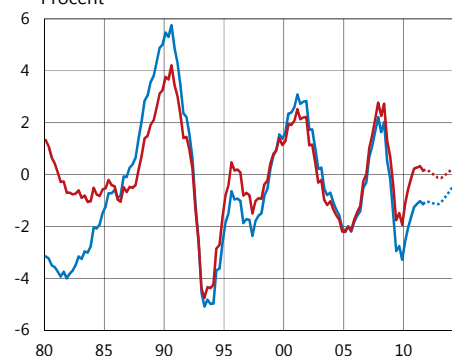
**Diagram 13. Konkurrensvägd växelkurs, TCW**  
Index, 1992-11-18 = 100



— December  
— Oktober

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

**Diagram 14. Timgap**  
Procent

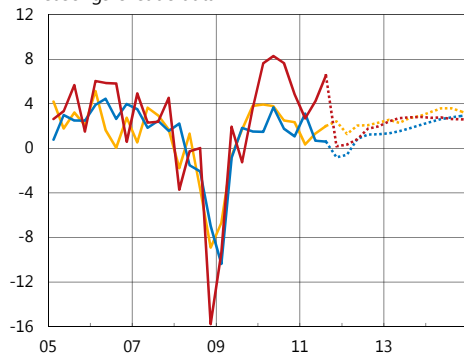


— Timgap (HP)  
— Timgap

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



— Sverige  
— Euroområdet  
— USA

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