



Penningpolitisk rapport

Juli 2014

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 2 juli 2014. 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 real ekonomin.
- 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

- KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna **1**
 - Sammanfattning **1**
 - Återhämtningen i omvärlden fortsätter **3**
 - I Sverige fortsätter konjunkturen att förbättras **6**
 - Penningpolitiska överväganden **12**
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker **15**
 - Alternativscenario: Lägre löner **16**
 - Alternativscenario: Högre löner **19**
 - Alternativa scenarier för reporäntan **20**
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin **23**
 - Finansiella marknader **23**
 - Omvärlden **26**
 - Svensk ekonomi **30**
- FÖRDJUPNINGAR
 - Varför är inflationen låg? **35**
 - Samspelet mellan lönebildning, penningpolitik och inflation **41**
 - Skärpta kapitalkrav för svenska banker – effekter på makroekonomin **45**
- APPENDIX **49**
 - Tabeller **50**
 - Fördjupningar 2011–2014 **54**
 - Ränthebeslut 2009–2014 **55**
 - Ordlista **56**

KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

För omvärlden som helhet väntas en successiv förbättring av konjunkturen de närmaste åren. Samtidigt fortsätter det globala inflationstrycket att vara lågt och prognosen för internationella styrrentor är nedreviderad. Det är fortsatt stora skillnader mellan olika regioner. I euroområdet dämpas återhämtningen av att flera euroländer har problem med en hög skuldsättning i både privat och offentlig sektor. Utsikterna för en återhämtning i USA är däremot goda efter en tillfällig nedgång i början av året.

Den pågående återhämtningen i den svenska ekonomin har hittills främst synts i en stark hushållssektor, medan exportindustrin utvecklas svagt. Bostadsinvesteringarna och hushållens konsumtion bedöms fortsätta öka i god takt och när efterfrågan i omvärlden tar fart ökar tillväxten även inom de mer exportberoende delarna av näringslivet. Efter en trög inledning på året förbättras arbetsmarknaden successivt med högre sysselsättning och lägre arbetslöshet.

Samtidigt som den svenska konjunkturen stärks är inflationen låg och har fortsatt att överraska på nedsidan. Det underliggande inflationstrycket bedöms vara betydligt lägre än i bedömningen i april. Inflationsprognosen har därför reviderats ned något i år och nästa år, trots att den nu är baserad på en avsevärt mer expansiv penningpolitik. Eftersom inflationen varit låg en längre tid och eftersom det är viktigt att inflationsförväntningarna förblir förankrade vid målet på 2 procent är det nu särskilt viktigt att inflationen börjar stiga mot målet. Därför sänks reporäntan till 0,25 procent och reporäntebanan revideras ned. Först i slutet av 2015 bedöms det vara lämpligt att successivt börja höja reporäntan. Med denna mycket expansiva penningpolitik stiger KPIF-inflationen gradvis och når 2 procent i början av 2016. Samtidigt ökar riskerna förknippade med hushållens höga skuldsättning. Med en låg ränta länge brådskar det för andra politikområden att minska dessa risker.

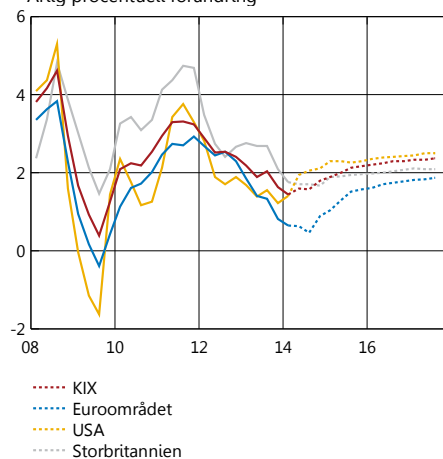
Sammanfattning

■ Långsamt tilltagande tillväxt i världsekonomin

Världsekonomin bedöms växa med strax över 3 procent under 2014. Det är något lägre än i bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i april och beror bland annat på att året startat sämre än väntat med kallt väder i USA och en tillfällig inbromsning av tillväxten i Kina. Tillväxten förväntas långsamt tillta under prognosperioden och under 2016 bedöms den vara runt 4 procent (se tabell 4). I stora delar av omvärlden är inflationstrycket för närvarande lågt. Under de senaste två åren har inflationen fortlöpande minskat i både euroområdet och USA. Inflationen väntas emellertid stiga under prognosperioden för att 2016 uppgå till 1,7 procent i euroområdet och 2,4 procent i USA (se diagram 1:1). Dessa prognoser förutsätter bland annat att energipriserna fortsätter att utvecklas stabilt trots den ökade osäkerheten rörande skeendena i Irak, men också i Ukraina.

BNP-tillväxten sammanvägd utifrån olika länders betydelse för svensk handel, KIX, bedöms bli lägre än i omvärlden som helhet. Det beror framför allt på att euroområdet, som har en större vikt i KIX-vägd BNP än i världssammanvägningen, väntas fortsätta växa långsamt. Prognosen för den KIX-vägd BNP-tillväxten är 2 procent i år, vilket är en förbättring jämfört med förra året. Under de närmaste åren förbättras tillväxten ytterligare och bedöms ligga strax under 3 procent 2016 (se diagram 1:2). Även inflationstakten i KIX-vägd BNP förväntas stiga under prognosperioden, från cirka 1,5 procent

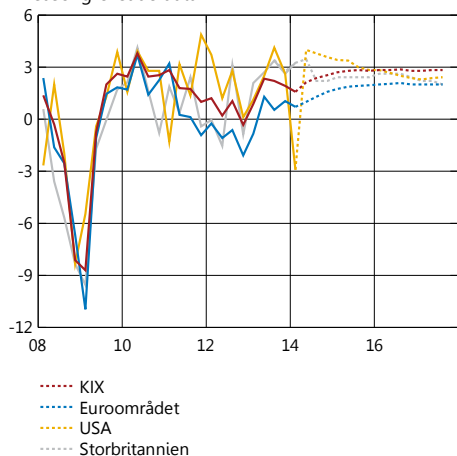
Diagram 1:1. Inflation i olika länder och regioner
Årlig procentuell förändring



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Vid beräkning av KIX-vägd inflation används HIKP för euroområdet och KPI för övriga länder. För euroområdet visas inflation mätt med HIKP och för USA och Storbritannien mätt med KPI.

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

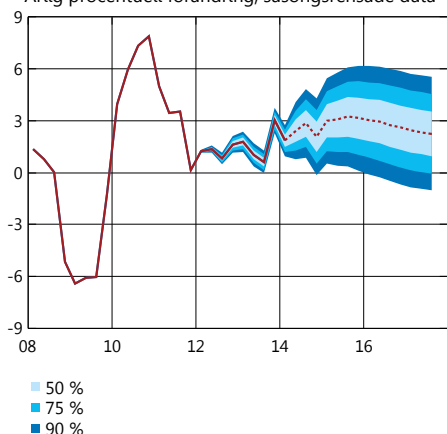
Diagram 1:2. Tillväxt i olika länder och regioner
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

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

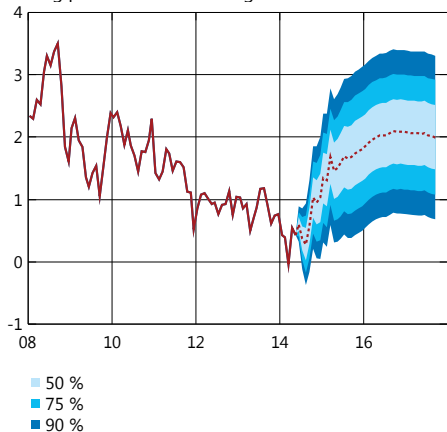
Diagram 1:3. BNP med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



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

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

i år till strax över 2 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 1:1).

Utvecklingen i euroområdet präglas av att privat och offentlig sektor i flera länder behöver minska sina skulder. Finansmarknaderna har visserligen stabiliserats, men bankernas utlåning fortsätter att minska, om än inte i lika snabb takt som tidigare. Företag i de krisdrabbade länderna möter fortfarande betydligt högre räntor än företag i andra euroländer. Den ekonomiska återhämtningen går därmed fortsatt trögt. I USA fortsätter återhämtningen efter en tillfällig nedgång under inledningen av 2014. Utvecklingen på arbetsmarknaden är fortsatt gynnsam och företagens vinster är för närvarande höga. Detta tillsammans med ett relativt högt förtroende bland företagen skapar förutsättningar för en god utveckling framöver.

Centralbankerna i omvärlden fortsätter att föra en expansiv penningpolitik, men befinner sig i olika faser. I USA har Federal Reserve fortsatt att trappa ned på sina tillgångsköp och marknadsprissättningen indikerar en första styrräntehöjning under andra halvåret 2015. I Storbritannien har en stark ekonomisk utveckling och uttalanden från centralbanken bidragit till att marknaden prissätter en första höjning av styrräntan redan under slutet av 2014. ECB har däremot nyligen vidtagit åtgärder i en mer expansiv riktning och bland annat sänkt styrräntan till 0,15 procent och signalerat att räntan kommer att vara låg under en lång tid.

■ Den svenska konjunkturen stärks men inflationen är låg

I Sverige har konsumtion och bostadsinvesteringar utvecklats relativt starkt och väntas fortsätta öka i god takt. Att efterfrågan i omvärlden nu gradvis ökar bidrar till att tillväxten successivt ökar också inom de mer exportberoende delarna av näringslivet. BNP-tillväxten väntas uppgå till 2,2 procent i år och 3,3 procent nästa år. I takt med att de lediga resurserna i ekonomin tas i anspråk dämpas sedan tillväxten gradvis (se diagram 1:3).

När konjunkturen stärks förbättras också läget på arbetsmarknaden. Sysselsättningen väntas stiga och arbetslösheten sjunka. Mot slutet av prognosperioden beräknas arbetslösheten uppgå till knappt 6,5 procent.

De flesta komponenter i KPI, såsom livsmedelspriser, varupriser och tjänstepriser, har utvecklats långsammare än normalt den senaste tiden. Den breda nedgången i inflationen det senaste året tyder på att det underliggande inflationstrycket är mycket lågt. Inflationsprognosen har därför reviderats ned i år och nästa år, trots att den nu är baserad på en betydligt lägre räntebana. Mätt som årlig procentuell förändring är KPIF-inflationen mycket låg de närmaste månaderna. Mot slutet av 2014 och i början av 2015 stiger den relativt snabbt när de påtagligt låga prisökningarna under hösten 2013 och våren 2014 inte längre påverkar den årliga ökningstakten. Under prognosperioden väntas ett stigande resursutnyttjandet bidra till snabbare löneökningar och större möjligheter för företagen att höja sina priser.

Detta bidrar i sin tur till att KPIF-inflationen fortsätter att stiga gradvis och når 2 procent i början av 2016 (se diagram 1:4).

KPI-inflationen, som nu är lägre än KPIF-inflationen, stiger snabbare under prognosperioden eftersom hushållens bolåneräntor börjar stiga när reporäntan så småningom höjs (se diagram 1:5 och 1:6). Ökningstakten i KPI väntas uppgå till drygt 3,0 procent mot slutet av prognosperioden.

■ Mycket låg ränta för att inflationen ska stiga mot målet

Eftersom inflationen varit låg ett tag och eftersom det är viktigt att inflationsförväntningarna förblir förankrade vid målet på 2 procent behöver inflationen börja stiga mot målet. Därför sänks reporäntan till 0,25 procent och reporäntebanan revideras ned. Först i slutet av 2015 bedöms det vara lämpligt att successivt börja höja reporäntan. Med denna mycket expansiva penningpolitik stiger KPIF-inflationen gradvis och når 2 procent i början av 2016. Samtidigt ökar riskerna förknippade med hushållens höga skuldsättning. Med en låg ränta länge brådskar det för andra politikområden att minska dessa risker.

Återhämtningen i omvärlden fortsätter

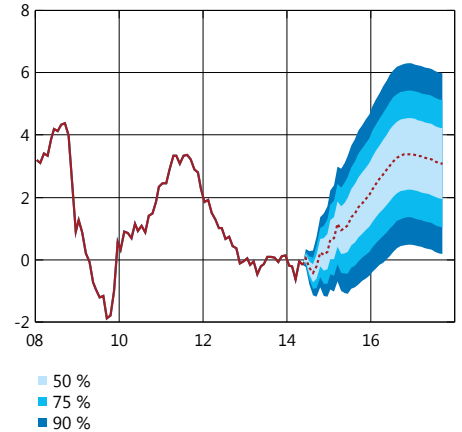
■ Konjunkturen förbättras långsamt i euroområdet

Återhämtningen i euroområdet går långsamt efter en utdragen period av låg tillväxt. Framsteg har visserligen gjorts för att minska de finanspolitiska obalanserna och förbättra konkurrenskraften i de krisdrabbade länderna. Men arbetslösheten är alltjämt hög och flera euroländer har problem med en hög skuldsättning i både privat och offentlig sektor, vilket håller tillbaka efterfrågan.

Företag i de krisdrabbade länderna möter fortfarande betydligt högre räntor än företag i andra euroländer (se diagram 1:7). De strama kreditvillkoren, framför allt för små och medelstora företag i de krisdrabbade länderna, medför att bankernas utlåning fortsätter att minska, om än inte i lika snabb takt (se diagram 1:8). En ökad utgivning av företagsobligationer har visserligen till viss del kompenserat för att bankutlåningen minskat, men detta gäller främst de stora företagen och marknaden är liten.

På kort sikt har kreditgivningen sannolikt också hållits tillbaka av att bankerna velat förstärka sina balansräkningar inför ECB:s pågående översyn av kvalitén på deras tillgångar och det stresstest som planeras tillsammans med Europeiska bankmyndigheten. Översynen och stresstestet är viktiga led i återuppbyggnaden av förtroendet för banksystemet och för att i förlängningen komma till rätta med den fallande kreditgivningen och därmed lägga grunden för en uthållig ekonomisk återhämtning. En viss stabilisering av bankutlåningen har kunnat skönjas de senaste månaderna. Enkäter tyder på att färre banker nu stramar åt sina kreditvillkor samtidigt som det framgår att efterfrågan på lån börjat öka.

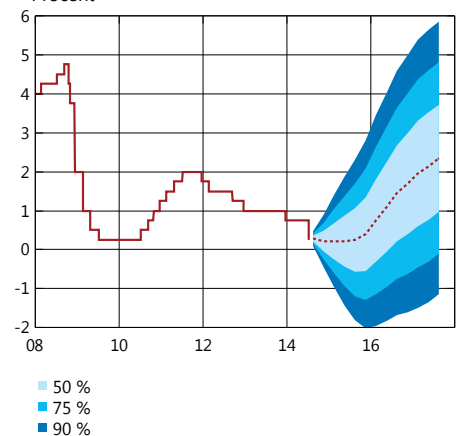
Diagram 1:5. KPI med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

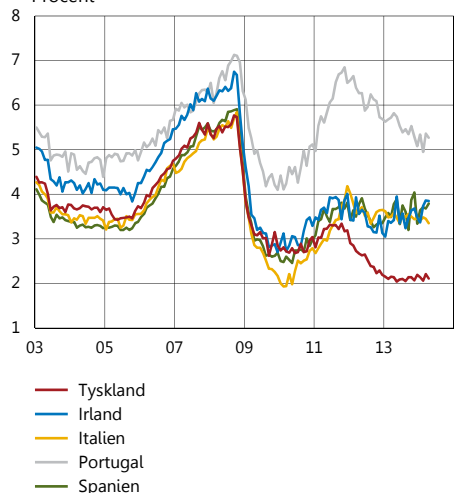
Diagram 1:6. Reporänta med osäkerhetsintervall
Procent



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel samt på riskpremiejusterade terminräntors prognosfel för perioden 1999 till dess att Riksbanken började publicera prognoser för reporäntan under 2007. Osäkerhetsintervallen tar inte hänsyn till att det kan finnas en nedre gräns för reporäntan. Utfall är dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:7. Utlåningsräntor till företag i euroområdet
Procent



Anm. MFI's utlåning till icke-finansiella företag, nya avtal.

Källa: ECB

Diagram 1:8. Bankutlåning till företag i euroområdet

Årlig procentuell förändring



Anm. MFI's utlåning till icke-finansiella företag.

Källa: ECB

Diagram 1:9. Investeringar i euroområdet

Procent av BNP



Källa: Eurostat

ECB har annonserat ett omfattande stödpaket för att underlätta tillgången på banklån för små och medelstora företag. Stödpaketet innehåller bland annat riktade 4-åriga likviditetslån till banker. ECB förbereder dessutom framtida stödköp av säkerställda obligationer. Man har också sänkt sin styrränta till 0,15 procent och infört negativ ränta på bankernas överskottsreserver. Syftet med stödpaketet är att öka inflationstakten till runt 2 procent och förankra inflationsförväntningarna.

Efter flera år av fallande investeringar i euroområdet är investeringarna låga i ett historiskt perspektiv. I dagsläget är investeringarnas andel av BNP runt 5 procentenheter lägre än innan finanskrisen bröt ut (se diagram 1:9). De förväntas mycket långsamt återgå till en mer normal nivå i takt med att förtroendet förbättras och resursutnyttjandet ökar. En successivt bättre fungerande kreditmarknad bedöms också bidra till normaliseringen.

Prognosen för tillväxten i euroområdet under 2014 och 2015 har reviderats ned något jämfört med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i april på grund av att ekonomin visat sig vara svagare än väntat i utgångsläget (se tabell 4). För 2016 har prognosen reviderats upp något till följd av ECB:s stödpaket. Effekterna av stödpaketet på prognosen bedöms dock bli begränsade eftersom stora delar av innehållet varit förväntat. Samtidigt är många detaljer i stödpaketet i dagsläget inte heller klara, vilket försvårar en kvantifiering av effekterna. Den alltför svaga BNP-utvecklingen under de kommande åren medför att resursutnyttjandet kommer att vara lägre än normalt.

Inflationen för 2014 har reviderats ned och väntas bli strax över 0,5 procent för att sedan långsamt stiga till strax under 2 procent mot slutet av prognosperioden i takt med att resursutnyttjandet successivt stiger och företagen kan öka sina marginaler (se diagram 1:1). Det fallande inflationstrycket under de senaste två åren beror i stor utsträckning på låg efterfrågan inom euroområdet. Därutöver har inflationstrycket även dämpats av lägre energi- och livsmedelspriser och en förstärkning av euron. Penningpolitiken förväntas vara mycket expansiv under hela prognosperioden, i linje med ECB:s kommunikation.

■ Fortsatt återhämtning i USA efter en tillfällig nedgång

I USA har BNP-tillväxten varit överraskande låg under inledningen av 2014. Det beror dock delvis på det ovanligt kalla vädret och indikatorer tyder på att en viss återhämtning är att vänta under andra kvartalet. Utvecklingen på arbetsmarknaden är fortsatt gynnsam med en arbetslöshet som gradvis fortsätter att sjunka. Företagens vinster är för närvarande höga, vilket i kombination med ett relativt högt förtroende bland företagen skapar goda förutsättningar för att sysselsättningen och investeringarna ska fortsätta att öka framöver. Även konsumtionen bedöms kunna fortsätta stiga när arbetsmarknaden stärks och inkomsterna ökar. Utvecklingen på bostadsmarknaden har

varit svagare än väntat, men aktuell statistik tyder på en återhämtning.

Prognosen för BNP-tillväxten i USA är kraftigt nedreviderad för 2014 jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april, vilket beror på den oväntat svaga inledningen av året. För 2015 och 2016 är prognosen däremot i stort sett oförändrad och BNP väntas växa med drygt 3 procent 2015 för att sedan falla tillbaka något (se diagram 1:2). Inflationen, som de senaste två åren har dämpats, bedöms under prognosperioden stiga i takt med att de lediga resurserna i ekonomin tas i anspråk (se diagram 1:1). Återhämtningen understöds av att Federal Reserve väntas fortsätta att föra en expansiv penningpolitik under hela prognosperioden.

■ Goda utsikter på viktiga exportmarknader

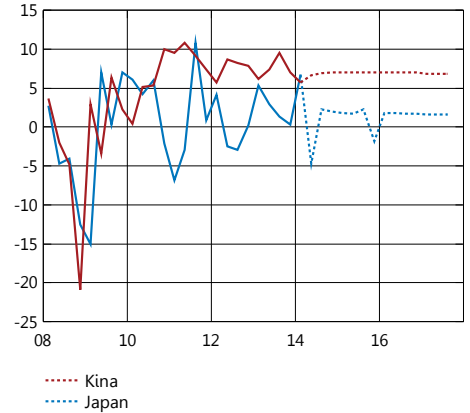
I Storbritannien bedöms BNP-tillväxten förbli förhållandevis hög med en tillväxt på runt 2,5 procent under prognosperioden (se diagram 1:2). Högre reala inkomster, ökat förtroende bland hushållen och en mindre stram finanspolitik medför att den inhemska efterfrågan kommer att vara relativt stark. Den förbättrade ekonomin tillsammans med låga boräntor och ett lågt bostadsutbud har medfört stigande bostadspriser, vilket kan komma att utgöra en risk på sikt. Inflationen bedöms ligga nära Bank of Englands inflationsmål på 2 procent (se diagram 1:1). Penningpolitiken är fortsatt expansiv, då det fortfarande finns lediga resurser i ekonomin. Men den starka ekonomiska utvecklingen och uttalanden från centralbanken har bidragit till att marknaden prissätter en första höjning av styrräntan under slutet av 2014.

I Danmark fortsätter situationen på bostadsmarknaden att förbättras. Antalet tvångsförsäljningar har minskat samtidigt som bostadspriserna har stabiliserats sedan ett par år tillbaka. BNP väntas växa med runt 2 procent under prognosperioden. Inflationen är låg i nuläget till följd av ett svagt resursutnyttjande, men även fallande energi- och importpriser bidrar. Under prognosperioden väntas inflationen stiga till runt 2 procent.

Den norska ekonomin bromsade in något under 2013. Konsumtionen har bland annat hållits tillbaka av att hushållen ökat sitt sparande. Ekonomin väntas växa i måttlig men gradvis tilltagande takt när tillväxten i omvärlden tilltar. Både resursutnyttjandet och arbetslösheten bedöms ligga nära sina normala nivåer. Prognosen för inflationen ligger strax under målet på 2,5 procent under prognosperioden, medan styrräntan, i linje med Norges Banks prognos, ligger kvar på dagens nivå, 1,5 procent, fram till 2016 då den gradvis börjar höjas.

Diagram 1:10. BNP i Kina och Japan

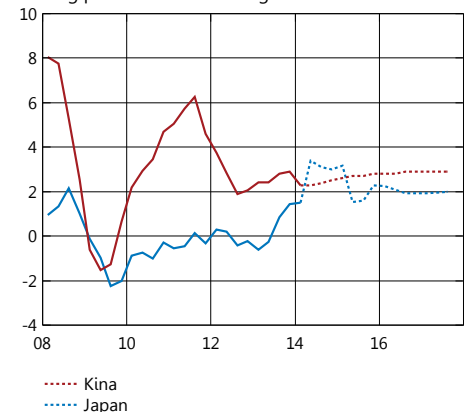
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: Japanese Cabinet Office, National Bureau of Statistics of China och Riksbanken

Diagram 1:11. KPI i Kina och Japan

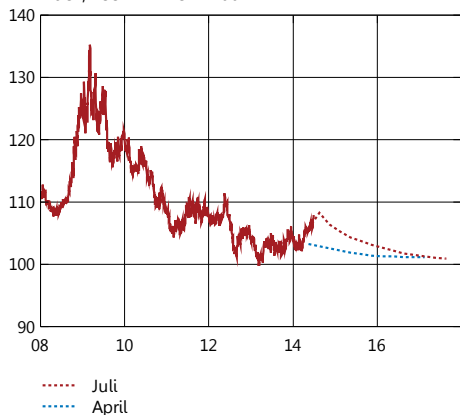
Årlig procentuell förändring



Källor: National Bureau of Statistics of China, Statistics Bureau of Japan och Riksbanken

Diagram 1:12. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100

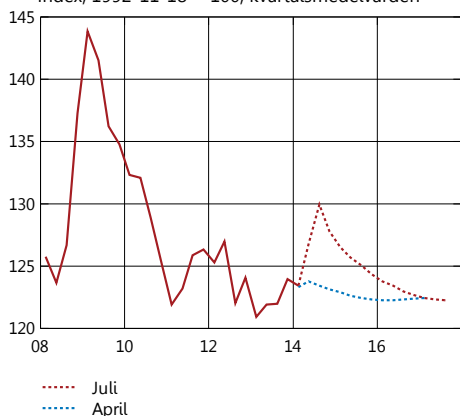


Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:13. Konkurrensvägd real växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden

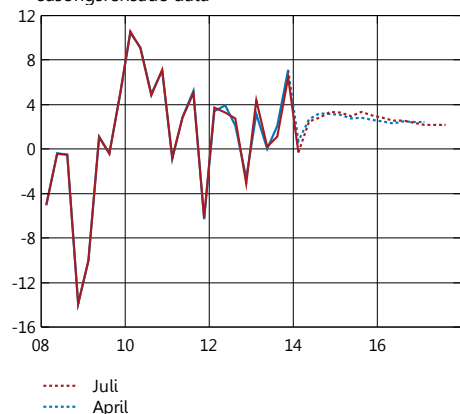


Anm. Real växelkurs är deflaterad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. KPIF är KPI med fast bostadsränta. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

Diagram 1:14. BNP

Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

■ Inbromsning i Kina men fortsatt hög tillväxt

I Kina pågår försök att ombalansera ekonomin, så att tillväxten blir mindre beroende av investeringar och export och mer inriktad mot privat konsumtion. Tillväxten bromsade in något mer än väntat i början av 2014, men den bedöms ändå ligga runt 7 procent under prognosperioden (se diagram 1:10). Även inflationen har varit något lägre än väntat i början av 2014, men den väntas gradvis stiga mot 3 procent under prognosperioden (se diagram 1:11).

Utvecklingen i Japan präglas av den momshöjning som genomfördes i april. Månaderna dessförinnan ökade detaljhandelsförsäljningen avsevärt för att sedan falla tillbaka kraftigt i april. Momshöjningen har även satt stora avtryck i inflationen som steg kraftigt. Bortsett från dessa svängningar är utsikterna för den japanska ekonomin ungefär oförändrade sedan den penningpolitiska uppföljningen i april. BNP-tillväxten väntas bli drygt 1 procent under prognosperioden och inflationen väntas vara nära målet på 2 procent (se diagram 1:10 och 1:11).

■ Kronan svagare men förstärks något framöver

Den svenska kronan har försvagats sedan den senaste penningpolitiska uppföljningen i april, både i nominella och reala termer. Försvagningen har främst skett mot det brittiska pundet och den amerikanska dollarn, men även mot euron. Det kan till stor del förklaras av svagare utfall än väntat, vilket har medfört förväntningar om en mer expansiv penningpolitik från Riksbanken relativt omvärlden.

Prognosen för den nominella växelkursen på längre sikt bygger på en bedömning av utvecklingen för den reala växelkursen, det vill säga den nominella växelkursen justerad för den relativa prisnivån i Sverige jämfört med omvärlden. Den reala växelkursen bedöms för närvarande vara något svagare än sin långsiktiga nivå. Både den nominella och den reala växelkursen förväntas därför förstärkas under prognosperioden (se diagram 1:12 och 1:13).

I Sverige fortsätter konjunkturen att förbättras**■ Fortsatt stark inhemsk efterfrågan**

Den pågående återhämtningen i den svenska ekonomin har hittills främst syns i en stark hushållssektor, medan exportindustrin utvecklas svagt. Bostadsinvesteringarna och hushållens konsumtion bedöms fortsätta öka i god takt och när efterfrågan i omvärlden tar fart ökar tillväxten även inom de mer exportberoende delarna av näringslivet.

BNP-tillväxten väntas uppgå till 2,2 procent i år och 3,3 procent nästa år (se tabell 5). Penningpolitiken bidrar till att resursutnyttjandet stiger gradvis under prognosperioden. Jämfört med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i april väntas BNP-tillväxten bli något lägre i år, men högre 2015 och 2016 (se diagram 1:14).

I Sverige bidrar den expansiva penningpolitiken också till låga marknadsräntor som innebär goda finansieringsvillkor för staten, bankerna och deras kunder. Detta tillsammans med en låg volatilitet på de internationella finansiella marknaderna, bidrar till gynnsamma finansiella förhållanden överlag. Stark efterfrågan på företagsobligationer har också medfört att fler företag ersätter banklån med mer fördelaktig marknadsfinansiering.

■ Högre omvärldsefterfrågan leder till starkare svensk export

Tillväxten på Sveriges viktigaste exportmarknader har varit dämpad, vilket har bidragit till att exporten har ökat långsammare än normalt. Men i takt med att tillväxten i omvärlden tar fart ökar också exporten snabbare (se diagram 1:15). Svensk varuexport, som till stor del består av insats- och investeringsvaror, väntas också gynnas av att investeringarna i omvärlden ökar allt snabbare de närmaste åren.

Med en starkare efterfrågan på både hemma- och exportmarknaden kommer efterfrågan på importerade varor och tjänster också att öka. I år växer importen snabbare än exporten, vilket innebär att nettoexporten bidrar negativt till BNP-tillväxten. Åren 2015–2016 väntas import och export växa i ungefär samma takt och nettoexporten ger ett positivt bidrag.

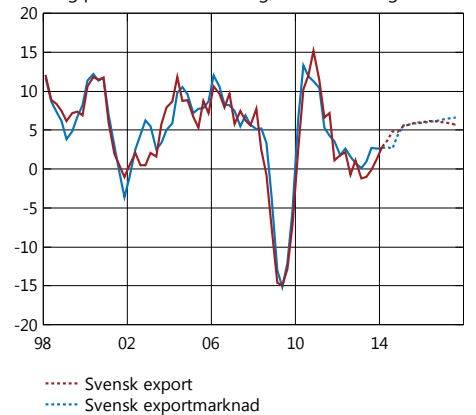
■ Stark hushållssektor

Hushållen är relativt optimistiska, vilket avspeglas i stigande konsumtion och bostadspriser (se diagram 3:9). De senaste åren har de även ökat sitt sparande. De låga räntorna i kombination med stigande sysselsättning och skattesänkningar leder till att hushållens nominella disponibla inkomster växer med 4,5 procent 2014. Under 2015–2016 dämpas inkomsterna när penning- och finanspolitiken sammantaget blir gradvis mindre expansiv. Den starkare konjunkturen medför dock att hushållens konsumtion ökar i god takt och hushållens sparande minskar (se diagram 1:16).

■ Hushållen allt mer förmögna samtidigt som skulderna ökar

Låga räntor tillsammans med ett begränsat utbud av bostäder i många regioner har bidragit till att bostadspriserna ökat förhållandevis snabbt den senaste tiden. Priserna väntas fortsätta att stiga de kommande åren, vilket bidrar till att hushållens förmögenhet ökar. Det innebär emellertid också att hushållens skulder ökar, eftersom bostadsköp oftast finansieras med lån. Skulderna bedöms öka snabbare än inkomsterna, vilket innebär att hushållens skulder som andel av disponibel inkomst stiger (se diagram 1:17 och 1:18). Jämfört med bedömningen i april är prognosen för skuldkvoten uppreviderad främst beroende på att lägre räntor gör att skulderna ökar snabbare. I slutet av prognosperioden bedöms skuldkvoten nu uppgå till drygt 185 procent, vilket är högt i både ett historiskt och internationellt perspektiv.

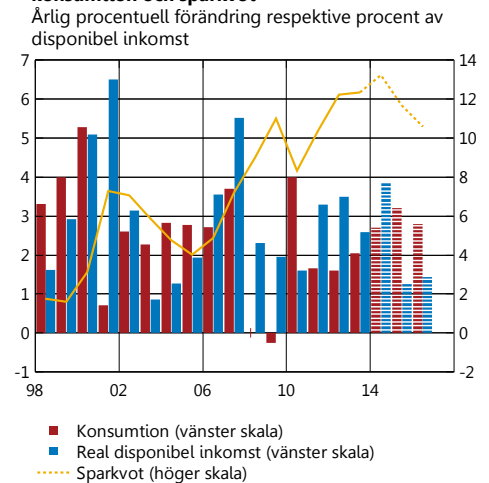
Diagram 1:15. Export och svensk exportmarknad
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Anm. Index över svensk exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av 32 länder och täcker cirka 85 procent av den totala svenska exportmarknaden.

Källor: SCB och Riksbanken

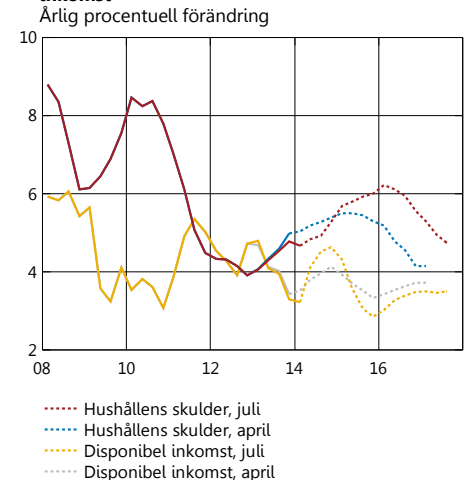
Diagram 1:16. Hushållens reala disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot
Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



Anm. Sparkvoten är inklusive kollektivt försäkringsparande. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator.

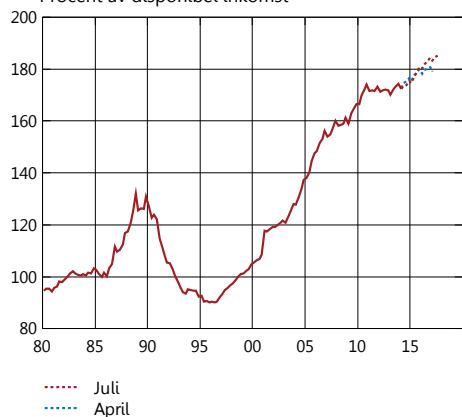
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:17. Hushållens skulder och disponibla inkomst
Årlig procentuell förändring



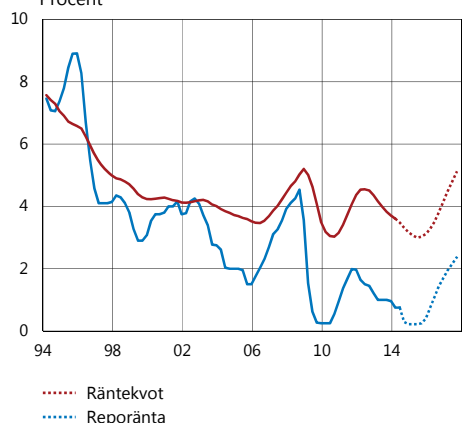
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:18. Hushållens skulder
Procent av disponibel inkomst



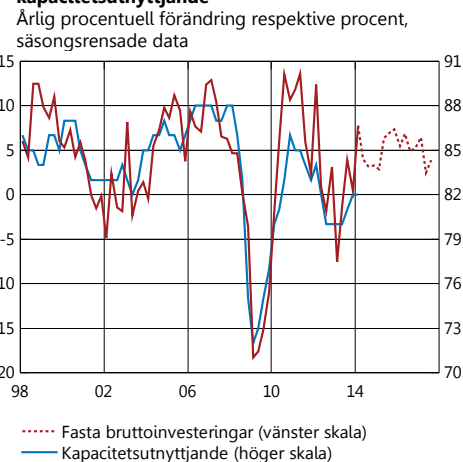
Anm. Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster. Summerade över de senaste fyra kvartalen.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:19. Hushållens räntekvot och reporäntan
Procent



Anm. Hushållens ränteutgifter, ej FISIM-justerade, som andel av disponibel inkomst. Summerade över de senaste fyra kvartalen.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:20. Fasta bruttoinvesteringar och kapacitetsutnyttjande



Anm. Kapacitetsutnyttjande i tillverkningsindustrin.
Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Räntekvoten, hushållens ränteutgifter som andel av deras disponibla inkomster, uppgår till strax över 3 procent. De låga räntorna har motverkat effekten på ränteutgifterna av högre skulder. De kommande åren innebär dock stigande boräntor och skulder att en ökande del av hushållens inkomster går till ränteutgifter. Räntekvoten är nära 5 procent i slutet av 2017 trots att boräntorna då är låga i ett historiskt perspektiv (se diagram 1:19).

■ Stigande efterfrågan bidrar till högre investeringar

De totala investeringarna ökade snabbt under det första kvartalet i år och tillväxten i bostadsinvesteringarna har varit hög under det senaste året. Även om SCB:s investeringsenkät tyder på en mer dämpad investeringsutveckling i näringslivet de närmaste kvartalen väntas företagets behov av nyinvesteringar öka framöver, då efterfrågan och kapacitetsutnyttjandet stiger (se diagram 1:20).

De låga räntorna och goda finansiella förhållanden väntas också bidra till uppgången i investeringarna. Enligt Konjunkturbarometern i maj 2014 har företagets finansieringsmöjligheter över lag förbättrats under det senaste året. Även enligt Riksbankens företagsundersökning fortsätter företagets finansieringsvillkor att förbättras.

■ Bytesbalansöverskottet väntas minska något

Det finansiella sparandet i den offentliga sektorn bedöms uppvisa ett underskott på 1,9 procent av BNP under 2014. I takt med att finanspolitiken blir mindre expansiv och konjunkturen förstärks väntas det finansiella sparandet förbättras 2015 och 2016 och underskottet uppgår till 0,2 procent av BNP 2016. Prognosen för det finansiella sparandet har reviderats ned något under 2015 och 2016 jämfört med prognosen i april.

Överskottet i bytesbalansen som Sverige har haft i snart 20 år speglar det höga totala finansiella sparandet (se diagram 1:21). Under prognosperioden väntas hushållssektorn dra ned på sitt sparande. Även sparandet inom företagssektorn väntas minska när investeringarna ökar (se tabell 5). I viss mån motverkas dessa nedgångar av att den offentliga sektorns sparande ökar. Sammantaget minskar dock överskottet i bytesbalansen något de kommande åren, även om det väntas fortsätta vara kvar på en hög nivå.

■ Sysselsättningen ökar snabbare efter svag inledning på året

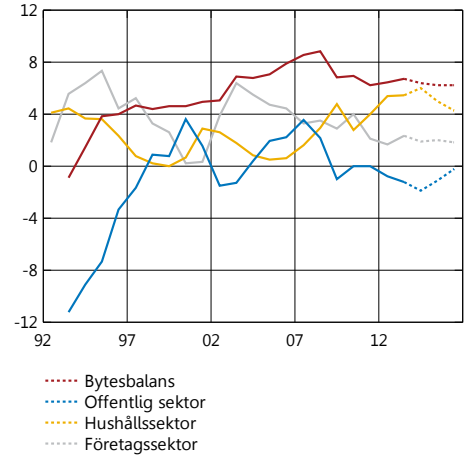
Utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden har varit dämpad i början av året. Första kvartalet var sysselsättningstillväxten svag och arbetslösheten steg något, till 8,1 procent. Samtidigt utvecklades antalet arbetade timmar starkare än väntat och under de allra senaste månaderna har sysselsättningen ökat snabbare. Indikatorer tyder på att arbetsmarknaden kommer att fortsätta att förbättras den närmaste tiden.

Arbetskraftsdeltagandet har de senaste åren utvecklats starkt trots att den demografiska utvecklingen har haft en motverkande effekt. De arbetsmarknadsreformer som har genomförts det senaste decenniet har sannolikt bidragit till den starka utvecklingen. På lång sikt ger ett ökat utbud av arbetskraft förutsättningar för en högre sysselsättning, men på kort sikt kan det innebära utmaningar för till exempel matchningen mellan arbetsökande och lediga jobb. Det höga utbudet av arbetskraft kan då bidra till att arbetslösheten hålls upp. Riksbanken bedömer dock att arbetskraftsdeltagandet kommer att dämpas under prognosperioden (se diagram 1:22). Detta förklaras främst av att det demografiska bidraget är svagt, befolkningen i arbetsför ålder (15–74 år) består i allt större utsträckning av grupper som har ett genomsnittligt relativt lågt arbetskraftsdeltagande. I takt med att konjunkturen stärks ökar också efterfrågan på arbetskraft och sysselsättningen väntas fortsätta stiga. Därmed sjunker arbetslösheten successivt tillbaka. Mot slutet av prognosperioden beräknas sysselsättningsgraden, det vill säga de sysselsatta som andel av befolkningen i åldern 15–74 år, uppgå till knappt 67 procent, och arbetslösheten väntas ha sjunkit till strax under 6,5 procent (se diagram 1:22 och 1:23). Detta är en något lägre arbetslöshet än i bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i april.

■ Resursutnyttjandet stiger framöver

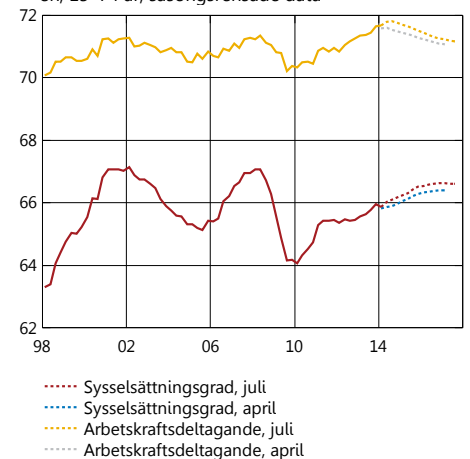
Under första kvartalet blev BNP-tillväxten något svagare än väntat och arbetslösheten något högre. Detta skulle kunna tyda på att resursutnyttjandet nu är lägre än vid tidigare bedömning. Samtidigt steg dock antalet arbetade timmar oväntat snabbt under samma period. Riksbankens bedömning är sammantaget densamma som i den penningpolitiska uppföljningen i april då resursutnyttjandet antogs vara lägre än normalt (se diagram 1:24). Industrins kapacitetsutnyttjande har stigit enligt både SCB och Konjunkturbarometern, men från låga nivåer. Även andra indikatorer pekar på att resursutnyttjandet är lägre än normalt. En stigande efterfrågan i omvärlden och i den inhemska ekonomin, stödd av en expansiv penningpolitik, innebär att resursutnyttjandet stiger under prognosperioden. Liksom i bedömningen i april väntas resursutnyttjandet vara normalt mot slutet av 2015.

Diagram 1:21. Bytesbalans och finansiellt sparande i olika sektorer
Procent av BNP



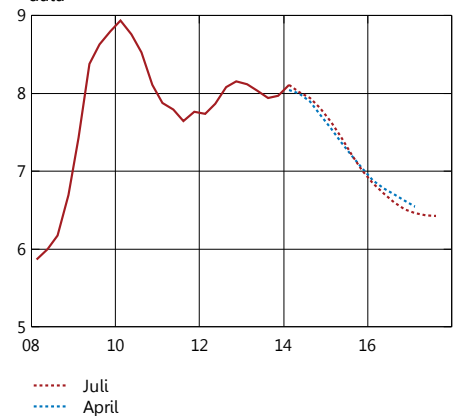
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:22. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande
Sysselsättning och arbetskraft i procent av befolkningen, 15–74 år, säsongsrensade data



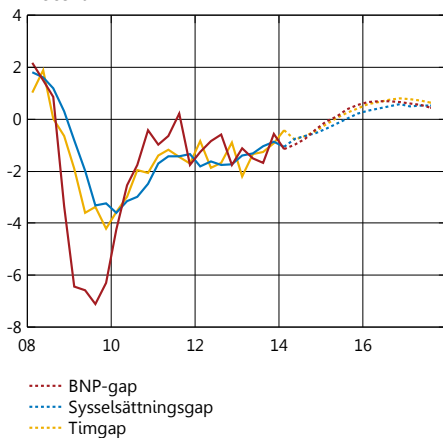
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:23. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

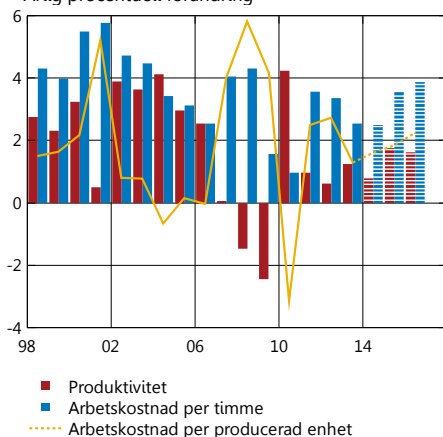
Diagram 1:24. BNP-gap, sysselsättningsgap och timgap
Procent



Anm. BNP-gap avser BNP:s avvikelse från sin trend beräknat med en produktionsfunktion. Tim- respektive sysselsättningsgap avser arbetade timmar och antal sysselsattas avvikelse från Riksbankens bedömda trender.

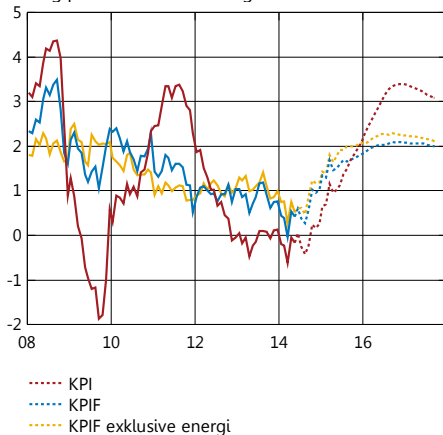
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:25. Kostnadstryck i hela ekonomin
Årtlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:26. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årtlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

■ Löneökningstakten stiger gradvis

Enligt Medlingsinstitutets sammanställning uppgår de avtalade löneökningarna till 2,2 procent i år och 2,3 procent nästa år. Under 2015 förväntas lokala och branschvisa löneavtal för närmare en miljon anställda tecknas. Nästa stora avtalsrörelse äger rum under 2016, då löneavtal för drygt 2,7 miljoner anställda löper ut.

Bedömningar av framtida löneavtal liksom av konjunktur- och arbetsmarknadsutvecklingen är viktiga faktorer i Riksbankens uppskattning av löneutvecklingen framöver (se fördjupning "Samspelet mellan lönebildning, penningpolitik och inflation"). Under prognosperioden väntas löneökningstakten i hela ekonomin stiga gradvis när konjunktur- och arbetsmarknadsläget förbättras (se diagram 1:25). I Riksbankens företagsintervjuer som genomfördes i maj uppger nu framför allt företag i tjänstebranscherna att löneglidningen kommer att vara högre på ett års sikt. Löneökningarna i hela ekonomin, enligt konjunkturlönestatistiken, beräknas stiga från 3 procent i år till 3,5 procent 2016.

I den penningpolitiska uppföljningen i april bedömdes produktiviteten i slutet av 2013 vara tillfälligt hög. Det blev dock en större rekyl tillbaka än väntat under det första kvartalet i år, vilket innebär att prognosen för produktivitetstillväxten 2014 har reviderats ned. Under 2015–2016 bedöms produktivitetstillväxten i svensk ekonomi vara nära ett historiskt genomsnitt, vilket är något högre än i bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i april. Arbetskostnader per producerad enhet, som förklaras av utvecklingen av både produktivitet och arbetskostnader, kommer därmed att öka med 2 procent i genomsnitt under perioden 2014–2016. Det är en något högre ökningstakt än i den penningpolitiska uppföljningen i april.

■ Inflationsprognosen nedreviderad trots en mycket lägre ränta

Inflationen har blivit lägre än bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i april och den väntas vara fortsatt låg den närmaste tiden (se diagram 1:26). De flesta komponenterna i KPI har ökat långsammare än normalt. Det finns flera orsaker till den låga inflationen. Bland annat har den svaga efterfrågan, i Sverige och i omvärlden, bidragit till måttliga kostnadsökningar och låga prispåslag (se fördjupning "Varför är inflationen låg?").

Kronan har stärkts gradvis de senaste åren, men har försvagats under den allra senaste tiden. Jämfört med bedömningen i april är kronan nu svagare under större delen av prognosperioden. Detta talar för att inflationen blir något högre än tidigare väntat. Arbetskostnaderna per producerad enhet, vilket är det kostnadsmått som oftast används för att förklara företagens prissättning över tid, har också reviderats upp för i år.

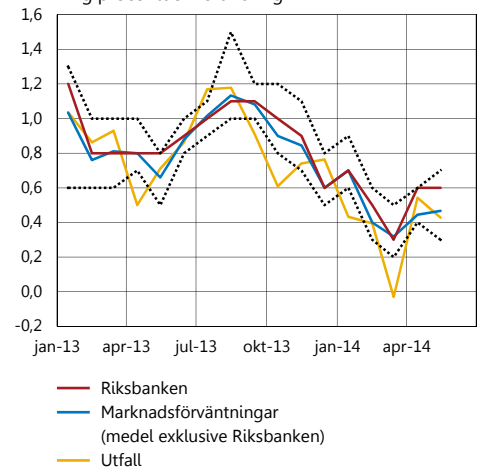
I den penningpolitiska uppföljningen i april betonades osäkerheten kring när och hur snabbt inflationen skulle stiga, i synnerhet mot bakgrund av att inflationen under en tid varit oväntat låg. Sedan januari 2013 har månadsutfallen för KPIF-inflationen övervägande blivit lägre än både Riksbankens och andra bedömares prognoser (se diagram 1:27). Den breda nedgången i inflationen och de successiva nedrevideringarna av inflationsprognosen tyder på att det underliggande inflationstrycket i omvärlden och i Sverige är mycket lågt och lägre än i tidigare bedömningar. Inflationsprognosen har därför reviderats ned 2014–2015.

Under prognosperioden ökar efterfrågan både i Sverige och i omvärlden och resursutnyttjandet stiger gradvis. En expansiv penningpolitik bidrar till den utvecklingen. Detta leder i sin tur till snabbare löneökningar och större möjligheter för företagen att höja sina priser. Ökningstakten i de internationella varupriserna väntas också stiga i takt med att världskonjunkturen förbättras. Inflationsstrycket ökar därför successivt under prognosperioden.

Mätt som årlig procentuell förändring är dock ökningstakten i KPIF och KPIF exklusive energi mycket låg de närmaste månaderna. I linje med bedömningen i april ökar inflationen mot slutet av 2014 och i början av 2015 när de låga utfallen under hösten 2013 och våren 2014 inte längre påverkar den årliga ökningstakten. Därefter väntas KPIF-inflationen fortsätta att stiga gradvis och nå 2 procent i början av 2016 (se diagram 1:28 och 1:29). Jämfört med prognosen i april väntas inflationen bli lägre både i år och nästa år, trots att bedömningen nu är baserad på en avsevärt mer expansiv penningpolitik (se diagram 1:28–1:31).

Hushållens räntekostnader för bolån stiger när reporäntan börjar höjas. Det leder i sin tur till att KPI-inflationen ökar snabbare än KPIF-inflationen (se diagram 1:26). I perioder med stora ränteförändringar ger KPIF-inflationen, som inte inkluderar den direkta effekten av ändrade räntor, en bättre bild av inflationstrycket än KPI. På lång sikt sammanfaller dock KPI- och KPIF-inflationen.

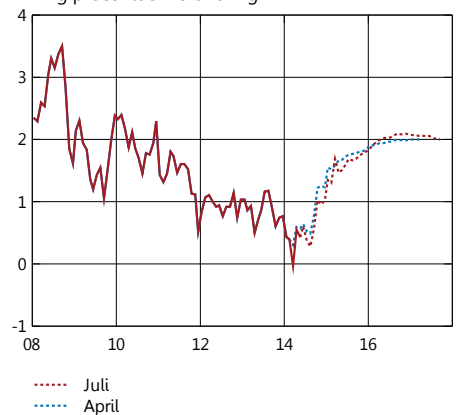
Diagram 1:27. Riksbankens och marknadens kortsiktsprogner för KPIF-inflation
Årlig procentuell förändring



Anm. Riksbankens KPIF-prognoser enligt senast publicerad prognos och marknadsförväntningar, jämfört med utfall. Riksbankens siffror är inte helt jämförbara med marknadsaktörernas förväntningar, eftersom Riksbankens prognoser ofta är äldre. Streckade linjer avser de högsta och lägsta prognoserna hos samtliga prognosmakare.

Källor: Bloomberg, SCB och Riksbanken

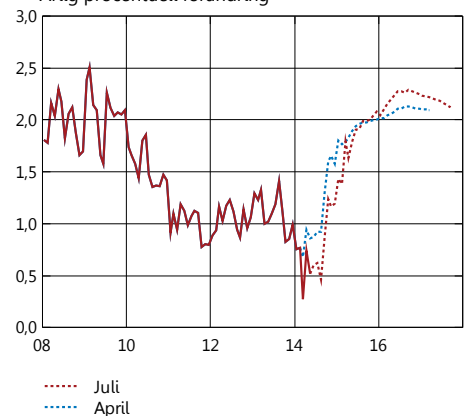
Diagram 1:28. KPIF
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

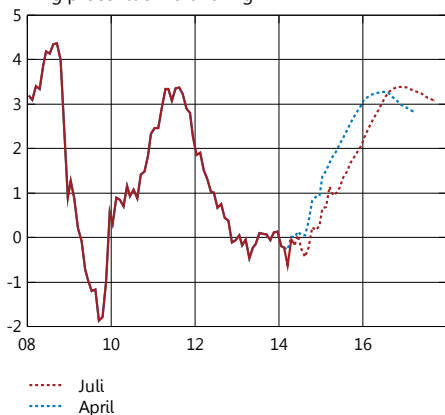
Diagram 1:29. KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

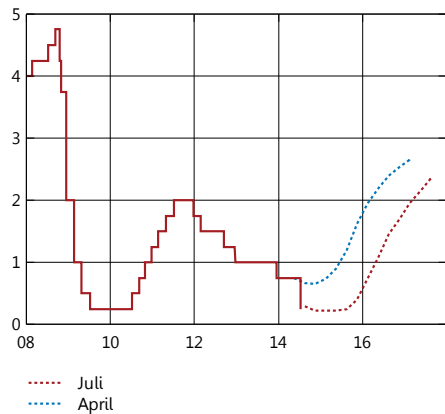
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:30. KPI
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

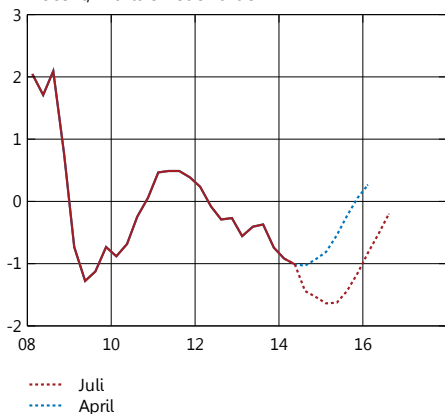
Diagram 1:31. Reporänta
Procent



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:32. Real reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



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

Källor: SCB och Riksbanken

Penningpolitiska överväganden

Riksbankens direktion har beslutat att sänka reporeräntan med 0,5 procentenheter till 0,25 procent. Även reporeräntebanan är påtagligt lägre jämfört med bedömningen i april. Räntebanan avspeglar dels en viss sannolikhet att räntan kan sänkas ytterligare, dels att en första höjning dröjer längre än i den tidigare bedömningen. Först i slutet av 2015 börjar räntan höjas och den bedöms uppgå till drygt 2 procent under senare delen av 2017. Både den nominella och reala räntan är betydligt lägre än bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i april (se diagram 1:31 och 1:32).

De främsta skälen till att räntan och räntebanan sänks avsevärt är att inflationen har blivit lägre än väntat, inflationstrycket bedöms bli betydligt lägre och att prognosen för internationella styrräntor är nedreviderad (se diagram 1:33). Konjunktoren fortsätter dock att stärkas samtidigt som riskerna med hushållens höga skuldsättning väntas öka.

■ Konjunktoren stärks men inflationen är låg

För omvärlden som helhet väntas en successiv förbättring av konjunktoren de närmaste åren. Samtidigt är det globala inflationstrycket fortsatt lågt och prognosen för internationella styrräntor är tydligt nedreviderad.

Den pågående återhämtningen i den svenska ekonomin har hittills främst synts i en stark hushållssektor. När efterfrågan i omvärlden tar fart ökar tillväxten även inom de mer exportberoende delarna av näringslivet. Efter en trög inledning på året förbättras arbetsmarknaden successivt med högre sysselsättning och lägre arbetslöshet.

Samtidigt som den svenska konjunktoren stärks är inflationen låg och har fortsatt att överraska på nedsidan. Den breda nedgången i inflationen talar också för att det underliggande inflationstrycket är mycket lågt. Inflationsprognosen har därför reviderats ned något i år och nästa år, trots att den nu är baserad på en avsevärt mer expansiv penningpolitik än april (se diagram 1:28–1:31). En mer expansiv penningpolitik och stigande efterfrågan gör att KPIF-inflationen stiger gradvis och når 2 procent i början av 2016.

■ Mycket låg ränta för att inflationen ska stiga mot målet

Eftersom inflationen varit låg en längre tid och eftersom det är viktigt att inflationsförväntningarna förblir förankrade vid målet på 2 procent är det nu särskilt viktigt att inflationen börjar stiga mot målet. Därför sänks reporeräntan till 0,25 procent och reporeräntebanan revideras ned påtagligt. Att penningpolitiken i Sverige blir ytterligare mer expansiv ökar efterfrågan i hela ekonomin vilket bidrar till högre inflationstryck. En lägre reporeränta bidrar också till att motverka effekterna av en starkare krona och lägre importpriser som kan bli en följd av lägre internationella styrräntor. Förutom att driva upp den faktiska inflationen kan den expansiva penningpolitiken bidra till att inflationsförväntningarna förblir förankrade runt 2 procent genom att

sända en tydlig signal om att penningpolitiken kommer att se till att inflationen närmar sig inflationsmålet inom en rimligt snar framtid.

Först i slutet av 2015 bedöms det vara lämpligt att börja höja reporäntan. Då har inflationen tagit fart, BNP-tillväxten har ökat starkt under ett år och arbetslösheten har fallit en del. I slutet av prognosperioden bedöms reporäntan uppgå till drygt 2 procent. I ett historiskt perspektiv är detta en låg ränta i ett skede då konjunkturen bedöms vara balanserad och KPIF-inflationen ligger nära 2 procent. Liknande förhållanden gäller för många andra centralbanker. Till exempel har både Federal Reserve och Bank of England kommunicerat att styrräntan kommer vara lägre än normalt även efter det att inflationen är i linje med målet och resursutnyttjandet är normalt.

■ Riskerna med hushållens skuldsättning ökar

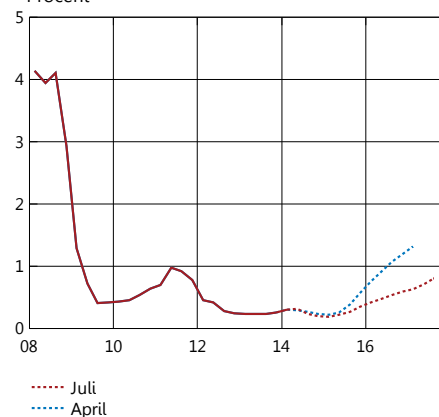
En lägre ränta och räntebana än i bedömningen i april behövs alltså för att inflationen ska stiga mot målet. Det låga ränteläget bidrar redan till att hushållens konsumtion, bostadsbyggandet och huspriserna ökar relativt snabbt. Denna utveckling förstärks nu och hushållens skulder som andel av deras inkomster bedöms öka mer än i tidigare bedömning. Detta ökar riskerna för att ekonomin utvecklas på ett sätt som inte är långsiktigt hållbart.

Ett högre ränteläge skulle minska risken för att finansiella obalanser byggs upp. Men det skulle också öka risken för att inflationen förblir låg, att inflationsförväntningarna faller och att inflationsmålet roll som nominellt ankare försvagas. Det mycket låga inflationstrycket gör nu att penningpolitiken i ännu högre grad inriktas på att få upp inflationen.

Med en låg ränta länge brådskar det för andra politikområden att hantera riskerna med hushållens skuldsättning och utvecklingen på bostadsmarknaden. Finansinspektionen har nyligen presenterat skärpta kapitalkrav för svenska banker. De huvudsakliga inslagen i de skärpta kraven är en höjning av riskviktsgolvet för svenska bolån och en kontracyklisk kapitalbuffert. Sammantaget bedöms den viktigaste effekten av dessa åtgärder vara att motståndskraften i det svenska banksystemet stärks. Effekterna på hushållens skuldsättning bedöms däremot vara små.

För att minska riskerna för en långsiktigt ohållbar utveckling räcker det inte enbart med åtgärder som stärker motståndskraften i banksystemet utan det krävs även åtgärder som riktas direkt mot hushållens efterfrågan på krediter. Ansvaret för detta vilar på regeringen och andra myndigheter. Olika typer av åtgärder bör övervägas, inte minst om skuldsättningen framöver ökar snabbare än väntat. Exempel på sådana åtgärder är skärpt bolånetak, amorteringskrav och ändrad avdragsrätt för ränteutgifter.³ Riksbanken har också tidigare rekommenderat att Finansinspektionen ser till att sunda miniminivåer införs i de kvar-att-leva-på kalkyler som är en del av bankernas

Diagram 1.33. Styrränta i omvärlden
Procent



Anm. Avser en sammanvägning av USA, euroområdet, Storbritannien och Norge. För euroområdet avses EONIA.

Källor: Bank of England, EURIBOR FBE, Federal Reserve Bank of New York, Norges Bank och Riksbanken

³Se även "Sweden—2014 Article IV Consultation Concluding Statement of the Mission", juni 2014, IMF.

kreditprövning.⁴ Utan ytterligare åtgärder ökar risken för bakslag vilket kan skada den svenska samhällsekonomin och också försvåra för penningpolitiken längre fram.

Riksbanken kommer, precis som tidigare, att följa och analysera risker och motståndskraft i det finansiella systemet och se hur dessa påverkar den allmänna ekonomiska utvecklingen och därmed penningpolitiken.

■ Osäkerhet i konjunktur- och inflationsutsikterna

Olika indikatorer och enkäter tyder nu på att inflationstrycket kommer att stiga framöver, men hur snabbt är mer osäkert. Att företagens marginaler verkar ha varit pressade till följd av svag efterfrågan kan innebära att inflationen stiger snabbare än väntat när efterfrågan stärks. Men samtidigt har inflationen en längre tid blivit överraskande låg och det i sig utgör en osäkerhet för prognosen. Därutöver är kronans utveckling en viktig källa till osäkerhet. I prognosen antas att kronan försvagas en del i närtid som en följd av att reporäntan och räntebanan sänks betydligt. Om denna effekt blir större än förväntat medför det att importpriserna blir högre och att inflationstrycket ökar. Om å andra sidan denna effekt uteblir, eller om kronan stärks mer än förväntat när reporäntan så småningom börjar höjas, kan det leda till ett lägre inflationstryck.

I prognosen antas att hushållens skulder ökar något snabbare än bedömningen i april till följd av lägre räntor, i enlighet med skattade historiska samband. Det kan dock inte uteslutas att låga räntor länge ökar både bostadspriser och skuldsättning mer än vad dessa samband gör gällande. Om kreditökningen tilltar oväntat snabbt kan detta påverka förutsättningarna för penningpolitiken.

Även utvecklingen i omvärlden utgör en osäkerhet i prognosen. Återhämtningen i euroområdet går långsamt och inflationstrycket är lågt. Det finns en risk för att det tar längre tid än väntat innan euroområdets ekonomier kommer till rätta med sina strukturella problem och innan tillväxten tar bättre fart. Å andra sidan kan de åtgärder som ECB annonserat få större effekt än vad Riksbanken bedömt och återhämtningen gå snabbare.

Ändras förutsättningarna för penningpolitiken kan denna behöva göras mer eller mindre expansiv. Skulle penningpolitiken behöva bli mer expansiv handlar det i första hand om att ytterligare sänka reporäntan och senarelägga en första höjning. Om det inte räcker med sänkt reporänta och reporäntebana kan Riksbanken vidta ytterligare åtgärder för att öka expansiviteten i penningpolitiken.

⁴ För Riksbankens syn på bankernas kvar-att-leva-på kalkyler, se Finansiell stabilitet 2014:1, sid 20–22, Sveriges riksbank.

■ KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker

I prognosen i huvudscenariot förbättras konjunkturen framöver och därmed stiger löneökningarna i ekonomin på ett sätt som följer historiska mönster. Men löneutvecklingen skulle mycket väl kunna bli annorlunda än i huvudscenariot. I detta kapitel redovisas först två alternativa scenarier där lönerna stiger i långsammare respektive snabbare takt än i huvudscenariot. Scenarierna syftar till att illustrera hur ekonomin påverkas och hur penningpolitiken kan komma att utformas om löneutvecklingen blir en annan än i huvudscenariot. Därefter presenteras två alternativa scenarier där reporäntan är högre respektive lägre än i huvudscenariot.

Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra. Det finns en rad omständigheter som kan ge upphov till en annorlunda utveckling och därigenom motivera en annan utformning av penningpolitiken än den som förväntas i huvudscenariot. Dessa speglas på ett övergripande sätt i osäkerhetsintervallen runt prognoserna i diagram 1:3–1:6. I detta kapitel belyser vi osäkerheten genom att beskriva alternativa scenarier där den ekonomiska utvecklingen skiljer sig från utvecklingen i huvudscenariot.

Ett viktigt antagande i huvudscenariot är att lönerna ökar i takt med konjunkturförstärkningen på ett sätt som varit historiskt normalt. Hur lönebildningen i svensk ekonomi fungerar och hur den samspelar med penningpolitiken beskrivs på ett principiellt plan i fördjupningen "Samspelet mellan lönebildning, penningpolitik och inflation". De alternativa scenarier som presenteras i detta kapitel syftar till att beskriva hur ekonomin påverkas och hur penningpolitiken kan komma att utformas om lönebildningen ger upphov till löneökningstakter som avviker ifrån huvudscenariot.

De penningpolitiska konsekvenserna av lägre eller högre löneökningar beror till stor del på vilka faktorer som ligger bakom förändringen i löneutvecklingen. I den penningpolitiska rapporten i juli 2011 redovisades två scenarier med högre löneökningstakt än i huvudscenariot. I det ena fallet är den högre löneökningstakten förenlig med en högre produktivitetstillväxt och i det andra fallet beror den högre löneökningstakten på andra faktorer. I scenarierna från rapporten 2011 beskrivs därmed hur inflation och arbetslöshet kan komma att utvecklas beroende på om löneökningstakten hänger samman med produktivitetstillväxten eller inte. Om lönerna ökar i takt med produktiviteten blir företagens kostnadstryck oförändrat och effekten på inflationen blir mycket liten. Detta medför att reallönen blir högre och att det blir mer lönsamt att arbeta. Därmed ökar antalet arbetade timmar och arbetslösheten sjunker. Effekterna på penningpolitiken blir sammantaget små. Men om löneökningstakten blir högre än produktivitetstillväxten blir både inflation och arbetslöshet högre på grund av att företagens kostnader stiger. I ett sådant fall kan reporäntan behöva höjas för att motverka det ökade inflationstrycket.

I de alternativa scenarier som redovisas i detta kapitel kommer vi att belysa det senare fallet, det vill säga när löneökningstakten blir annorlunda på grund av förändringar i faktorer utöver produktivitetstillväxten. Kapitlet innehåller två alternativa scenarier för

löneutvecklingen.⁵ I det första scenariot antas att långsammare löneökningar leder till att inflationstrycket och arbetslösheten blir lägre än i huvudscenariot. I ett sådant läge behöver penningpolitiken bli mer expansiv för att motverka det minskade inflationstrycket och återföra inflationen till målet på 2 procent. Därför börjar reporäntan höjas senare än i huvudscenariot. I det andra scenariot antas löneökningarna istället bli snabbare än i huvudscenariot. Jämfört med scenariot med lägre löneökningar blir effekterna på ekonomin därmed de motsatta, det vill säga inflationstrycket blir högre än i huvudscenariot. För att inflationen ska stabiliseras runt målet i slutet av prognosperioden behöver penningpolitiken då istället bli mindre expansiv. Reporäntan börjar på så vis höjas tidigare än i huvudscenariot.

Kapitlet avslutas med en beskrivning av två olika penningpolitiska handlingsalternativ. I ett första scenario sätts reporäntan något högre än i huvudscenariot, medan det omvända gäller i det andra alternativet.

Alternativscenario: Lägre löner

Empiriskt finns ett starkt negativt samband mellan utvecklingen i arbetslösheten och de nominella lönerna (se diagram A19). När arbetslösheten ökar tenderar de nominella timlönerna att stiga långsammare och omvänt när arbetslösheten minskar. Rent teoretiskt är det dock reallönen, vilken bestämmer de lönekostnader företagen har i förhållande till de priser de kan ta ut för sina varor och tjänster, som är nära relaterad till sysselsättningen. Reallönen påverkar företagets efterfrågan på arbetskraft och alltså sysselsättningen. De avtal som sluts mellan arbetsmarknadens parter avser visserligen nominella löner, men dessa tar hänsyn till parternas förväntningar om inflation och produktivitetstillväxt och bestämmer därmed också den förväntade reallönen. Den framförhandlade nominallönen avspeglar på så vis vilken vikt parterna lägger vid att uppnå en högre sysselsättning, vilket kan påverkas av det rådande arbetsmarknadsläget.

De senaste årens löneökningar följer till stor del utvecklingen på arbetsmarknaden. I huvudscenariots prognos väntas arbetsmarknaden förbättras med stigande sysselsättning och sjunkande arbetslöshet under de närmaste åren. Detta antas leda till att löneökningstakten stiger enligt historiska samband. I huvudscenariot ökar lönerna, mätt enligt konjunkturlönestatistiken, med 3,1 procent under 2015 och 3,5 procent under 2016. Löneökningarna under 2015 är cirka 0,8 procentenheter högre än den genomsnittliga avtalsnivån på 2,3 procent (se diagram A17). Men det är inte säkert att lönerna framöver stiger med konjunktoren på samma sätt som tidigare. Löneglidningen skulle till exempel kunna bli lägre än i huvudscenariot, så att de faktiska lönerna hamnar närmare avtalsnivåerna än vad som varit historiskt normalt. Det är också möjligt att nästa avtalsrörelse,

⁵ Scenarierna är baserade på Riksbankens makroekonomiska modell Ramses. För en beskrivning av modellen, se M. Adolfson, S. Laséen, L. Christiano, M. Trabandt, och K. Walentin, (2013), Ramses II: Model description, *Occasional Paper nr 12*, Sveriges riksbank.

som inleds under hösten 2015, resulterar i avtal som är lägre än vad som är historiskt normalt.

Ett skäl till att löneavtalen skulle kunna bli lägre än väntat är att arbetsmarknadens parter skulle kunna lägga större vikt vid ökad sysselsättning än tidigare. Ett annat är att den svaga exportefterfrågan skulle kunna leda till låga löneavtal inom industrin. Eftersom industriavtalet är lönenormerande skulle detta kunna verka återhållande på andra avtalsområden. Dessutom har de faktiska reallönerna blivit högre än förväntat på grund av de senaste årens oväntat låga inflation och även detta kan verka återhållande på både avtal och löneglidning framöver. Inflationförväntningarna kan också spela roll för löneutvecklingen. Även om de långsiktiga inflationförväntningarna är väl förankrade vid inflationsmålet har inflationförväntningarna på kortare sikt sjunkit de senaste åren (se diagram 3:33), vilket också kan tala för lägre löneökningar i och utöver avtal.

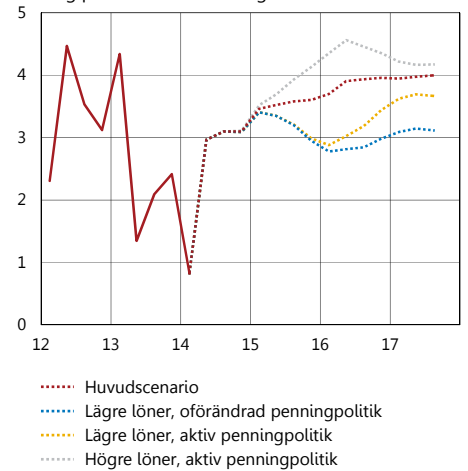
■ Förändringar i löneökningarna påverkar ekonomin genom olika kanaler

Det finns ett ömsesidigt beroende mellan penningpolitiken och lönebildningen. För att illustrera detta analyseras effekterna av en lägre löneökningstakt i två steg. Först analyseras effekterna när penningpolitiken är oförändrad, så att räntebanan är densamma som i huvudscenariot (se blå linjer i diagram 2:1–2:7 och tabell 8). Därefter analyseras effekterna av att penningpolitiken utformas så att KPIF-inflationen stabiliseras runt 2 procent mot slutet av prognosperioden (se gula linjer i diagram 2:1–2:8 och tabell 9).

I detta scenario antas att den nominella löneökningstakten blir något lägre under 2015 och ungefär en procentenhet lägre under 2016–2017 än vad som antas i huvudscenariot (se diagram 2:1). Reallönerna blir då också något lägre än i huvudscenariot (se diagram 2:2). En effekt av den långsammare löneökningstakten är att kostnaderna för arbetskraft sjunker. Företagen kan då producera mer till samma kostnad. Detta leder till en ökad efterfrågan på arbetskraft, vilket ökar sysselsättningen och minskar arbetslösheten. Företagen har dessutom en möjlighet att minska sina produktionskostnader ytterligare genom att i viss mån använda mer arbetskraft och mindre kapital. Om penningpolitiken hålls oförändrad sjunker därför arbetslösheten något snabbare än i huvudscenariot (se diagram 2:3). Detta leder också till ett något mer positivt timgap i slutet av prognosperioden (se diagram 2:4).

En annan effekt av att företagens kostnader blir lägre är att det uppstår ett utrymme för lägre priser. Därmed blir inflationstrycket lägre jämfört med huvudscenariot (se diagram 2:5 och 2:6). Om penningpolitiken hålls oförändrad stiger realräntan i ekonomin, vilket dämpar den totala efterfrågan. Detta leder här till en lägre BNP-tillväxt jämfört med huvudscenariot, trots att antalet arbetade timmar i produktionen ökar (se diagram 2:7).

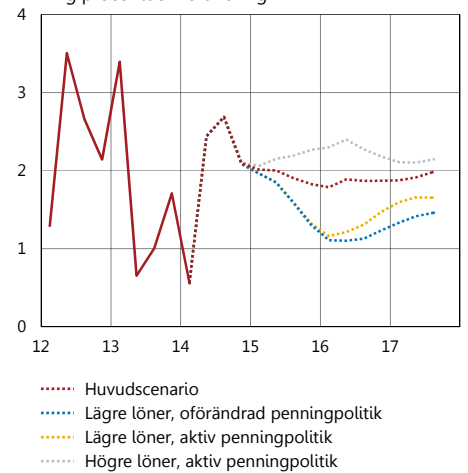
Diagram 2.1. Nominella löner
Årlig procentuell förändring



Anm. Nominella löner avser arbetskostnader per timme enligt nationalräkenskaperna.

Källor: SCB och Riksbanken

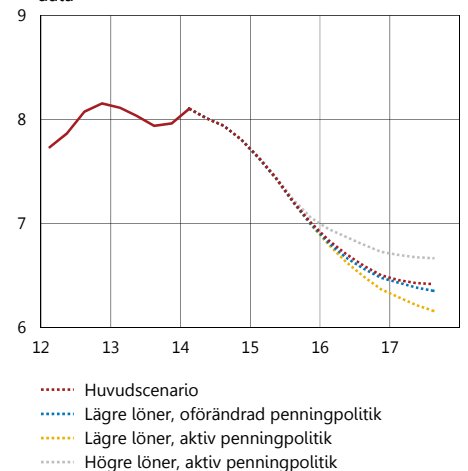
Diagram 2.2. Reala löner
Årlig procentuell förändring



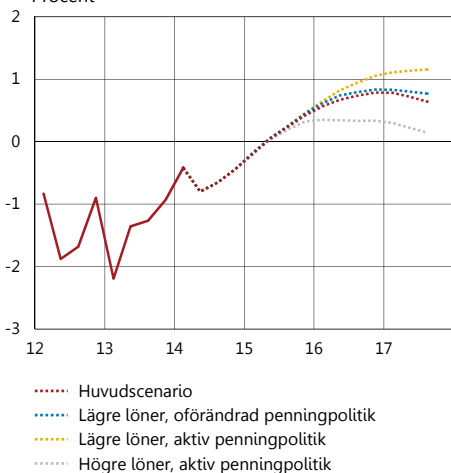
Anm. Reala löner avser arbetskostnader per timme enligt nationalräkenskaperna deflaterade med KPIF.

Källor: SCB och Riksbanken

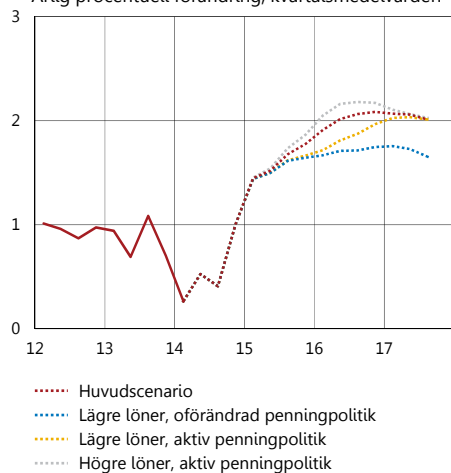
Diagram 2.3. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

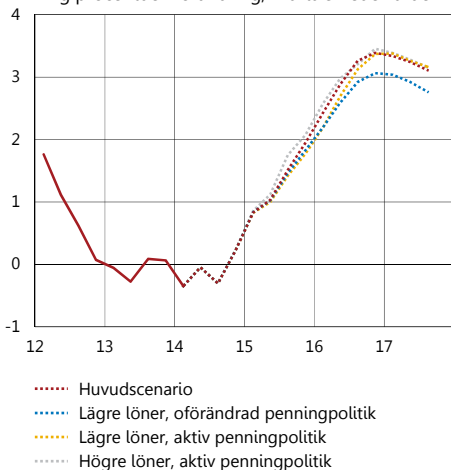
Diagram 2:4. Timgap
Procent

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:5. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:6. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

Källor: SCB och Riksbanken

Effekten på inflationen och realräntan kan dock bli mindre om företagen väljer att förbättra sina marginaler istället för att sänka priserna. Den senaste tiden har arbetskostnaderna per producerad enhet ökat snabbare än priserna (se fördjupningen "Varför är inflationen låg?"). Om företagen ökar sina marginaler kan inflations-takten bli ungefär densamma som i huvudscenariot. Effekterna på realräntan, och därmed också på efterfrågan och BNP-tillväxten, skulle då bli mindre.

Det finns således två olika drivkrafter till utvecklingen på arbetsmarknaden vid en lägre löneökningstakt. Den första drivkraften är att företagens ökade efterfrågan på arbetskraft bidrar till att resursutnyttjandet på arbetsmarknaden tilltar. Den andra drivkraften är att den högre realräntan, som blir fallet när reporäntebanan är oförändrad, bidrar till att efterfrågan sjunker vilket har en motverkande effekt på resursutnyttjandet. Den högre realräntan medför, allt annat lika, en lägre BNP-tillväxt. Beroende på vilken av dessa två drivkrafters effekter som dominerar kan resursutnyttjandet på arbetsmarknaden antingen bli högre eller lägre. Så som scenariot i diagram 2:1–2:8 är konstruerat kommer, när penningpolitiken hålls oförändrad, sysselsättningen stiga något och arbetslösheten sjunka medan BNP-tillväxten blir lägre.

■ Mer expansiv penningpolitik ger högre inflation och sysselsättning

När reporäntebanan är oförändrad innebär alltså den lägre löneökningstakten att inflationen blir lägre än i huvudscenariot (se diagram 2:5 och 2:6). För att stabilisera inflationen, mätt med KPIF, runt 2 procent behöver penningpolitiken bli mer expansiv. Reporäntan börjar då höjas senare än i huvudscenariot och stiger därefter i en långsammare takt (se diagram 2:8). Den lägre reporäntan medför nu att realräntan blir lägre, istället för högre som i fallet med oförändrad penningpolitik. Detta leder i sin tur till att efterfrågan ökar och bidrar till att BNP-tillväxten stiger och blir högre än i huvudscenariot (se gul linje i diagram 2:7). Den ökade efterfrågan förstärker nu den positiva effekt på arbetsmarknaden som kommer sig av att företagets efterfrågan på arbetskraft ökar (jämför blå med gula linjer i diagram 2:3 och 2:4). Arbetslösheten blir på så vis ytterligare lägre än i fallet med oförändrad reporänta. Hur penningpolitiken samspelar med lönebildningen har därmed betydelse för utvecklingen på arbetsmarknaden.

En lägre reporänta medför även att hushållens skuldsättning ökar snabbare. Detta ökar riskerna för att ekonomin utvecklas på ett sätt som inte är långsiktigt hållbart. Hur reporäntan sätts blir i slutändan en avvägning mellan hur inflationen och riskerna förknippade med skuldsättningen utvecklas.

Alternativscenario: Högre löner

Likväl som det finns faktorer som talar för att löneökningarna kan bli lägre än i huvudscenariot finns faktorer som talar för att de kan bli högre. Det har skett strukturella förändringar på svensk arbetsmarknad de senaste åren, vilket bland annat resulterat i en förändrad sammansättning av arbetslösheten. I gruppen arbetslösa finns nu en större andel personer som har en svagare anknytning till arbetsmarknaden. Detta kan påverka arbetsmarknadens funktionssätt och skulle kunna leda till högre löneökningar vid en given arbetslöshetsnivå om företagen i större utsträckning än tidigare behöver använda höjda löner för att konkurrera med varandra om personal med rätt kompetens. Det är också tänkbart att andra avtalsområden tecknar avtal som är högre än industrins lönenorm, vilket i sin tur skulle driva upp löneökningstakten. Detta skulle kunna bli fallet om till exempel utvecklingen på arbetsmarknaden skiljer sig kraftigt åt mellan olika avtalsområden.

■ Högre löneökningar innebär högre inflation och lägre resursutnyttjande

En högre löneökningstakt innebär att effekterna på ekonomin blir de omvända jämfört med alternativscenario med lägre löner (se grå linjer i diagram 2:1–2:8 och tabell 10). Kostnaderna för företagen blir nu istället högre än i huvudscenariot, vilket medför dels att de efterfrågar mindre arbetskraft, dels att de kan vilja höja sina priser snabbare än i huvudscenariot. Därmed blir inflationen högre än i huvudscenariot medan antalet arbetade timmar och timgapet blir lägre och arbetslösheten högre.

I scenariot antas penningpolitiken fokusera på att stabilisera KPIF-inflationen runt 2 procent, så reporäntan börjar höjas något tidigare och i en något snabbare takt än i huvudscenariot (se diagram 2:8). Den stramare penningpolitiken leder till att efterfrågan minskar och att BNP-tillväxten blir lägre än i huvudscenariot (se diagram 2:7).

Även i detta fall är det i praktiken osäkert hur företagen väljer att förändra sina priser. Under de senaste åren har ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet varit högre än ökningstakten i priserna. Det tyder på att företagen har haft svårt att föra över kostnadsökningar till sina priser. Det är därför möjligt att uppgången i inflationstakten blir mer begränsad. I ett sådant fall skulle penningpolitiken inte behöva stramas åt på samma sätt.

Diagram 2:7. BNP
Årlig procentuell förändring

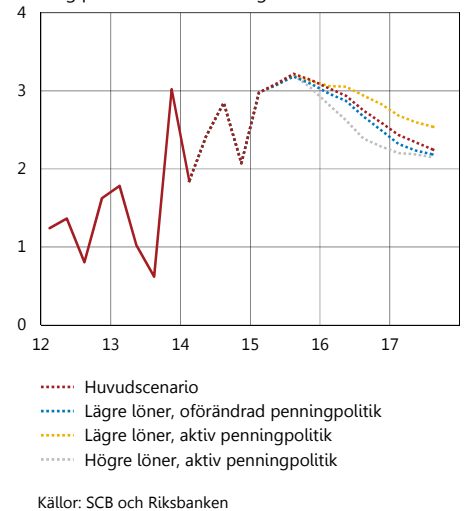


Diagram 2:8. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden

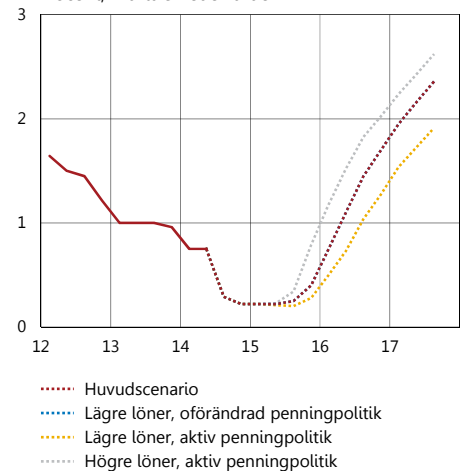


Diagram 2:9. Alternativa reporäntebanor
Procent, kvartalsmedelvärden

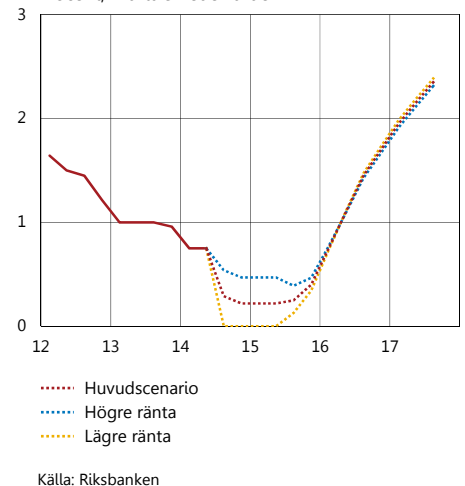
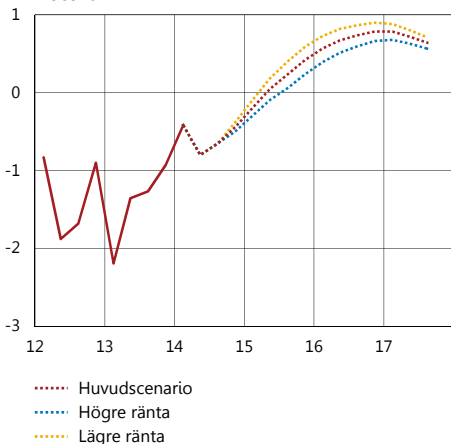
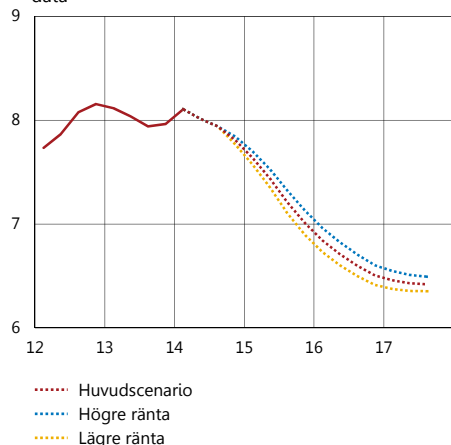
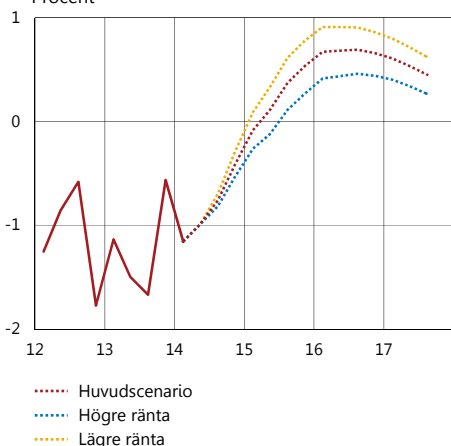


Diagram 2:10. Timgap
Procent

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:11. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongsrensade data

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:12. BNP-gap
Procent

Källor: SCB och Riksbanken

Alternativa scenarier för reporäntan

Eftersom inflationen varit låg en längre tid och eftersom det är viktigt att inflationsförväntningarna förblir förankrade vid målet på 2 procent är det nu särskilt viktigt att inflationen börjar stiga mot målet. Därför sänks reporäntan med 0,5 procentenheter till 0,25 procent och reporäntebanan revideras ned betydligt jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april. I detta avsnitt redovisas två alternativa scenarier med små variationer runt huvudscenariots reporäntebana. Syftet är att illustrera de effekter som en något stramare respektive något mer expansiv penningpolitik innebär för inflation, resursutnyttjande och hushållens skulder. I det första scenariot förs en något mindre expansiv penningpolitik genom att reporäntan sätts 0,25 procentenheter högre än i huvudscenariot i fyra kvartal. Det andra scenariot beskriver effekterna av en något mer expansiv penningpolitik där reporäntan sätts till noll i fyra kvartal (se diagram 2:9 samt tabell 11 och 12).

■ Högre reporänta dämpar efterfrågan

En högre reporänta får till följd att banker och andra finansiella institut höjer sina spar- och utlåningsräntor. 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. När efterfrågan på arbetskraft minskar och räntorna stiger slår företagen av på takten i sina investeringar. Dessutom leder högre räntor till att avkastningen på svenska tillgångar relativt utländska tillgångar ökar, vilket i sin tur leder till att växelkursen förstärks jämfört med i huvudscenariot. Detta bidrar också till att efterfrågan faller och till att importerade varor blir billigare. Sammantaget medför en högre ränta att både tillväxt och resursutnyttjande blir något lägre än i huvudscenariot (se blå linjer i diagram 2:10–2:12). Lägre efterfrågan, lägre löneökningar och billigare importvaror leder till att företagen slår av på prisökningstakten, med följderna att inflationen blir något lägre än i huvudscenariot (se diagram 2:13 och 2:14). Eftersom bolåneräntorna stiger jämfört med i huvudscenariot blir också hushållens skuldsättning något lägre än i huvudscenariot (se diagram 2:15).

■ Lägre reporänta ökar efterfrågan

I det andra scenariot bedriver Riksbanken istället en mer expansiv penningpolitik. I detta fall sänks reporäntan till noll och förblir på denna nivå i ett år. Effekterna på hushållens sparande och konsumtion blir de omvända jämfört med scenariot med högre ränta. Den lägre avkastningen på sparande leder till att hushållen ökar sin konsumtion, vilket påverkar efterfrågan positivt. De lägre räntorna stimulerar även investeringarna och växelkursen utvecklas svagare. Följaktligen blir BNP-tillväxten och resursutnyttjandet högre än i huvudscenariot (se gula linjer i diagram 2:10–2:12), samtidigt som också inflationen och hushållens skuldkvot blir något högre (se diagram 2:13–2:15).

En komplicerande omständighet med detta scenario är att det är svårt att veta hur ekonomiska aktörer agerar och finansiella marknader fungerar när räntenivån är mycket låg.⁶ Den mycket låga räntan under 2009–2010, vilken som lägst var 0,25 procent, verkar dock inte ha orsakat några problem på finansiella marknader. Riksbanken bedömer därför att reporäntan kan sänkas ytterligare från dagens nivå på 0,25 procent.

■ Begränsade effekter jämfört med revideringarna av huvudscenariot

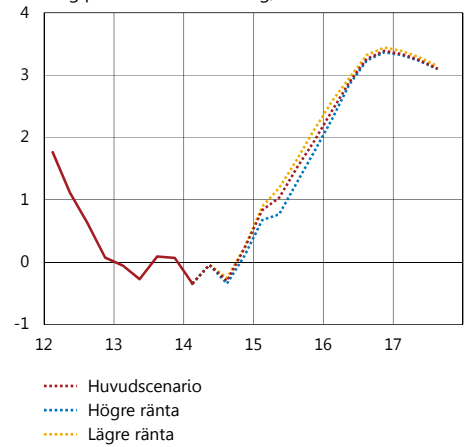
De två räntebanorna, högre respektive lägre ränta, syftar till att belysa hur alternativa banor för penningpolitiken påverkar inflation, resursutnyttjande och hushållens skulder. De två scenarierna visar att en ännu lägre reporänta än i huvudscenariot skulle leda till att KPIF-inflationen når 2 procent något snabbare än i huvudscenariot, men också skjuter över 2 procent mer. Dessutom leder den till att hushållens skulder ökar något snabbare, vilket bedöms öka riskerna ytterligare för att ekonomin utvecklas på ett sätt som inte är långsiktigt hållbart.

En lite högre reporänta skulle tvärtom leda till att inflationen mätt med KPIF blir något lägre än i huvudscenariot och når 2 procent något kvartal senare än i huvudscenariot och att hushållens skulder blir jämförelsevis lägre. En högre reporänta skulle därför i viss mån minska risken för att finansiella obalanser byggs upp men samtidigt öka risken för att inflationsförväntningarna faller.

Jämfört med den stora revidering av räntebanan som har gjorts i huvudscenariot är dock effekterna av de alternativa räntebanorna begränsade. Det viktigaste syftet med de stora förändringarna av räntebanan i huvudscenariot är att bidra till att inflationsförväntningarna förblir förankrade runt 2 procent genom att sända en tydlig signal om att penningpolitiken kommer att se till att inflationen närmar sig inflationsmålet inom en rimligt snar framtid.

Diagram 2:13. KPI

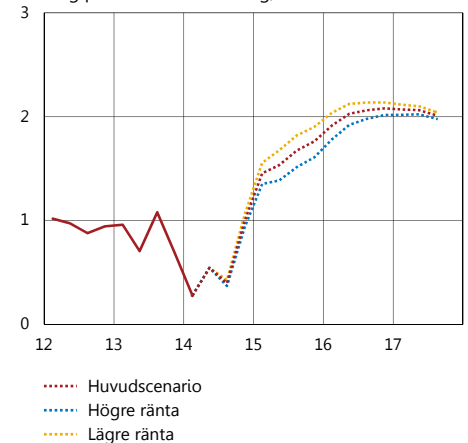
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:14. KPIF

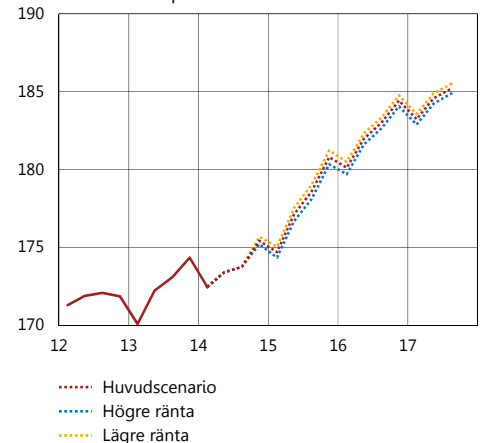
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



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

Diagram 2:15. Hushållens skulder

Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken

⁶Se M. Beechey och H. Elmér "Reporäntans nedre gräns", *Ekonomiska kommentarer* nr 11, 2009, Sveriges riksbank.

■ KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin

I detta kapitel presenteras dels ny information sedan den penningpolitiska uppföljningen i april, dels bedömningen av den ekonomiska utvecklingen de närmaste kvartalen.

Återhämtningen i den globala ekonomin är fortsatt långsam. Under det första kvartalet i år var tillväxten i både euroområdet och USA svagare än väntat. Men ekonomierna bedöms växa snabbare det andra och tredje kvartalet än under inledningen av året. På finansmarknaderna har priserna på riskfyllda tillgångar fortsatt att stiga.

Centralbankerna bedriver en expansiv penningpolitik, men befinner sig i olika faser. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve har fortsatt att minska takten i sina tillgångsköp. Den europeiska centralbanken (ECB) sänkte i början av juni styrräntan samtidigt som den annonserade flera andra åtgärder.

Svensk BNP-tillväxt var något svagare än väntat under det första kvartalet. Tillväxten i hushållens konsumtion och framför allt bostadsinvesteringarna var dock god vilket indikerar att den inhemska efterfrågan är stark. BNP bedöms växa i ungefär historisk normal takt under både det andra och det tredje kvartalet. På arbetsmarknaden har den starka utvecklingen av arbetskraften fortsatt att hålla arbetslösheten uppe. Arbetslösheten väntas dock falla successivt de kommande kvartalen.

Inflationen är fortsatt låg. KPIF-inflationen var 0,4 procent i årlig procentuell förändring i maj och bedöms stiga till nära en procent i slutet av året. Utfallet i maj var lägre än väntat och prognosen för inflationen är nedreviderad jämfört med bedömningen i april.

Finansiella marknader

■ Priserna på riskfyllda tillgångar stiger

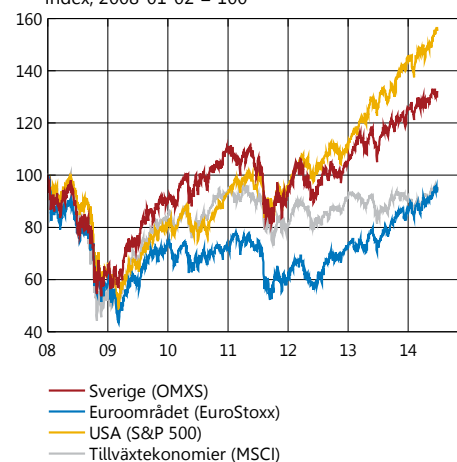
Efterfrågan på riskfyllda tillgångar har varit stark på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska uppföljningen. Trots tidvis svaga makroekonomiska nyheter och geopolitisk oro i Ryssland och Ukraina har aktiepriserna stigit såväl i Sverige som i omvärlden. I USA har det breda börsindexet S&P500 noterats till sin högsta nivå någonsin (se diagram 3:1). Samtidigt som börserna stiger är volatiliteten mätt med VIX-index på sin lägsta nivå sedan 2007.

Det finns även en stark efterfrågan på andra riskfyllda tillgångslag. Till exempel har priserna på företagsobligationer stigit snabbt, och i USA är riskpremien för att köpa högavkastande företagsobligationer nu nästan lika låg som för köp av mindre riskfyllda företagsobligationer med högre kreditbetyg. Liknande mönster syns i Sverige där flera företag endast möter marginellt högre räntor än vad den svenska staten gör för obligationer med motsvarande löptider.

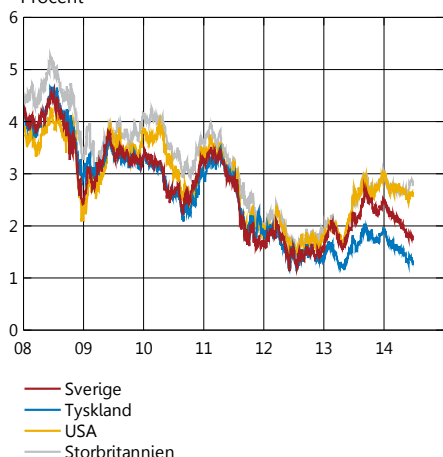
■ Lägre långa statsobligationsräntor

De långa statsräntorna har sjunkit sedan årsskiftet, i synnerhet i Sverige och euroområdet (se diagram 3:2). Nedgångarna hänger samman med att tillväxt- och inflationsutsikterna försvagats och med förväntningar om att styrräntorna ska fortsätta att vara låga under en längre period.

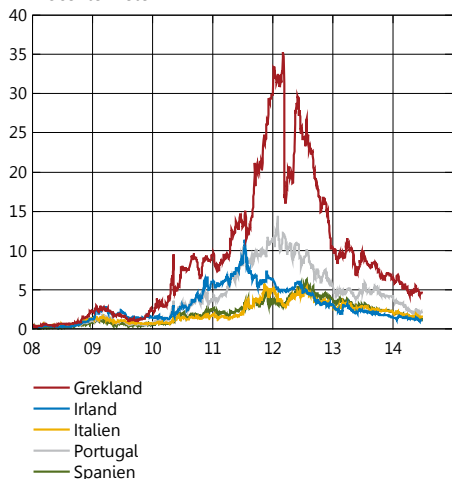
Diagram 3:1. Börsutveckling
Index, 2008-01-02 = 100



Källor: Macrobond, Morgan Stanley Capital International, Standard & Poor's och STOXX Limited

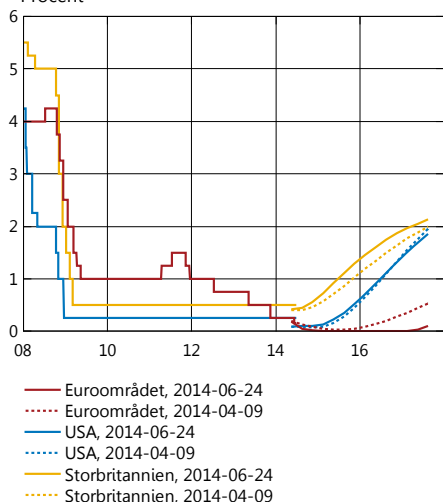
Diagram 3:2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent

Källa: Macrobond

Diagram 3:3. Skillnad i statsobligationsränta mot Tyskland
Procentenheter

Anm. Statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.

Källa: Macrobond

Diagram 3:4. Styrrentor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning
Procent

Anm. Terminräntorna har justerats för riskpremier och beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar den officiella styrrentan.

Källor: Macrobond och Riksbanken

Statsobligationsräntorna har fortsatt att sjunka i Europas mer skuldtyngda länder och i flera av länderna är de lägre än vad de har varit på många år (se diagram 3:3). Att statsräntorna har sjunkit kan delvis förklaras av att risken för en europupplösning har minskat och att flera kreditinstitut har öppnat för framtida uppgraderingar av ländernas låga kreditbetyg. Nedgången hänger även samman med den ökade efterfrågan på mer riskfyllda tillgångar, som har uppstått då investerarna försöker förbättra sin avkastning i den lågräntemiljö som råder. Det behöver därmed inte innebära att investerare har ändrat sin syn på ländernas ekonomier.

■ Förväntningar om framtida styrrentor har sjunkit

Centralbankerna i de stora valutaområdena bedriver en expansiv penningpolitik, men befinner sig i olika faser.

I USA har centralbanken Federal Reserve fortsatt att minska takten i sina tillgångsköp. Men samtidigt har Federal Reserve signalerat att styrrentan kommer att hållas fortsatt låg under en tid framöver. Marknadsprissättningen indikerar att den amerikanska styrrentan höjs under andra kvartalet 2015 (se diagram 3:4).

ECB har däremot vidtagit flera åtgärder i en expansiv riktning. I enlighet med marknadens förväntningar sänkte ECB i början av juni styrrentan till 0,15 procent. Den sänkte samtidigt inlåningsräntan till -0,10 procent, vilket innebär kostnader för bankerna när de placerar likviditet hos centralbanken. ECB annonserade också flera andra åtgärder för att förbättra den penningpolitiska transmissionsmekanismen och öka likviditetstillförseln till euroområdet. Man kommer bland annat vid två tillfällen i höst att erbjuda långa lån (TLTRO:s) som via bankerna är riktade mot icke-finansiella företag. Banken har även annonserat att man kommer att dra in reserver förknippade med obligationsköpsprogrammet över natten istället för på en veckas löptid som tidigare. Därtill har man börjat förbereda för andra typer av tillgångsköp framöver. Om dessa har man dock inte tagit något beslut ännu. ECB behåller även principen om full tilldelning och fast ränta på sina korta lånetransaktioner (MRO) tills vidare. ECB-chefen Mario Draghi meddelade vid det penningpolitiska mötet i juni att styrrentorna kommer att vara låga under en utdragen period, vilket också återspeglas i marknadsaktörernas prissatta förväntningar (se diagram 3:4).

Den ekonomiska utvecklingen i Storbritannien har varit bättre än väntat och Bank of England har ändrat sin kommunikation om när en första räntehöjning kan vara aktuell. Uttalanden från centralbankschefen Mark Carney samt det senaste protokollet har fått marknaden att korrigera sina förväntningar (se diagram 3:4). Marknadsprissättningen indikerar nu en första höjning av styrrentan under senare delen av 2014.

■ Förväntningar om lägre styrränta i Sverige

De svenska terminsräntorna sjönk efter det penningpolitiska beslutet i april då Riksbankens publicerade prognos för reporäntan var lägre än vad marknadsaktörerna väntade. Det svaga inflationsutfallet i mars ökade marknadens förväntningar på en ytterligare sänkning av reporäntan i juli. De implicita terminsräntorna är som lägst på knappt 0,4 procent i slutet av 2014 och inledningen av 2015 (se diagram 3:5). Enligt terminspris-sättningen är den förväntade nivån på reporäntan drygt 0,5 procent i slutet av 2015. I jämförelse med Riksbankens bedömning av den framtida reporänteutvecklingen är marknadens förväntningar högre i närtid men lägre i slutet av 2015. Enligt Prosperas enkät ligger förväntningarna på den framtida reporäntenivån något högre än marknadsprissättningen.

■ Svagare krona

Den svenska kronan har försvagats mot ett flertal större valutor i KIX sedan den penningpolitiska uppföljningen publicerades i april, framför allt mot det brittiska pundet och den amerikanska dollarn, men även mot euron. I handelsvägda termer, det vill säga mätt med KIX, har den svenska kronan försvagats med drygt 3 procent (se diagram 3:6). Försvagningen kan till stor del förmodas bero på förväntningarna om en lägre reporänta efter att den publicerade ekonomiska statistiken för Sverige för det mesta har varit svagare än väntat.

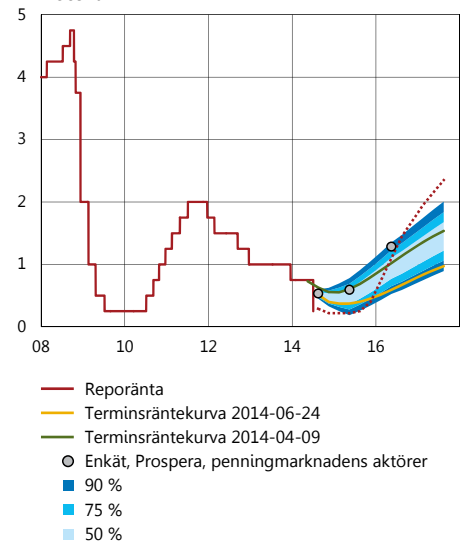
■ Lägre räntor för hushållen och bättre finansieringsvillkor för företagen

De senaste månadernas nedgång i bostadsobligationsräntor har endast till viss del återspeglats i lägre räntor för hushållen. Främst har räntorna för bolån med längre löptid sänkts medan bolåneinstitutens rörliga räntor varit i stort sett oförändrade. Skillnaden mellan bolåneräntor och stats- respektive bostadsobligationsräntor med 5 års löptid har därmed ökat sedan årsskiftet (se diagram 3:7).

Även för företagen är det framför allt bankräntor på lån med längre löptid som har blivit lägre. Marknadsfinansiering fortsätter dock att vara ett alternativ. Företagen lånar nu, nästan oberoende av kreditrating, billigare på marknaden än via banklån. Möjligheten till billig marknadsfinansiering har gjort att företagen har fortsatt att öka andelen värdepapperslån på bekostnad av bankupplåningen. I maj var den årliga tillväxttakten i bankernas kreditgivning till icke-finansiella företag 2,8 procent.

Det finns samtidigt tecken på att företagens lånebehov är relativt litet. Tillväxttakten i värdepapperslånen har minskat de senaste månaderna, trots att Riksbankens riskenkät indikerar en hög efterfrågan på företagsobligationer bland investerare. Samtidigt uppger en majoritet av bankcheferna, enligt Almis låneindikator, att företagens lånebehov var oförändrat under det första halvåret.

Diagram 3:5. Reporänteförväntningar i Sverige, mätta med terminsräntor och enkätundersökning
Procent



Anm. Terminsräntorna har justerats för riskpremier och beskriver då förväntad dagslåneränta. Enkäter och terminsräntor är olika mått på penningpolitiska förväntningar. Intervallet illustrerar den historiska skillnaden mellan Prosperas enkätundersökning och den justerade terminsräntekurvan.

Källor: Macrobond, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

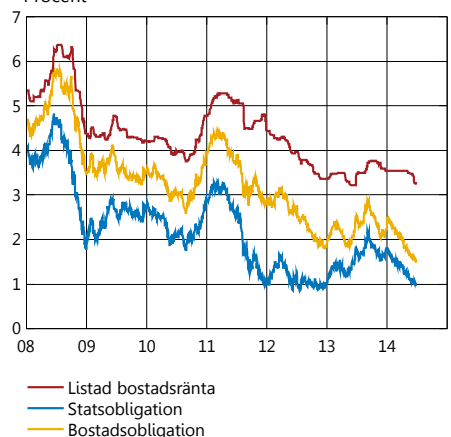
Diagram 3:6. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källa: Riksbanken

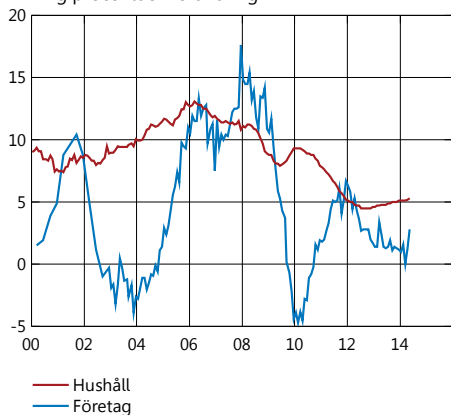
Diagram 3:7. Svensk bostadsränta samt stats- och bostadsobligationsräntor, 5 års löptid
Procent



Anm. Listad bostadsränta är ett genomsnitt av de räntor som Nordea, SBAB, SEB, Swedbank Hypotek och Stadshypotek publicerar bland annat i dagspressen.

Källor: Macrobond och Riksbanken

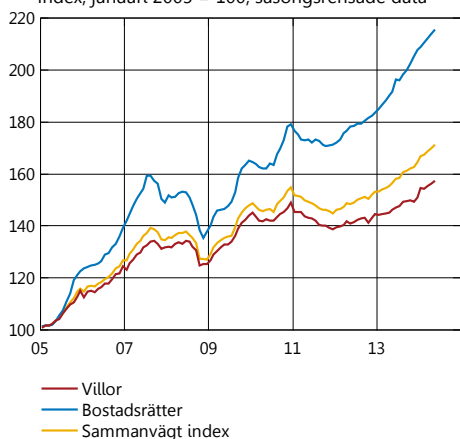
Diagram 3:8. Utlåning till hushåll och företag
Årlig procentuell förändring



Anm. MFI's utlåning till hushåll och icke-finansiella företag enligt finansmarknadsstatistiken justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån från 2006.

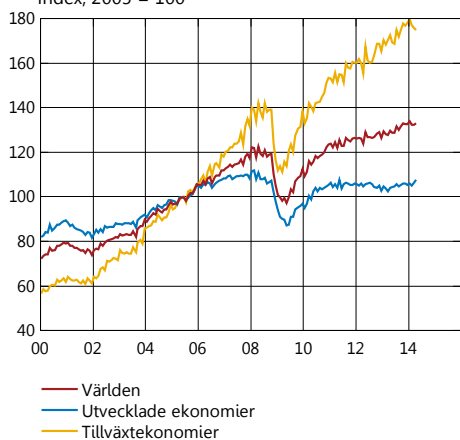
Källa: SCB

Diagram 3:9. Priser på småhus och bostadsrätter
Index, januari 2005 = 100, säsongrensade data



Källor: Valueguard och Riksbanken

Diagram 3:10. Importvolym i omvärlden
Index, 2005 = 100



Källa: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

■ Hushållens upplåning stiger i takt med bostadspriserna

Hushållens efterfrågan på krediter fortsätter att vara stark och i maj steg den årliga tillväxttakten till 5,3 procent (se diagram 3:8). Bostadslån med bostadsrätter som säkerhet fortsatte i april att öka med nästan 9 procent i årstakt, medan lån med säkerhet i småhus, som står för drygt tre fjärdedelar av bolånemarknaden, fortsatte att öka med drygt 4 procent i årstakt.

Enligt statistik från Valueguard har prisökningstakten på bostadsrätter fortsatt att stiga och i maj var årstakten 12,6 procent (se diagram 3:9). Sedan årsskiftet har även priserna på villor stigit i en gradvis snabbare takt och i maj steg de med 7,7 procent i årstakt. Enligt SCB:s fastighetsprisindex steg priserna på småhus med 4,5 procent i årstakt under det första kvartalet. Den höga efterfrågan på bostadsmarknaden syns bland annat i de kortare försäljningstiderna. Enligt SEB:s boprisindikator fortsätter en bred majoritet av hushållen att förvänta sig stigande bostadspriser framöver, men i juni föll indikatorn tillbaka något efter en hög notering i maj.

Omvärlden

■ Svagare tillväxt i världsekonomin under inledningen på året

Tillväxten i världsekonomin som helhet blev något svagare än bedömningen i april under första kvartalet 2014. Inbromsningen var dock delvis en följd av tillfälliga effekter, som ovanligt kallt väder i USA. Även världshandeln bromsade in något under första kvartalet (se diagram 3:10). Indikatorer, såsom exportordergång enligt inköpschefsindex, tyder på att utvecklingen kan bli svag även under kommande månader. Globalt inköpschefsindex för såväl industrin som tjänstesektorn indikerar fortsatt måttlig tillväxt under den närmaste tiden.

■ Euroområdet – svag och ojämn tillväxt under första kvartalet 2014

BNP i euroområdet ökade med modesta 0,7 procent i uppräknad årstakt under första kvartalet 2014 (se diagram 3:11). Utfallet var marginellt svagare än väntat och det var stora skillnader mellan medlemsländernas tillväxt. Tysklands BNP-tillväxt var oväntat stark, delvis beroende på att den milda vintern innebar en högre aktivitet i byggsektorn. Däremot stagnerade Frankrikes ekonomi medan Finlands, Italiens, Portugals och Nederländernas ekonomier krympte. Om man ser till BNP-komponenterna ökade hushållens konsumtion svagt under första kvartalet samtidigt som tillväxten i investeringar och export tydligt bromsade in jämfört med det föregående kvartalet.

Den publicerade statistiken indikerar att återhämtningen i euroområdet fortskrider, men i en ännu något långsammare takt än vad som tidigare antagits. Detaljhandelsstatistiken för april tillsammans med stigande konsumentförtroende talar för att hushållens

konsumtion ökar under andra kvartalet. Industrins förtroende backade visserligen på bred front i juni enligt inköpschefsindex (PMI), som sjönk till den lägsta nivån på sju månader (se diagram 3:12). Men industriproduktionen i euroområdet vände dock upp i april efter en svag inledning på året. Uppgången var bred och produktionen steg i såväl Tyskland och Frankrike som Spanien och Italien. Tillsammans med en stark detaljhandel i april tyder det på en starkare BNP-tillväxt under andra kvartalet. Arbetsmarknaden i euroområdet förbättras endast mycket långsamt och arbetslösheten uppgick till 11,7 procent i april (se diagram 3:13). Sammantaget bekräftar inkommande statistik att återhämtningen i euroområdet fortskrider, men i en långsam takt.

Enkätundersökningar tyder på att allt färre banker stramade åt kreditvillkoren för utlåning till företag under första kvartalet 2014. Samtidigt uppger allt fler att efterfrågan på lån ökar. Det har dock ännu inte avspeglats i ökad utlåning till företagen. De aggregerade siffrorna döljer också stora variationer mellan såväl länder som olika typer av företag. För små- och medelstora företag i skuldtungda länder är kreditvillkoren fortsatt strama, illustrerat bland annat av att de får betala en högre utlåningsränta än företagen i de mindre skuldtungda länderna.

■ Tillfällig inbromsning av den amerikanska ekonomin

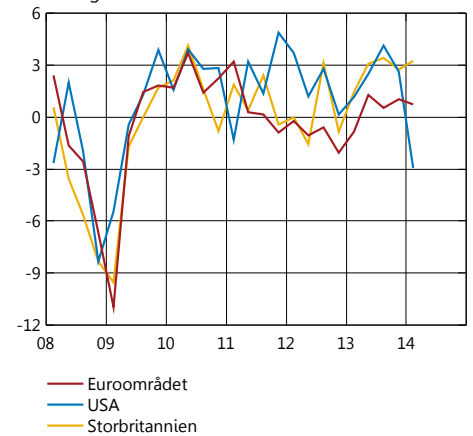
I USA var BNP-tillväxten $-2,9$ procent i uppräknad årstakt under det första kvartalet jämfört med fjärde kvartalet i fjol (se diagram 3:11). Det oväntat svaga utfallet var delvis en följd av att effekterna av det ovanligt kalla vädret i början av året blev större än väntat. En kraftig minskning av lagerinvesteringarna liksom nedgångar i exporten, investeringarna och den offentliga konsumtionen bidrog till den negativa tillväxten. Hushållens konsumtion bidrog dock till att dämpa BNP-fallet något.

Enligt inköpschefsindex förbättrades företagens förtroende i tillverkningsindustrin och tjänstesektorn avsevärt i april och maj. Även hushållens förtroende förbättrades. Omsättningen i detaljhandeln och industriproduktionen ökade tydligt jämfört med den svaga inledningen av året. Sammantaget tyder den befintliga statistiken på att BNP-tillväxten under andra kvartalet hamnar omkring 4 procent.

Återhämtningen på bostadsmarknaden efter den finansiella krisen har under en tid mattats av något. Aktuell statistik över påbörjade bostäder och husförsäljningen tyder på att återhämtningen fortskrider i en försiktig takt. Arbetsmarknaden fortsätter samtidigt att förbättras. Sysselsättningstillväxten har i år varit högre än under de senaste två åren. Arbetslösheten har fallit och uppgick i maj till 6,3 procent (se diagram 3:13). Detta beror dock inte bara på att sysselsättningen stigit utan också på att arbetskraftsdeltagandet har sjunkit.

Diagram 3:11. BNP i omvärlden

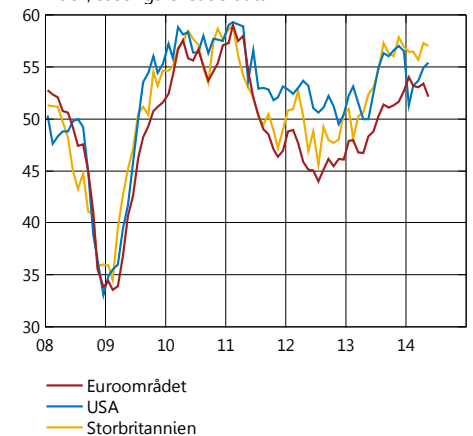
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



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

Diagram 3:12. Inköpschefsindex, tillverkningsindustrin

Index, säsongrensade data

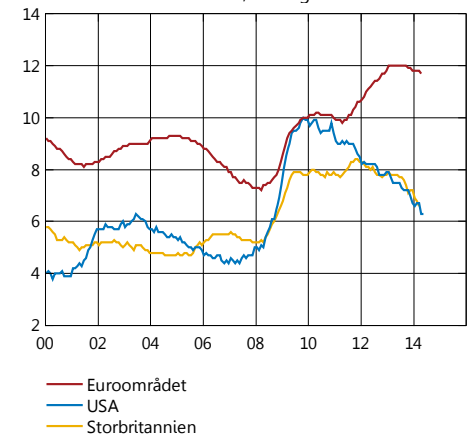


Anm. Värderna över 50 indikerar tillväxt.

Källor: Institute for Supply Management och Markit Economics

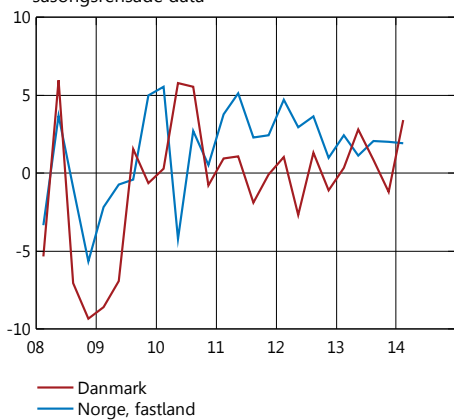
Diagram 3:13. Arbetslösheten

Procent av arbetskraften, säsongrensade data



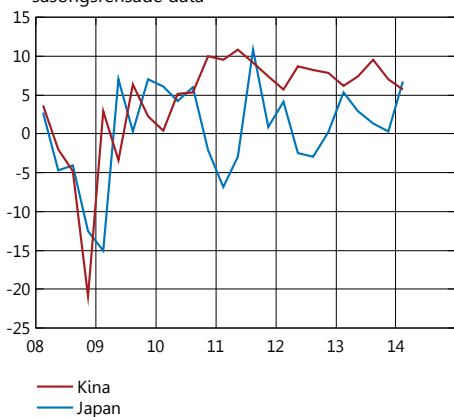
Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och Office for National Statistics

Diagram 3:14. BNP i Danmark och Norge
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: Danmarks Statistik och Statistisk sentralbyrå

Diagram 3:15. BNP i Kina och Japan
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: State National Bureau of Statistics China, Statistics Bureau of Japan och Riksbanken

■ Stabil utveckling hos andra viktiga handelspartners

I Storbritannien har återhämtningen i ekonomin fortsatt i god takt. BNP steg med 3,3 procent i uppräknad årstakt det första kvartalet (se diagram 3:11). Det var fjärde kvartalet i rad med en kvartalstillväxt på omkring 3 procent i uppräknad årstakt. Återhämtningen är i huvudsak driven av stigande inhemsk efterfrågan, bland annat tack vare en expansiv penningpolitik. Sysselsättningen stiger och arbetslösheten har fallit gradvis de senaste åren (se diagram 3:13). På kort sikt bedöms tillväxten bli fortsatt hög. Såväl hushåll som företag har blivit allt mer optimistiska och deras förtroende var i maj klart högre än de historiska genomsnitten.

I Norge blev tillväxten under det första kvartalet 1,9 procent jämfört med kvartalet innan och uppräknat i årstakt (se diagram 3:14). Situationen på bostadsmarknaden ser ut att ha stabiliserats, medan inköpschefsindex för tillverkningsindustrin föll till strax under 50 i maj.

I Danmark steg BNP under första kvartalet med 3,6 procent i uppräknad årstakt, men det var delvis en återhämtning efter ett svagt fjärde kvartal i fjol (se diagram 3:14). Situationen på bostadsmarknaden fortsätter att förbättras med ett lägre antal tvångsförsäljningar och stabiliserade priser.

■ Kinas höga tillväxt har bromsat in något

I Kina bromsade BNP-tillväxten in under första kvartalet, då kvartals-tillväxten var 5,7 procent i uppräknad årstakt (se diagram 3:15). Det var den svagaste kvartalstillväxten på drygt tre år.

Indikatorer pekar mot en högre tillväxt under det andra kvartalet. Exporten ökade igen i april och maj, efter att ha fallit under årets inledande månader. Tillväxttakten i industriproduktionen och detaljhandeln steg i april och maj. Förtroendet bland företagen, som dämpades i början av året, har återhämtat sig de senaste månaderna. Regeringen har presenterat finanspolitiska stimulansåtgärder, som bland annat infrastruktursatsningar och minskad beskattning av små företag.

Utvecklingen på bostadsmarknaden är svag. Bostadsförsäljningen sjönk med 10 procent i årstakt i maj och bostadsbyggandet med ännu mer.

■ Tillfälligt hög tillväxt i Japan

Den japanska ekonomin har under de senaste månaderna påverkats av momshöjningen från 5 till 8 procent från och med den 1 april. Under det första kvartalet steg BNP med hela 6,7 procent jämfört med kvartalet innan och uppräknat till årstakt (se diagram 3:15). Hushållens konsumtion steg med 9,4 procent i uppräknad årstakt det första kvartalet, medan investeringarna steg med knappt 20 procent.

Indikatorer för andra kvartalet signalerar dock en svag ekonomisk utveckling. Detaljhandeln återhämtade sig i maj efter att ha fallit

med närmare 14 procent i april, vilket är i linje med effekterna av momshöjningen 1997.

■ Låg inflation i omvärlden med vissa undantag

Inflationstrycket är lågt i stora delar av omvärlden till följd av den stora mängden lediga resurser. Råvarupriserna steg under det första kvartalet i år (se diagram 3:16). Livsmedelspriserna och priserna på handlade varor har dock fallit tillbaka något de senaste månaderna. Priset på olja har stigit något sedan den penningpolitiska uppföljningen publicerades i april, främst till följd av oroligheterna i Irak. Om situationen där skulle förvärras kan ytterligare prisökningar följa, då Irak är en av världens största oljeproducenter.

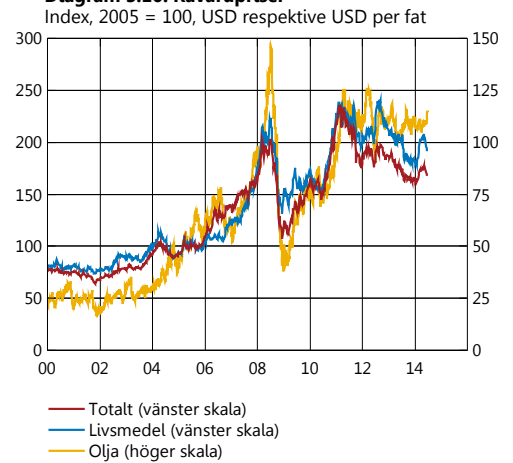
Inflationen i euroområdet uppgick i juni till 0,5 procent (se diagram 3:17). Den underliggande inflationen har samtidigt sjunkit till 0,8 procent. Den låga inflationstakten det senaste året beror till viss del på de låga energi- och livsmedelspriserna, som dessutom har haft ett ovanligt stort inflationsgenomslag på grund av att euron förstärkts. Därutöver har inflationstrycket dämpats av en lägre efterfrågan och den pågående anpassningen till en lägre kostnadsnivå i de skuldtyngda länderna. Den årliga procentuella förändringen i arbetskostnaderna per producerad enhet har sjunkit från strax under 2 procent i början av 2013 till drygt 0,5 procent i slutet av året. Nedgången i inflationen i euroområdet har under den senaste tiden varit något större än vad Riksbanken bedömde i april.

I USA har inflationen stigit något under de senaste månaderna och var i maj 1,8 procent mätt med deflatorn för privat konsumtion (se diagram 3:17). Inflationen har varierat kraftigt det senaste året främst till följd av svängningar i energipriserna. Inflationen rensat för energi- och livsmedelspriser har varit mer stabil kring drygt en procent men har även den stigit sedan början av året och uppgick i maj till 1,5 procent. Arbetskostnaderna per producerad enhet, mätt som årlig procentuell förändring, är fortsatt låga liksom flertalet mätt på lönekostnader. Vissa mätt uppvisar dock en stigande tendens.

I Storbritannien har inflationen fallit gradvis de senaste åren och i maj uppgick den till 1,5 procent (se diagram 3:18). I Danmark, som har haft låg inflation under det senaste året, sjönk inflationen i maj till 0,5 procent (se diagram 3:18). I Norge fortsatte inflationen att falla och uppgick i maj till 1,8 procent (se diagram 3:18). Även kärninflationen föll tillbaka något till 2,3 procent.

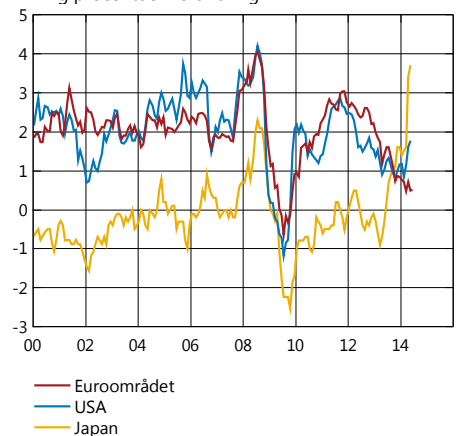
I Japan har inflationen stigit efter en lång period med deflationsproblem. KPI-inflationen steg från 1,6 procent i mars till 3,7 procent i maj (se diagram 3:17). En mer expansiv penningpolitik har bidragit till att inflationen och inflationsförväntningarna stigit det senaste året, men den stora inflationsuppgången i april härrör helt från momshöjningen.

Diagram 3:16. Råvarupriser



Källor: The Economist och Macrobond

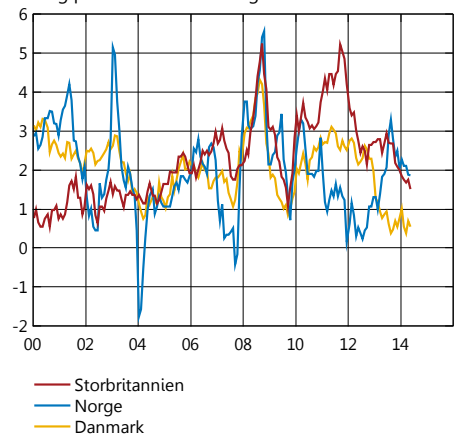
Diagram 3:17. Konsumentpriser i omvärlden
Årlig procentuell förändring



Anm. Euroområdet avser HIKP, USA avser PCE-deflatorn och Japan avser KPI.

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och Statistics Bureau of Japan

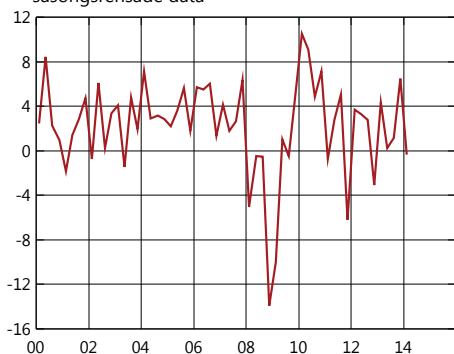
Diagram 3:18. Konsumentpriser mätt som KPI
Årlig procentuell förändring



Källor: Danmarks Nationalbank, Office for National Statistics och Statistisk sentralbyrå

Diagram 3:19. BNP i Sverige

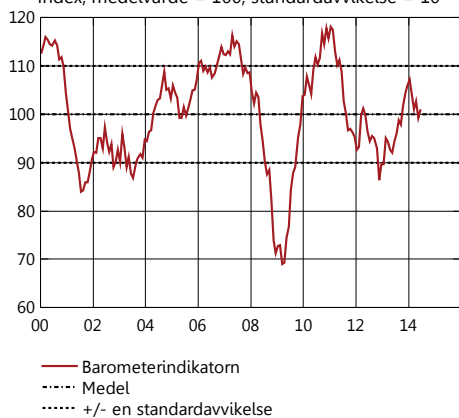
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källa: SCB

Diagram 3:20. Barometerindikatorn

Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:21. Inköpschefsindex i tillverkningsindustrin

Index, säsongrensade data



Anm. Värden över 50 indikerar tillväxt.

Källa: Swedbank/Silf

Svensk ekonomi

■ Hög tillväxt i inhemsk efterfrågan

BNP minskade med 0,3 procent från fjärde kvartalet 2013 till första kvartalet 2014 uppräknat till årstakt (se diagram 3:19). Utfallet ger ändå en positiv bild av den inhemska efterfrågan med hushåll som fortsätter att öka sin konsumtion samt kraftigt stigande bostadsinvesteringar. Att tillväxten blev låg beror på negativa bidrag från lagerinvesteringarna och den låga offentliga konsumtionen. Därutöver ökade importen snabbare än exporten, vilket också drog ner BNP-tillväxten.

Hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna förväntas driva BNP-tillväxten de närmaste kvartalen. Exporten bedöms samtidigt växa snabbare och i jämn takt med importen. Även bidraget från lagerinvesteringar väntas vända från negativt till svagt positivt. Där emot tyder investeringsenkäten på att företagen avvaktar ytterligare några kvartal med att öka sina investeringar.

Barometerindikatorn, som sammanfattar stämningläget hos både hushåll och företag, var under andra kvartalet nära en normal nivå, vilket indikerar att tillväxten i svensk ekonomi är ungefär som den genomsnittliga (se diagram 3:20). Indikatorn för hushållens förtroende låg i juni något över en normal nivå, medan indikatorn för företagets förtroende var ytterligare något högre. Inom näringslivet kan det noteras att delindex för industrin är i stort sett normalt, medan delindexen för byggsektorn och detaljhandeln är högre. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin (PMI) är också nära sitt historiska genomsnitt (se diagram 3:21). Produktionen i näringslivet ökade med 0,9 procent i april jämfört med mars, i säsongrensade termer.

Sammantaget förväntas BNP växa med 2,5 procent andra kvartalet och med 2,8 procent tredje kvartalet jämfört med föregående kvartal och uppräknat till årstakt.

■ Hög tillväxt i hushållens konsumtion

Under första kvartalet 2014 ökade hushållens konsumtion med 2,5 procent jämfört med fjärde kvartalet och uppräknat till årstakt. Detta motsvarar den genomsnittliga tillväxten i hushållens konsumtion sedan 1993. Hushållens förtroende, som det mäts enligt Konjunkturinstitutets konfidensindikator för hushåll, ligger också nära sitt historiska medelvärde (se diagram 3:22).

Hushållens konsumtion ökade med 2,1 procent mellan första kvartalet 2013 och första kvartalet 2014. Hushållens inkomster ökade under samma period med 3,1 procent. Detta innebär att hushållens sparkvot steg ytterligare under denna period.

Indikatorer pekar på en snabb ökning av hushållens konsumtion de närmaste kvartalen. Indikatorn för hushållens förtroende steg i juni till något över sitt historiska genomsnitt. Omsättningen i detaljhandeln minskade i maj efter flera månaders stark utveckling. Hushållens konsumtion bedöms växa med 3,2 procent under andra och tredje kvartalet jämfört med föregående kvartal och uppräknat till årstakt.

■ Gradvis högre tillväxt i exporten

Efterfrågan på de svenska exportmarknaderna har vänt uppåt under 2013. Under första kvartalet 2014 ökade exporten med 2,5 procent jämfört med fjärde kvartalet uppräknat till årstakt. Det var fjärde kvartalet i följd med växande export, men tillväxten är fortsatt lägre än normalt. Uppgångarna i varu- respektive tjänsteexporten var i motsvarande storleksordning.

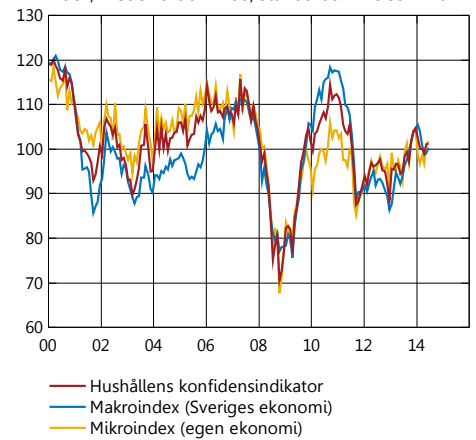
Enligt utrikeshandelsstatistiken sjönk varuexporten, som svarar för cirka två tredjedelar av svensk export, i maj säsongsrensad jämfört med april. Exportorderingången i tillverkningsindustrin är något högre än normalt enligt både inköpschefsindex och Konjunkturbarometern (se diagram 3:23). Industrins orderingång från exportmarknaderna minskade dock enligt SCB med 3,8 procent i april, kalenderkorrigerat och jämfört med samma månad i fjol. Men under perioden februari–april ökade orderingången med 3,1 procent jämfört med föregående tre månader. Sammantaget bedöms tillväxten i exporten stiga till en historiskt normal tillväxttakt på omkring 6 procent uppräknat till årstakt de närmaste kvartalen.

■ Bostadsinvesteringarna ökar snabbt

De totala fasta bruttoinvesteringarna har ökat med nästan 8 procent under de senaste fyra kvartalen (se diagram 3:24). Bostadsinvesteringarna steg med nästan 22 procent och svarade därmed för mer än hälften av ökningen trots att de utgör en mindre andel av de totala investeringarna. Tillväxten i näringslivets övriga investeringar uppgick till knappt 4 procent under samma period. Däremot minskade investeringarna inom industrin och mineralutvinningen. De offentliga investeringarna ökade med nästan 8 procent.

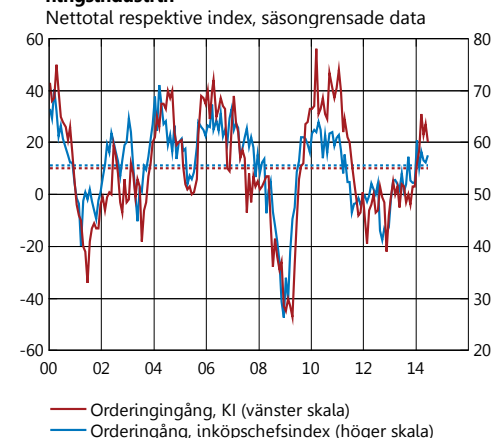
Antalet påbörjade bostäder har fortsatt att öka vilket innebär att bostadsinvesteringarna fortsätter att växa snabbt de närmaste kvartalen. SCB:s investeringsenkät tyder på att näringslivet (exklusive bostäder) avvaktar ytterligare några kvartal med att öka sina investeringar. Framför allt fortsätter industriföretagens investeringsvolym att minska. De planerade investeringarna är särskilt låga inom gruvnäringen men även flera branscher inom tillverkningsindustrin planerar att dra ner på sina investeringar. Detta trots att kapacitetsutnyttjandet är på en historiskt normal nivå. Riksbankens företagsintervjuer som genomfördes i maj tyder på något ökade investeringar de kommande sex månaderna. Sammantaget bedöms de totala investering-

Diagram 3:22. Konfidensindikatorer för hushåll
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Källa: Konjunkturinstitutet

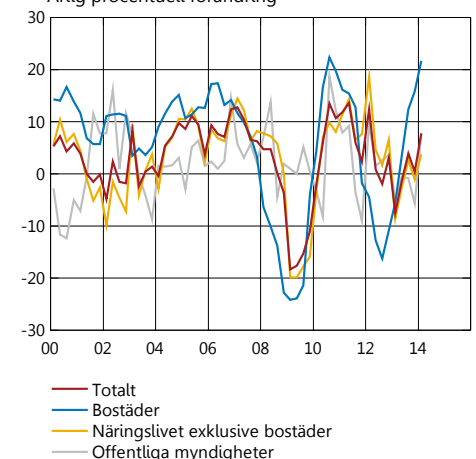
Diagram 3:23. Exportorderingång inom tillverkningsindustrin
Nettotal respektive index, säsongsrensade data



Anm. Netttotal definieras som skillnaden mellan andelen företag som uppgett en ökning av exportorderingången och andelen företag som uppgett en minskning. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 2000 till sista utfall.

Källor: Konjunkturinstitutet och Swedbank/Sif

Diagram 3:24. Fasta bruttoinvesteringar
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

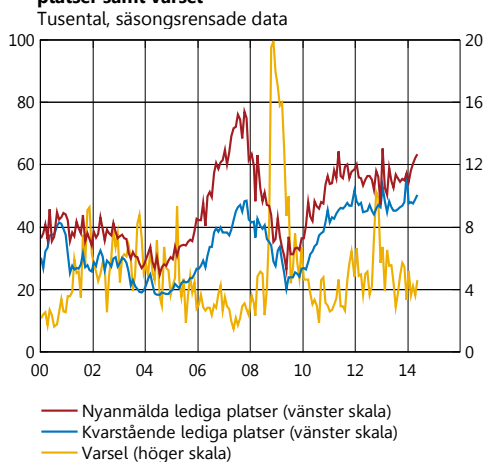
Diagram 3:25. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet
Procent, säsongrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Sysselsättningsgrad mäts som procent av befolkningen, medan arbetslöshet mäts som procent av arbetskraften. Avser 15–74 år.

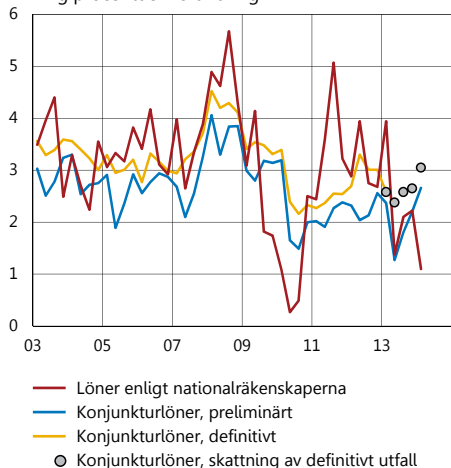
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:26. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel
Tusental, säsongrensade data



Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken

Diagram 3:27. Löner enligt nationalräkenskaperna och enligt konjunkturlönestatistiken
Årlig procentuell förändring



Anm. Konjunkturlönestatistiken de senaste 12 månaderna är preliminära och revideras vanligen upp. De grå punkterna i diagrammet visar Riksbankens skattningsresultat för det slutliga utfallet enligt statistiken.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

arna utvecklas svagt den närmaste tiden för att ta fart mot slutet av året.

Lagerökningen i företagen var liten, korrigerat för säsongeffekter, under första kvartalet i år. Företagens omdömen enligt Konjunkturbarometern visar att fler företag än normalt anser att deras lager behöver ökas. I prognosen antas en normal lageruppbyggnad i näringslivet som helhet under kommande kvartal. Detta innebär att lagerutvecklingen bidrar positivt till BNP-tillväxten under andra kvartalet i år.

■ Ökad efterfrågan leder till högre tillväxt i importen

Svensk import har ökat i snabb takt den senaste tiden. Under första kvartalet 2014 var tillväxten i importen 8,2 procent högre än fjärde kvartalet i fjol uppräknat till årstakt. Jämfört med motsvarande kvartal föregående år har importen ökat med drygt 5 procent. Uppgången speglar delvis tillväxten i hushållens konsumtion. Bland annat ökade svenskars konsumtion i utlandet och importen av motorfordon kraftigt. De närmaste kvartalen bedöms hushållens konsumtion och produktionen inom exportindustrin bidra till att importen fortsätter att växa, medan den svagare investeringsutvecklingen tillfälligt verkar i motsatt riktning under andra kvartalet.

■ Arbetslösheten sjunker långsamt

De senaste månaderna har sysselsättningen och arbetskraften sammantaget utvecklats något starkare än vad som förväntades i den penningpolitiska uppföljningen i april. I maj växte sysselsättningen mer än arbetskraften vilket innebär att arbetslösheten sjönk till 7,8 procent (se diagram 3:25). Enligt nationalräkenskaperna utvecklades antalet arbetade timmar starkare under det första kvartalet än vad Riksbanken bedömde i april.

Indikatorer för efterfrågan på arbetskraft pekar på en fortsatt stabil utveckling den närmaste tiden. Antalet nyanmälda lediga platser stiger och antalet varsel om uppsägning är fortsatt lägre än motsvarande period i fjol (se diagram 3:26). Anställningsplanerna i näringslivet har enligt Konjunkturbarometern dämpats de senaste månaderna men ligger klart över ett historiskt genomsnitt. Andelen företag som upplever brist på arbetskraft är fortsatt låg även om den har stigit något i näringslivet de senaste kvartalen. Enligt Riksbankens senaste företagsundersökning upplever företagen ingen allmän brist på arbetskraft, men de upplever fortsatta svårigheter att få tag på personal med specialistkompetenser.

Sysselsättningen bedöms fortsätta att öka det närmaste halvåret, men arbetskraften bedöms växa nästan lika snabbt, vilket innebär att det dröjer innan arbetslösheten sjunker ytterligare. Jämfört med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i april väntas sysselsättningen och särskilt arbetskraften växa snabbare på kort sikt. Därmed är prognosen för arbetslösheten något uppreviderad.

■ Stora skillnader i lönestatistiken under första kvartalet

Enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet ökade lönerna i hela ekonomin under årets tre första månader med preliminära 2,7 procent i årlig procentuell förändring. Enligt Riksbankens skattningar kan den slutgiltiga löneökningstakten komma att hamna på drygt 3 procent under första kvartalet (se diagram 3:27).

Löneökningstakten har ökat sedan årsskiftet och en viss del av uppgången beror sannolikt på att urvalet i konjunkturlönestatistikens undersökning för näringslivet har bytts ut. Enligt Medlingsinstitutet är effekten av urvalsrotationen ovanligt stor i år.⁷ Enligt nationalräkenskaperna ökade timlönerna i hela ekonomin med drygt 1,0 procent i årlig procentuell förändring under det första kvartalet i år (se diagram 3:27). Under resterande kvartal i år bedöms nationalräkenskapernas timlöner växa mer i linje med konjunkturlönerna, vilket medför att skillnaden i ökningstakt mellan de två olika lönemåtten blir mindre för helåret än för första kvartalet.⁸

Produktivitetstillväxten, som blev överraskande stark under det fjärde kvartalet i fjol, sjönk tillbaka kraftigt under det första kvartalet i år och hamnade omkring -0,5 procent mätt som årlig procentuell förändring. Trots att produktivitetstillväxten bedöms bli starkare under årets resterande kvartal kommer produktiviteten att utvecklas svagare under 2014 än vad Riksbanken bedömde i april. Detta medför också att tillväxten i arbetskostnaderna per producerad enhet i år nu bedöms bli högre än vid bedömningen i april.

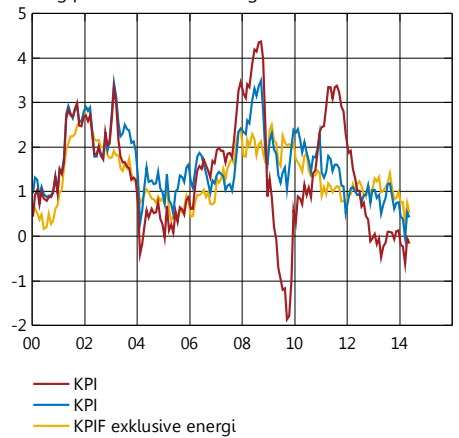
■ Inflationen är låg i nuläget

I maj föll KPI med 0,2 procent mätt som årlig procentuell förändring (se diagram 3:28). Den mycket låga inflationen hänger delvis samman med att hushållens räntekostnader för bolån har sjunkit, främst till följd av att reporäntan successivt har sänkts (se diagram 3:29). Men även om man exkluderar effekten av sjunkande räntekostnader, är prisökningstakten mycket låg för närvarande. Olika mått på den underliggande inflationen har också sjunkit den senaste tiden (se diagram 3.30). Fördjupningen "Varför är inflationen låg?" i denna rapport belyser flera olika faktorer som kan tänkas förklara de senaste årens låga inflation.

Sedan bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i april har utfallen för mars, april och maj publicerats. Under dessa månader var ökningstakten i KPIF, det vill säga KPI med fast boränta, lägre än vad Riksbanken prognostiserat. Detta trots att energipriserna inte föll lika mycket som förväntat. I maj steg KPIF-inflationen med 0,4 procent i årlig procentuell förändring, att jämföra med 0,6 procent i prognosen i april. Att inflationen har blivit lägre än väntat är en

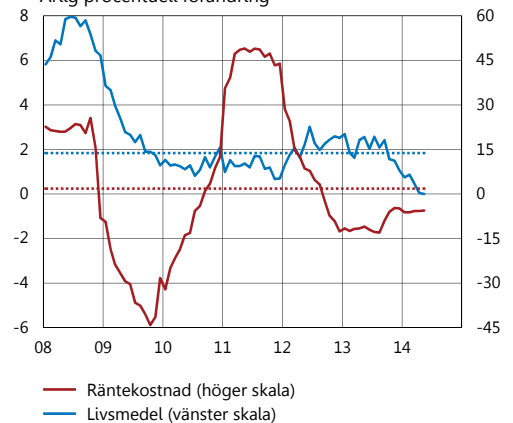
⁷ Urvalet, som delvis byts i januari varje år, är 5854 företag i konjunkturlönestatistikens undersökning för näringslivet 2014. Enligt beräkningar gjorda av Medlingsinstitutet är löneökningstakten för identiska företag i undersökningen 2,4 procent under årets tre första månader, medan den är 2,8 procent för samtliga företag.
⁸ Det finns flera orsaker till att löneutvecklingen enligt de två lönemåtten kan skilja sig åt. Timlönerna enligt nationalräkenskaperna är ett bredare mått och innehåller bland annat bonusar. Nationalräkenskapernas timlöner visar faktiskt utbetalda löner medan de preliminära utfallen i konjunkturlönestatistiken korrigeras löpande för retroaktiva löneutbetalningar. Detta medför också att nationalräkenskapernas timlöner kan variera kraftigt mellan enskilda kvartal.

Diagram 3:28. Konsumentpriser
Årlig procentuell förändring



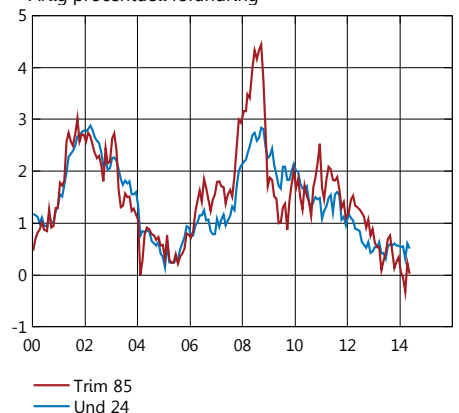
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källa: SCB

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



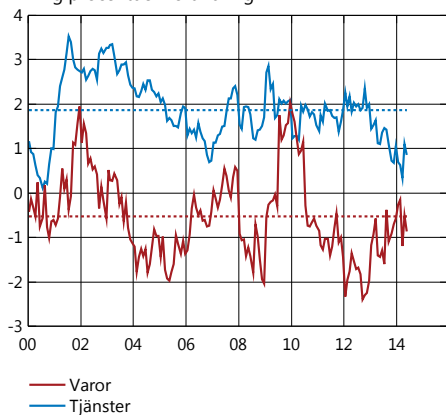
Anm. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 2000 till sista utfall.
Källa: SCB

Diagram 3:30. Mått på underliggande inflation
Årlig procentuell förändring



Anm. Und 24 och Trim 85 är statistiska mått beräknade utifrån KPI uppdelat på cirka 70 undergrupper. Und 24 är sammanvägd med vikter justerade för den historiska standardavvikelsen. I Trim 85 har de 7,5 procent högsta och de 7,5 procent lägsta årliga prisförändringarna exkluderats.
Källor: SCB och Riksbanken

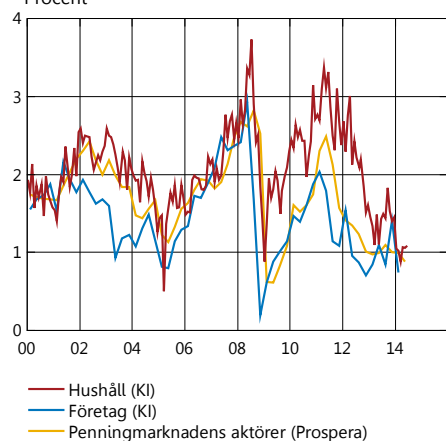
Diagram 3:31. Varu- och tjänstepriser
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 2000 till sista utfall.

Källor: SCB och Riksbanken

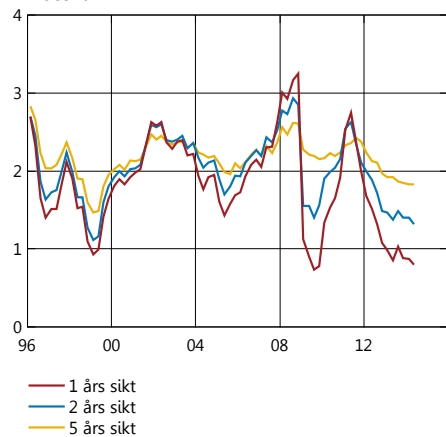
Diagram 3:32. Inflationsförväntningar på ett års sikt
Procent



Anm. Hushåll är på månadsfrekvens, övriga är på kvartalsfrekvens.

Källor: Konjunkturinstitutet och TNS SIFO Prospera

Diagram 3:33. Inflationsförväntningar bland samtliga tillfrågade aktörer
Procent



Källa: TNS SIFO Prospera

indikation på att inflationstrycket är lägre än Riksbankens tidigare bedömning. Prognosen för inflationen de närmaste kvartalen (och därefter) har därmed reviderats ned.

Ökningstakterna för priserna för livsmedel och tjänster är låga jämfört med respektive medelvärde sedan år 2000 (se diagram 3:29 och 3:31). Prisökningstakten på varor tenderade 2013 att bli successivt mindre negativ och var i början av 2014 nära nollstrecket. De senaste månaderna har dock varupriserna återigen fallit märkbart. Årstakten i maj var $-0,8$ procent, det vill säga något lägre än snittet sedan 2000 (se diagram 3:31). Den senaste tidens försvagning i kronan bidrar den närmaste tiden till att dämpa nedgången i varupriserna.

Tjänstepriserna har sedan 2000 ökat med nära 2 procent i genomsnitt per år, men under 2013 började ökningstakten dämpas (se diagram 3:31). De senaste åren har ökningstakten i tjänstepriserna varit volatil, beroende på kraftigt varierande priser på utrikes resor. Mellan mars och april i år varierade priserna på dessa resor kraftigt. I maj uppgick ökningstakten i tjänstepriserna till $0,8$ procent, medan den i april uppgick till $1,1$ procent.

Enligt Riksbankens senaste företagsundersökning har andelen företag som planerar att höja sina priser ökat. Prisutvecklingen på konsumtionsvaror i producentledet har varit dämpad 2013, men prisökningstakten har nu blivit mindre negativ eller till och med positiv de senaste månaderna. Detsamma gäller för världsmarknadspriserna på livsmedel. Konjunkturbarometern indikerar sedan mer än ett år tillbaka att en majoritet av företagen inom de privata tjänstenäringarna och handeln räknar med att höja sina priser. Dessa förväntningar har dock inte infriats ännu.

Sammantaget bedöms den årliga ökningstakten i KPIF rensad för energiprisförändringar vara fortsatt lägre än en procent även tredje kvartalet. KPIF- och KPI-inflationen bedöms bli ytterligare lite lägre, eftersom både energipriserna och räntekostnaderna väntas fortsätta att falla den närmaste tiden.

■ Väl förankrade inflationsförväntningar på lång sikt

Inflationsförväntningarna på ett års sikt har enligt undersökningar från både Konjunkturinstitutet och Prospera fallit de senaste åren (se diagram 3:32 och 3:33). Dessa förväntningar samvarierar med den faktiska inflationen och de rådande förväntningarna är inte lägre än vad som motiveras av den aktuella inflationsnivån. Inflationsförväntningarna på fem års sikt samvarierar även de med den faktiska inflationen, om än i mindre utsträckning än förväntningarna på kortare sikt. Enligt Prosperas senaste undersökning ligger förväntningarna på 5 års sikt för närvarande på $1,8$ procent, vilket är nära inflationsmålet och inte en särskilt stor avvikelse ur ett historiskt perspektiv. Inflationsförväntningarna bedöms på lång sikt vara väl förankrade kring inflationsmålet.

■ Varför är inflationen låg?

Inflationen har varit låg i Sverige de senaste åren och föll ytterligare under senare delen av 2013, då främst prisökningstakten för tjänster avtog. Denna fördjupning visar att det finns flera olika faktorer som, vid olika tidpunkter, har bidragit till den låga inflationen. Efterfrågan har varit svag under många år vilket har bidragit till att kostnadsökningarna blivit måttliga och prispåslagen låga. Dessutom har energipriserna utvecklats svagt de senaste åren. En starkare växelkurs bidrog till lägre inflation under 2011–2012, men den har bidragit i mindre grad sedan 2013. Livsmedelspriserna har ökat långsammare sedan slutet på förra året.

Inflationen har varit låg under en längre tid

Inflationen har varit låg under en tid och den sjönk till ännu lägre nivåer under 2013 (se diagram A1 och tabell A1). Tjänstepriserna i KPI som de senaste 15 åren ökat med i genomsnitt cirka 2 procent per år, har sedan 2013 ökat långsammare. Energipriserna, som tidigare ökade i snabb takt, har utvecklats svagt sedan 2011 och har fallit sedan 2013. På senare tid har även prisökningstakten för livsmedel fallit, till följd av lägre världsmarknadspriser. Prisökningstakten för varor har däremot inte varit onormalt låg på senare tid.

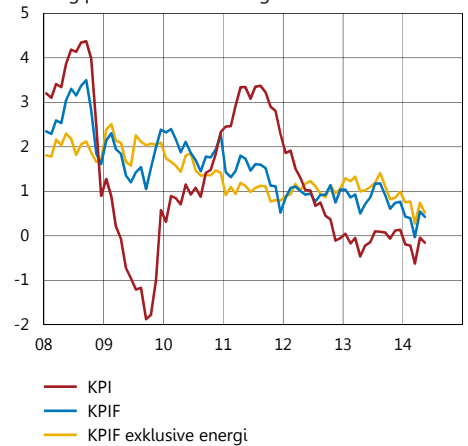
Tabell A1. Genomsnittlig utveckling för olika prismått
Årlig procentuell förändring

	1995 –2010	2011 –2014	2013 –2014	2014 jan–maj
KPI	1,2	1,1	-0,1	-0,2
KPIF	1,7	1,0	0,7	0,4
KPIF exkl. energi	1,5	1,0	1,0	0,6
– varor exkl. livsmedel och energi	-0,1	-1,2	-0,9	-0,6
– tjänster	2,2	1,5	1,1	0,7
– livsmedel	1,5	1,6	1,6	0,4
– energi	4,6	0,8	-2,0	-2,4
Importpriser, konsumtionsvaror	1,3	0,2	-0,5	1,8

Anm. Importpriser, konsumtionsvaror avser priser i producentled.
Källor: SCB och Riksbanken

Riksbanken har tidigare lyft fram att en delförklaring till den låga inflationen de senaste åren är att det svaga efterfrågeläget har medfört att företagen inte har kunnat höja priserna i linje med kostnadsökningarna.⁹ En annan förklaring är att importpriserna har utvecklats svagt till följd av den dämpade internationella konjunkturen och den förstärkning av växelkursen som skedde efter att kronan försvagats under den finansiella krisen. Syftet med denna fördjupning är att ytterligare belysa frågan om varför inflationen har blivit så låg de senaste åren. Detta görs i form av en genomgång av en rad faktorer som, via företagets kostnader och marginaler, påverkar

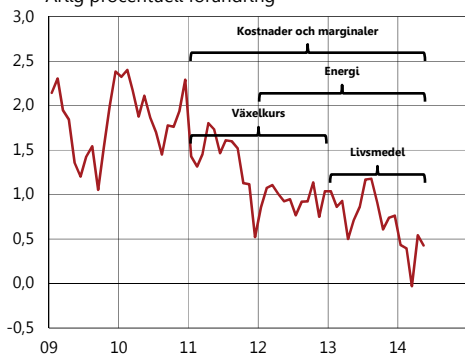
Diagram A1. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



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

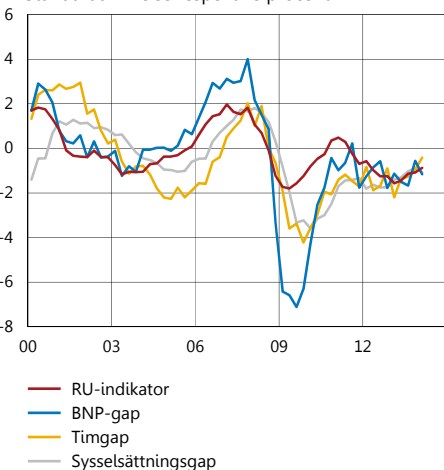
⁹ Se fördjupningen "Perspektiv på den låga inflationen" i Penningpolitisk rapport, februari 2014, Sveriges riksbank.

Diagram A2. KPIF och de viktigaste förklaringsfaktorerna till låg inflation
Årlig procentuell förändring



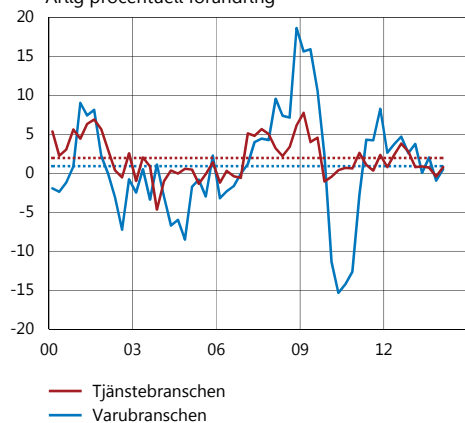
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A3. Olika mått på resursutnyttjandet
Standardavvikelse respektive procent



Anm. BNP-gap avser BNP:s avvikelse från sin trend beräknat med en produktionsfunktion. Tim- respektive sysselsättningsgap avser arbetade timmars och antal sysselsattas avvikelse från Riksbankens bedömda trender. RU-indikatorn är ett mått för resursutnyttjandet. Den är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A4. Arbetskostnad per producerad enhet i näringslivet
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 2000 kv1-2014 kv1.
Källor: SCB och Riksbanken

inflationens utvecklingen.¹⁰ Flera av dessa faktorer har bidragit till den låga inflationen, men under olika perioder (se diagram A2). En svag efterfrågan i omvärlden och i Sverige har bidragit till att företagens marginaler minskat och till en lägre ökningstakt i deras kostnader. Lägre ökningstakt i globala energipriser, liksom lägre svenska elpriser, har också påverkat inflationen. En starkare växelkurs bidrog till låg inflation under 2011–2012, men inte under 2013, och en låg ökningstakt i livsmedelspriserna kan delvis förklara den låga inflationen sedan 2013.

Vilka faktorer påverkar inflationen?

Det pris som ett företag sätter på en vara eller tjänst kan delas upp i marginalkostnader och prispåslag. Kostnaderna bestäms av priserna på företagets insatsfaktorer och påverkas därför bland annat av löner, kapitalkostnader och priser på importerade insatsvaror. Prispåslagets normala nivå beror bland annat på graden av konkurrens i den bransch där företaget verkar. Både företagets kostnader och prispåslag, och därigenom inflationen, varierar med efterfrågan i ekonomin. Prisutvecklingen för internationellt handlade varor är exempelvis nära kopplad till det globala konjunkturläget.

Inflationens utvecklingen påverkas även av växelkursen och av inflationsförväntningarna. Ju starkare kronan är, desto mindre behöver svenska företag och konsumenter betala i svenska kronor för importerade varor. Inflationsförväntningarna hos företag och hushåll kan också påverka företagets priser idag.

Svag efterfrågan har medfört låg inflation

I samband med krisen 2008–2009 föll BNP i Sverige och många andra länder kraftigt och ännu idag är efterfrågan och resursutnyttjandet lägre än normalt (se diagram A3). Det låga resursutnyttjandet kan ses som en övergripande förklaring till att inflationen har varit låg, även om sambandet mellan inflation och resursutnyttjande ofta är svagt. Med detta som utgångspunkt kan man studera hur de bakomliggande faktorer som bestämmer företagets kostnader och prispåslag har utvecklats.

Inflationens utvecklingen de senaste åren kan delvis förklaras av en långsammare kostnadsutveckling

Att resursutnyttjandet är lägre än normalt innebär vanligtvis att kostnaderna utvecklas långsammare än normalt. För att studera hur kostnaderna utvecklats behöver man ett mått på företagets marginalkostnader. Ett sådant mått är arbetskostnaderna per producerad enhet. I både varu- och tjänstebranscherna har ökningstakten i dessa kostnader avtagit det senaste året (se diagram A4). Enligt skattade samband mellan inflationen och arbetskostnaderna per producerad enhet borde prisökningstakten i hela ekonomin och i tjänstesektorn ha varit lägre än normalt under perioden 2013–2014. Men inflationen

¹⁰ En kompletterande beskrivning av de faktorer som påverkar företagets kostnader och marginaler, och därmed priserna, återfinns i fördjupningen "Kostnadsutvecklingen och inflationen" i Penningpolitisk rapport, juli 2013, Sveriges riksbank.

har blivit ännu lägre än vad sambanden förutspår.¹¹ En tolkning av detta är att det svaga efterfrågeläget och det låga resursutnyttjandet även har påverkat företagens prispåslag, det vill säga att företagen i mindre utsträckning än tidigare har fört över sina kostnadsökningar på konsumenterna. Detta stöds också av att den trendmässiga tillväxttakten i arbetskostnaderna per producerad enhet har varit högre än inflationstakten (se diagram A5).

Företagens kapitalkostnader har utvecklats svagare under 2013

Företagens marginalkostnader påverkas även av kostnaderna för kapital. Ett svagt resursutnyttjande innebär att företagen inte behöver kapital i samma utsträckning som annars. Därmed minskar företagens efterfrågan på lån för att finansiera olika investeringar. Finansieringskostnaderna utvecklas då svagare.

Företagens kapitalkostnader är svåra att mäta. Med hjälp av en modell kan man dock uppskatta kapitalkostnaderna och de totala marginalkostnaderna. Enligt ett sådant mått har företagens kapitalkostnader fallit sedan 2012, i takt med att det allmänna ränteläget har sjunkit (se diagram A6).¹² Företagens totala marginalkostnad har därför utvecklats svagare än arbetskostnaderna per producerad enhet, men skillnaden är relativt liten (se diagram A7).

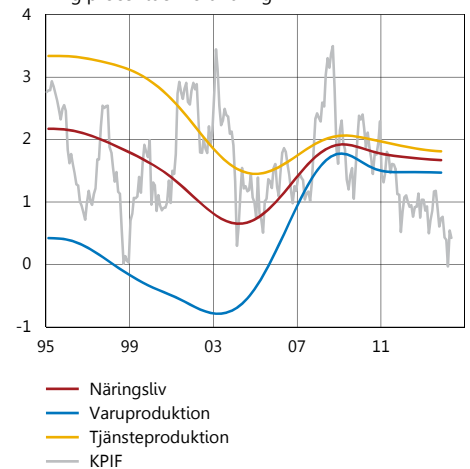
Företagens marginaler har minskat

Den låga inflationen kan således i viss mån förklaras av att företagens kostnadsutveckling varit svag, men inte fullt ut. Detta tyder på att företagens marginaler också har krympt under de senaste åren. Ett annat tecken på det är att den så kallade vinstandelen i dagsläget är låg i både varu- och tjänstebranscherna (se diagram A8).

Att företagens lönsamhet är svag får också stöd i olika enkätundersökningar. Företagen både inom detaljhandeln och privata tjänstenäringar har uppgivit att lönsamheten varit låg (se diagram A9 för några exempel). Den svaga lönsamheten i dessa konsumentnära branscher kan kopplas till att efterfrågan varit svag under senare tid (se diagram A10). Även Svenskt Näringslivs företagarpånel stödjer bilden av att företagens vinstmarginaler är pressade. Enligt denna har vinstmarginalerna minskat under det andra halvåret 2013, främst för små och medelstora företag.¹³

Riksbanken har under våren låtit Konjunkturinstitutet göra en enkätundersökning av företagens prissättningsbeteende.¹⁴ I denna anger cirka 40 procent av företagen att prisökningstakten på deras varor och tjänster har varit lägre än normalt det senaste året. Samtidigt anger cirka 15 procent av företagen att kostnaderna utvecklats svagare än normalt, medan cirka 40 procent av företagen svarar att

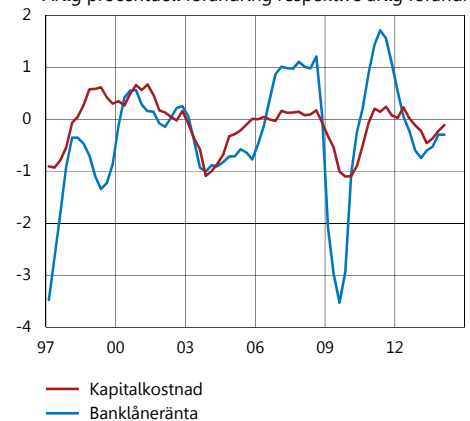
Diagram A5. KPIF och trendmässig utveckling i arbetskostnad per producerad enhet
Årlig procentuell förändring



Anm. Trenderna för arbetskostnaderna per producerad enhet är beräknade med ett Hodrick-Prescott-filter med utjämningsparameter 6400.

Källor: SCB och Riksbanken

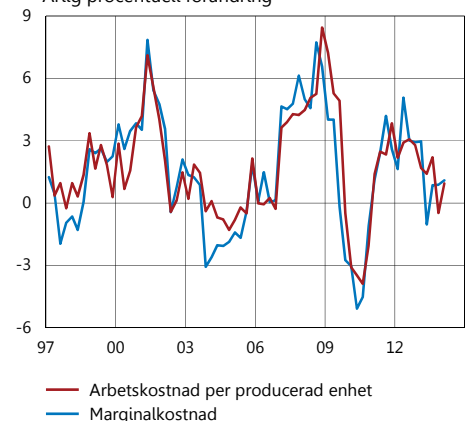
Diagram A6. Kapitalkostnad och banklåneränta
Årlig procentuell förändring respektive årlig förändring



Anm. Kapitalkostnaden är skattad med Riksbankens makroekonomiska modell Ramses.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A7. Arbetskostnad per producerad enhet och marginalkostnad
Årlig procentuell förändring



Anm. Marginalkostnaden är skattad med Riksbankens makroekonomiska modell Ramses.

Källor: SCB och Riksbanken

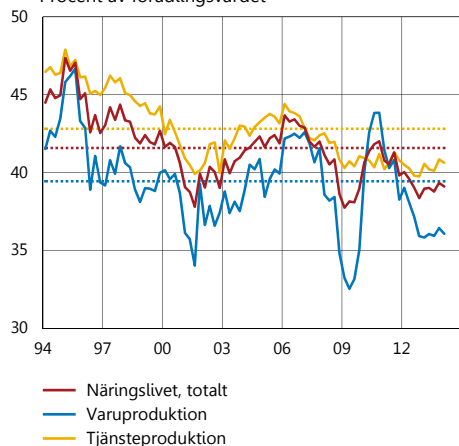
¹¹ Se även fördjupningen "Perspektiv på den låga inflationen" i Penningpolitisk rapport, februari 2014, Sveriges riksbank. I modellerna förklaras den årliga förändringen i KPIF exklusive energi respektive tjänstepriserna i KPI. De förklarande variablerna är arbetslösheten, 12 kvartals glidande medelvärden av den årliga förändringen i arbetskostnaderna per producerad enhet i näringslivet respektive tjänstesektorn, samt växelkursen.

¹² Det modellbaserade måttet på marginalkostnaden för produktionen av inhemska varor och tjänster är skattad med Riksbankens makroekonomiska modell Ramses. Se M. Adolfson, S. Laséen, L. Christiano, M. Trabandt och K. Walentin, "Ramses II: Model description", Occasional Paper nr 12, Sveriges riksbank, 2013, för en beskrivning av modellen.

¹³ Svenskt Näringslivs företagarpånel för fjärde kvartalet 2013 består av svar från 4436 företag.

¹⁴ Kf:s enkät gick ut till cirka 1500 företag i början av maj 2014. Resultaten är fortfarande preliminära. Definitiva resultat från undersökningen kommer att publiceras under tidig höst.

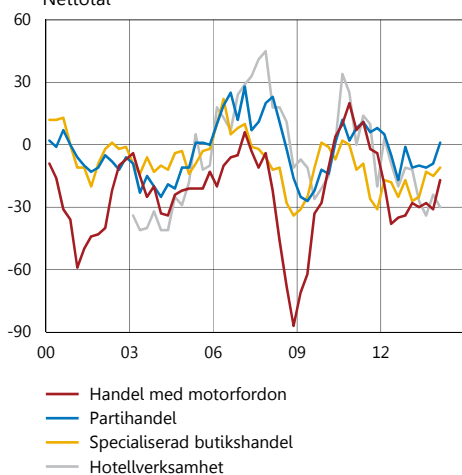
Diagram A8. Vinstandelar i näringslivet
Procent av förädlingsvärdet



Anm. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 1994 kv1–2014 kv1.

Källor: SCB och Riksbanken

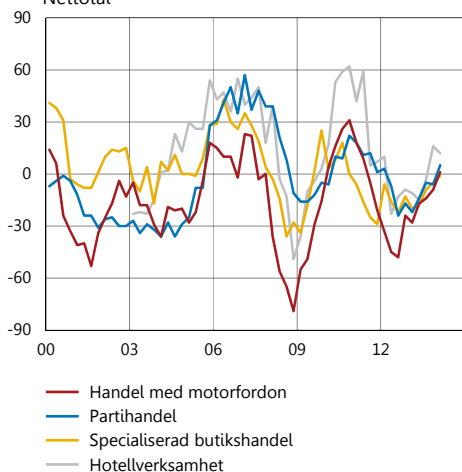
Diagram A9. Lönsamhetsomdöme
Nettotal



Anm. Nettototalen definieras som skillnaden mellan andelen företag som uppgett en ökning av lönsamheten och andelen företag som uppgett en minskning.

Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram A10. Försäljningssituationen
Nettotal



Anm. Nettototalen definieras som skillnaden mellan andelen företag som uppgett en förbättring av försäljningen och andelen företag som uppgett en försämring.

Källa: Konjunkturinstitutet

marginalerna har varit mindre än normalt. De företag som svarat att marginalerna har varit mindre än normalt anför två huvudsakliga skäl till detta: att efterfrågan har varit lägre än normalt och att konkurrensen från svenska företag har varit högre än normalt. Enkätsvaren ger alltså stöd åt uppfattningen att företagens marginaler har varit pressade till följd av svag efterfrågan. Riksbankens senaste företagsundersökning ger dock delvis en annan bild. Den tyder istället på att låga kostnadsökningar har varit en viktig förklaring till den svaga prisökningstakten. Denna undersökning riktar sig dock till ett mindre antal stora företag, varav många inte producerar konsumentvaror.¹⁵

Konkurrensens betydelse för inflationen är oklar

Lägre prispåslag kan också ses som ett uttryck för att konkurrensen har ökat. Exempelvis har e-handels omsättning som andel av detaljhandelns totala omsättning ökat från 1,2 till 6,2 procent sedan 2003. En ökad internationell konkurrens har också, av branschföreträdare, lyfts fram som en viktig förklaring till den svaga prisutvecklingen i näringslivets tjänstebranscher under 2013.¹⁶

Det är dock svårt att göra en direkt koppling mellan sådana förändringar, som är av mer långsiktig karaktär, och den senaste tidens inflationsutveckling. Exempelvis har möjligheterna att göra prisjämförelser ökat. Eventuella effekter på priserna borde då främst visa sig för produkter som är relativt enkla att jämföra, det vill säga olika varor (till exempel hemelektronik och vitvaror). Men prisökningstakten för sådana varor har inte varit lägre än tidigare den senaste tiden. Det är också värt att notera att ökad konkurrens kan leda till lägre priser under en övergångsperiod men att inflationstakten inte bör påverkas på längre sikt.

Priserna på internationellt handlade varor utvecklades svagt under 2013

Kostnads- och prisutvecklingen i Sverige påverkas också av den internationella prisutvecklingen. Världsmarknadspriserna på de varor som Sverige importerar följer den internationella konjunktur utvecklingen ganska väl (se diagram A11). Sedan konjunkturläget åter började försämrats 2011 har prisökningstakten för internationellt handlade varor minskat och under 2013 var priserna i stort sett oförändrade. Det är framför allt råvarupriserna som har utvecklats svagt de senaste åren.

Kronans utveckling är inte en viktig förklaring till den låga inflationen sedan 2013

Importpriserna påverkas även av växelkursen. Kronan försvagades kraftigt under 2009–2010 och bidrog då till att hålla uppe inflationen. Därefter har kronan stärkts. Priserna på importerade konsumtionsvaror har utvecklats svagt sedan 2011, vilket i viss mån beror på lägre tillväxttakt i de globala priserna och i viss mån (i synnerhet under

¹⁵ Riksbankens företagsundersökning maj 2014. I denna intervjuades representanter för 46 företag i bygg-, handels-, industri- och tjänstesektorerna.

¹⁶ Tjänsteindikatorn, 2014 kv1, Almega.

2011–2012) på en starkare krona (se diagram A12). Ett annat sätt att belysa växelkursens roll är att jämföra skillnaden i inflationen i Sverige och euroområdet med rörelserna i växelkursen (se diagram A13). Prisökningstakten i de flesta komponenter har sedan 2011 varit lägre i Sverige än i euroområdet (se tabell A2). Att växelkursen var en viktig faktor för den låga inflationen i Sverige under 2011–2012 styrks av att inflationsskillnaden mellan Sverige och euroområdet har varit störst för varor och livsmedel, produktgrupper som ofta importerar.

Det senaste året har dock den handelsviktade växelkursen i stället försvagats, och kronans betydelse för den låga inflationen sedan 2013 har därför varit mindre. Riksbankens prognos för växelkursen innebär att kronan väntas förstärkas något de kommande åren. Effekterna av detta på inflationen kan dock förväntas bli betydligt mindre än under 2011–2012 då växelkursen hade förstärkts avsevärt.

Tabell A2. Inflationen i Sverige och euroområdet
HIKP, årlig procentuell förändring. Euroområdet anges inom parentes.

	1997–2010	2011–2014	2013–2014	2014 jan–maj
HIKP	1,7 (1,9)	0,8 (2,0)	0,3 (1,2)	0,1 (0,7)
– därav energi	4,3 (4,0)	0,9 (5,9)	–1,5 (0,1)	–2,4 (–1,7)
– därav elpriser	5,5 (2,1)	–1,7 (5,8)	–1,6 (5,0)	–4,6 (2,8)
HIKP exklusive energi	1,4 (1,7)	0,8 (1,6)	0,6 (1,3)	0,4 (1,0)
– varor	0,0 (0,7)	–0,7 (0,8)	–0,6 (0,5)	–0,3 (0,2)
– tjänster	2,1 (2,2)	1,4 (1,6)	1,0 (1,4)	0,7 (1,3)
– livsmedel	2,0 (2,2)	1,7 (2,7)	1,6 (2,2)	0,6 (1,2)

Källor: Eurostat och SCB

Energipriserna, och i synnerhet elpriserna, har bidragit till låg inflation

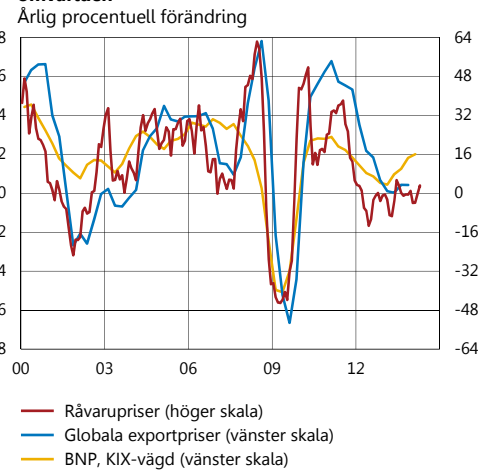
Under perioden 1995–2010 var ökningstakten för energipriserna i KPI i genomsnitt 4,6 procent. Sedan 2011 har energipriserna i stället stigit med endast 0,8 procent i genomsnitt (se tabell A1), och det senaste året har både el- och oljepriserna fallit. Att oljepriset har fallit beror främst på det svaga internationella konjunkturläget (se diagram A11),¹⁷ medan den svaga utvecklingen i elpriserna också beror på olika väderfaktorer. Elpriserna har dessutom utvecklats betydligt svagare i Sverige än i euroområdet (se tabell A2).

Diagram A14 illustrerar hur KPI-inflationen hade utvecklats om energipriserna sedan 2011 hade stigit med i genomsnitt 2 procent per år, i stället för med 0,8 procent. Beräkningen delas upp i direkta respektive fördröjda effekter av högre energipriser. Den direkta effekten följer av att energipriserna utgör en viss andel i KPI. Fördröjda effekter uppstår då de högre energipriserna påverkar andra kostnader och priser, exempelvis transportpriser.¹⁸ Prisökningstakten för resor och transporter har också varit mycket svag de senaste åren,

¹⁷ Enligt ECB kan cirka 80 procent av nedgången i inflationen i euroområdet sedan 2011 hänföras till den svaga råvaruprisutvecklingen (energi och livsmedel). Se M. Draghi, "Monetary policy in a prolonged period of low inflation", tal på ECB forum, 26 maj 2014.

¹⁸ Se M. Bjellerup och M. Löf, "Oljeprisets effekter på svensk inflation", *Ekonomiska kommentarer* nr 4, 2008, Sveriges riksbank.

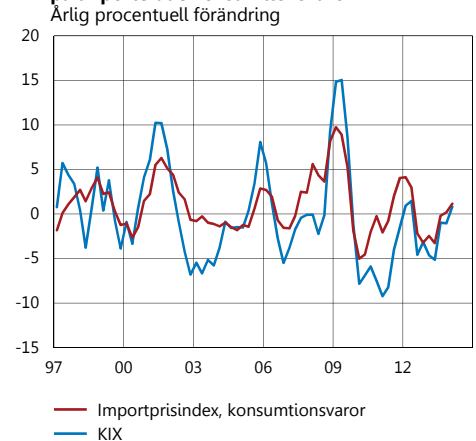
Diagram A11. Internationella priser och BNP i omvärlden



Anm. Globala exportpriser är en sammanvägning av exportdeflater (i lokala valutor) där Sveriges importandelar använts som vikt. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: IMF, nationella källor och Riksbanken

Diagram A12. Nominell växelkurs (KIX) och priser på importerade konsumtionsvaror



Anm. Importpriser avser priser på konsumtionsvaror enligt producentprisindex (PPI). KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A13. Nominell växelkurs mot euron och skillnad i inflationstakten mellan Sverige och euroområdet

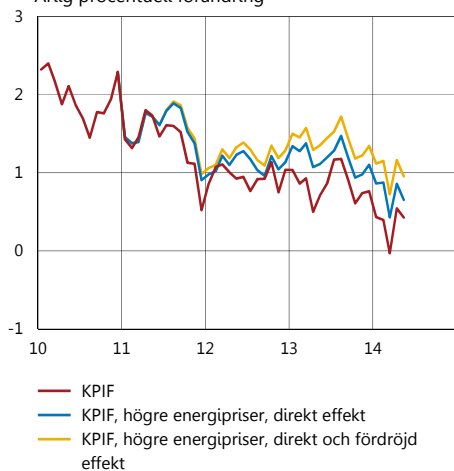


Anm. Skillnaden i inflationstakt beräknad utifrån HIKP, som är ett EU-harmoniserat index för konsumentpriser.

Källor: SCB och Macrobond

Diagram A14. KPIF om energipriserna hade ökat med 2 procent per år

Årlig procentuell förändring

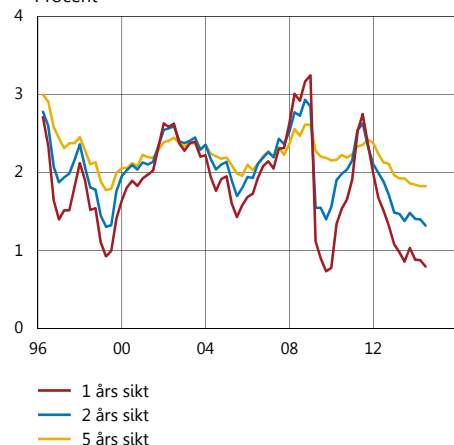


Anm. I räkneexemplet antas energikomponenten i KPIF stiga med i genomsnitt 2 procent under perioden 2011–2014, istället för med observerade 0,8 procent. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A15. Inflationförväntningar bland samtliga tillfrågade aktörer

Procent



Källa: TNS SIFO Prospera

vilket tyder på att de fördröjda effekterna kan vara betydande. Beräkningarna visar alltså att låga energipriser förefaller vara en viktig delförklaring till att inflationen blivit så låg.

Inflationförväntningarna kan ha bidragit till den låga inflationen

Det finns ett tydligt samband mellan de kortsiktiga inflationförväntningarna och den senaste tidens inflation. I takt med att inflationen har fallit sedan 2011 så har också inflationförväntningarna gjort det. De långsiktiga inflationförväntningarna är dock alltjämt väl förankrade vid målet på 2 procent. (se diagram A15).

Att de kortsiktiga inflationförväntningarna har fallit kan ha bidragit till lägre inflation. Till exempel kan det vara svårt för företagen att höja priserna om deras kunder tror att inflationen kommer vara låg framöver. Det är dock svårt att avgöra hur stor effekt de lägre kortsiktiga inflationförväntningarna har haft på inflationen.

Flera faktorer har bidragit till den låga inflationen

Att inflationen har varit låg under en längre tid, och att den har fallit ytterligare sedan 2013, beror således på en rad olika faktorer. Att efterfrågan och resursutnyttjandet har varit lägre än normalt i Sverige och omvärlden har påverkat inflationen via:

- företagens kostnader och marginaler som har utvecklats svagt sedan 2011
- de globala energipriserna som har stigit långsamt sedan 2012
- livsmedelspriserna som har utvecklats svagt, framför allt sedan 2013

Därutöver har följande faktorer bidragit till den låga inflationen:

- elpriserna som har utvecklats svagt i Sverige sedan 2011
- en stark växelkurs som bidrog till lägre inflation under 2011–2012, men i mindre utsträckning sedan 2013

Många av de faktorer som kan förklara den låga inflationen påverkas av penningpolitiken. Exempelvis kan penningpolitiken påverka efterfrågeläget i Sverige och växelkursen, och därmed både det inhemska kostnadstrycket och importpriserna. Även om penningpolitikens effekter är behäftade med osäkerhet och är svåra att kvantifiera väntas den låga reporäntan bidra till att inflationen stiger under de närmaste åren.

■ Samspelet mellan lönebildning, penningpolitik och inflation

Det finns ett ömsesidigt beroende mellan penningpolitiken och lönesättningen. Löneutvecklingen är en faktor som påverkar inflationen och är därmed viktig för penningpolitiken. Samtidigt spelar penningpolitiken en central roll i lönesättningen genom att förankra inflationsförväntningarna kring 2 procent och på så sätt underlätta förhandlingarna om lönerna. Det är också viktigt att inflationsförväntningarna förblir förankrade vid målet för att penningpolitiken ska fungera så effektivt som möjligt. Ett av skälen bakom Riksbankens mer expansiva penningpolitik under senare tid är just att se till att de långsiktiga inflationsförväntningarna förblir förankrade på 2 procent. Denna fördjupning syftar till att förklara hur Riksbanken ser på samspelet mellan arbetsmarknaden, löneutvecklingen, inflationen och penningpolitiken och mer i detalj förklara Riksbankens löneprognos. Analysen visar att den nominella löneutvecklingen 2013 var ungefär normal i förhållande till arbetslöshet, produktivitet och förväntad inflation. De närmaste åren bedöms inflationen öka och arbetslösheten minska, vilket bidrar till att löneökningstakten i ekonomin gradvis stiger. Den mycket låga räntan bidrar till denna utveckling. Vinstandelen bedöms stiga något när produktiviteten ökar snabbare än reallönerna.

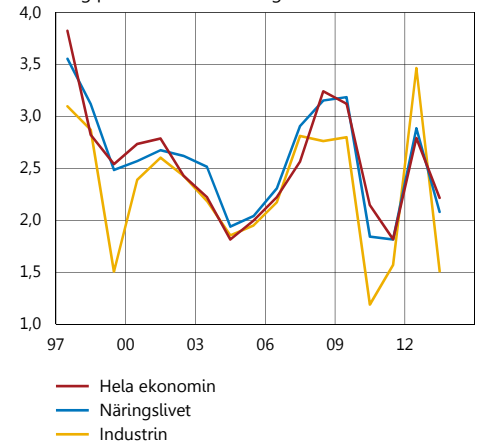
Lönebildningen i Sverige

I en ekonomi med rörlig växelkurs är den förväntade inflationen, den förväntade produktivitetstillväxten samt ambitioner om sysselsättningen viktiga faktorer som styr lönebildningen. Utifrån en uppfattning om dessa förhållanden kommer arbetsgivare och arbetstagar överens om den nominella lön som ska gälla för en tid framåt.¹⁹ I praktiken vägs också den internationella konkurrenskraften in i lönebesluten, då lönebildningen även i en liten öppen ekonomi med rörlig växelkurs inte kan frikopplas från kostnadsutvecklingen i omvärlden.

Svensk lönebildning har sedan industriavtalets tillkomst 1997 präglats av en hög grad av följsamhet mellan olika avtalsområden. Fack och arbetsgivare inom stora delar av industrin sätter normen genom att komma överens om en nivå på de procentuella löneökningarna i löneavtalen. Övriga avtalsområden tecknar sedan avtal med i stora drag samma procentuella löneökningar (se diagram A16).

Skillnaden mellan avtalade och slutliga löneökningar brukar kallas löneglidning. Löneglidningen fångar bland annat att lokala förhandlingar kan resultera i löner som ökar snabbare än avtalen. Hur stor löneglidningen är varierar också över tiden (se diagram A17).²⁰

Diagram A16. Avtalade nominella löner
Årlig procentuell förändring

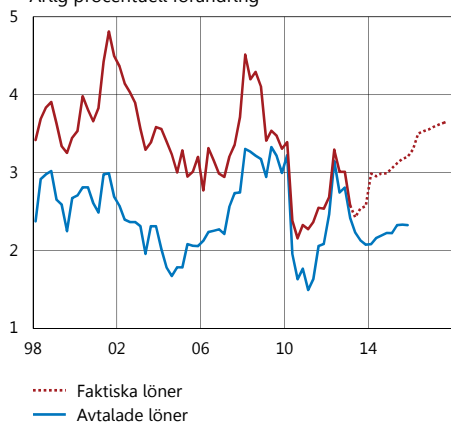


Källa: Medlingsinstitutet

¹⁹ Se till exempel N. Gottfries, Fungerar den svenska lönebildningen?, Bilaga 5 till *Långtidsutredningen 2011* och *Lönebildningsrapporten 2013*, Konjunkturinstitutet.

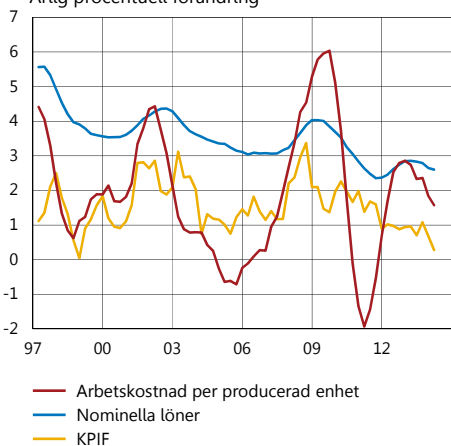
²⁰ Riksbanken använder Medlingsinstitutets sammanställning av avtalade löneökningar. I föl ändrade Medlingsinstitutet beräkningsmetod så att sifferlösa avtal inte längre ingår i sammanställningen. Tidigare ingick dessa avtal som nollavtal. Den nya metoden innebär generellt att den avtalade löneökningstakten höjs. Medlingsinstitutets avtalserie är beräknade med den nya metoden tillbaka till 2009. Beräkningar av löneglidningen är därför inte helt jämförbara före och efter 2009.

Diagram A17. Faktiska och avtalade löner
Årlig procentuell förändring



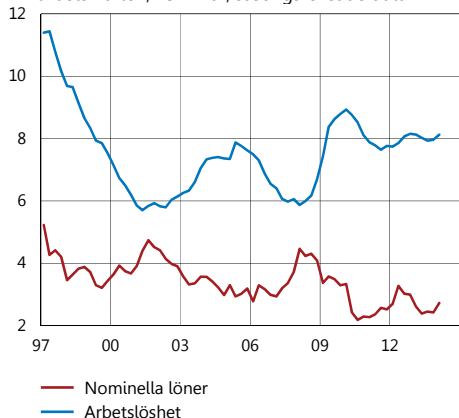
Anm. Löner enligt konjunkturlönestatistiken. Preliminära utfall för de senaste 12 månaderna. Sedan januari 2009 ingår inte så kallade sifferlösa avtal i serien för avtalade löneökningar.
Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

Diagram A18. Arbetskostnad per producerad enhet, nominella löner och KPIF
Årlig procentuell förändring



Anm. För KPIF och löner visas säsongjusterad data, för arbetskostnad per producerad enhet säsongrensad och kalenderkorrigerad data. Arbetskostnad per producerad enhet och nominella löner är uttryckta som sex kvartals glidande medelvärden.
Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram A19. Nominella löner och arbetslöshet
Årlig procentuell förändring respektive procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: Medlingsinstitutet och SCB

En enkel tankeram för lönebildningen ser ut på följande sätt. Parterna på arbetsmarknaden förhandlar om nominella löner. Givet den inflation löneförhandlarna räknar med, bestäms också den förväntade reallönen. Utvecklingen av sysselsättningen bestäms sedan av förhållandet mellan reallön och produktivitet. Givet löneförhandlarnas förväntningar om produktiviteten avspeglar den framförhandlade nominallönen därmed de ambitioner som finns om sysselsättningen. Om till exempel parterna lägger stor vikt vid sysselsättningen resulterar avtalsförhandlingarna i nominella löneavtal som är lägre än den förväntade inflationen och tillväxten i produktiviteten. Men det kan givetvis inträffa saker som gör att inflationen och produktivitetstillväxten utvecklas på ett annat sätt än vad parterna räknat med. Då kommer också reallönen och sysselsättningen att bli en annan än väntat. På längre sikt, när arbetslösheten är stabil på en långsiktigt hållbar nivå, kan reallönerna antas öka i takt med produktiviteten.

Lönebildningen är viktig för inflation och penningpolitik

Det finns ett ömsesidigt beroende mellan penningpolitiken och lönebildningen. Inflationen i Sverige har nämligen historiskt samvarierat med utvecklingen av arbetskostnaderna per producerad enhet. Perioder då de nominella lönerna har ökat relativt snabbt i förhållande till produktiviteten har gått hand i hand med stigande inflation (se diagram A18). Eftersom nominella löneökningar är viktiga för arbetskostnaderna per producerad enhet, som i sin tur påverkar inflationen, är de också en viktig faktor i utformningen av penningpolitiken. Om en lägre löneökningstakt än väntat medför att kostnadstrycket och inflationen blir lägre behöver penningpolitiken, allt annat lika, föras i en mer expansiv riktning (se kapitel 2).

Och penningpolitiken är viktig för lönebildningen

Penningpolitiken är även viktig för lönebildningen eftersom denna underlättas om det råder viss samsyn om den framtida inflationen. En samsyn om den framtida inflationsutvecklingen underlättar för arbetsmarknadens parter och förenklar förhandlingarna genom att utgöra en gemensam utgångspunkt. Av det skälet är det också viktigt att penningpolitiken bedrivs på ett sådant sätt att inflationsmålet uppfattas som det nominella ankaret för prisutvecklingen. Penningpolitiken kan förvisso inte styra inflationen med hög precision, vilket kan innebära att inflationen avviker från målet under relativt långa perioder. Men penningpolitiken utformas så att inflationen på sikt kommer tillbaka till målet.

Löner samvarierar med arbetsmarknadsläget

Riksbanken följer kontinuerligt löneutvecklingen och diskussionerna kring avtalsförhandlingarna. Prognoserna för lönerna baseras på historiska samband mellan nominella löner, arbetsmarknad, produktivitet och inflation, men resultaten av avtalsförhandlingarna, både vad gäller de avtalade löneökningarna och avtalens konstruktion, är också av central betydelse.

Det finns ett tydligt empiriskt samband mellan nominella löneökningar och utvecklingen på arbetsmarknaden. När arbetslösheten stiger och mängden lediga resurser på arbetsmarknaden ökar, stiger normalt de nominella timlönerna långsammare och omvänt när arbetslösheten faller (se diagram A19). Detta beror delvis på de avtalade löneökningarna, som i perioder av hög arbetslöshet har tenderat att bli mer återhållsamma.

Ett sätt att illustrera hur lönebildningen påverkas av arbetsmarknaden är att skatta så kallade löneekvationer. I dessa skattningar förklaras löneutvecklingen av nivån på arbetslösheten, den förväntade inflationen och tillväxten i produktiviteten. I nuläget bedöms den nominella löneutvecklingen vara ungefär normal givet utvecklingen av de förklarande variabelerna (se diagram A20). Den förhållandevis låga ökningstakten i timlöner 2013 kan alltså i stora drag förklaras av nivån på arbetslösheten, inflationsförväntningarna och produktivitetstillväxten i ekonomin.²¹

Som diskuterats tidigare sätts den nominella lönen i syfte att, givet den förväntade inflationen, uppnå en viss utveckling för reallönen. Om reallöner och produktivitet ökar i samma takt blir den så kallade vinstandelen konstant.²² Det historiska sambandet mellan reallöner och produktivitet är dock förhållandevis svagt i data (se diagram A21). Att produktiviteten normalt varierar mer än reallönerna innebär att även vinstandelen varierar över en konjunkturcykel (se diagram A22).²³

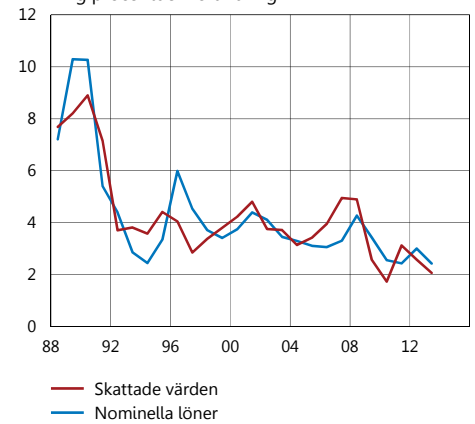
Åren 2012 och 2013 har reallönerna ökat snabbare än produktiviteten, vilket har lett till en nedgång i vinstandelen. En faktor som har bidragit till detta är att prisutvecklingen varit svagare än förväntat (se fördjupning "Varför är inflationen låg?"). Inflationen har blivit lägre än vad arbetsmarknadens parter enligt enkätundersökningar förväntade sig för 1–2 år sedan vilket innebär att den realiserade reallönen har blivit högre än den förväntade.

Sammantaget har utvecklingen av nominella löner de senaste åren varit ungefär i linje med utvecklingen på arbetsmarknaden. Att inflationen har blivit lägre än förväntat har bidragit till att reallönerna blivit oväntat höga, vilket har verkat återhållande på vinstandelen.

Lönerna stiger snabbare framöver när konjunkturen stärks

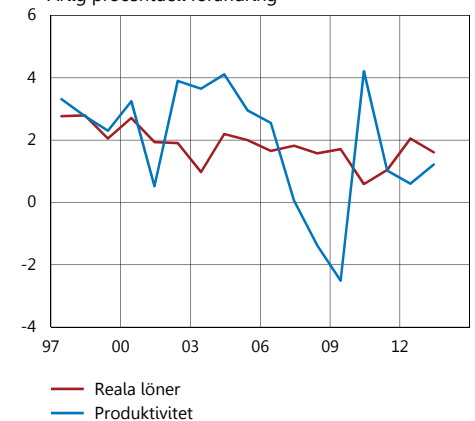
Avtalsrörelsen 2013 resulterade övervägande i treåriga nominella löneavtal som löper en bit in i 2016. Enligt Medlingsinstitutets sammanställning ökar de avtalade lönerna med 2,2 procent 2014 och 2,3 procent 2015. En ökande andel av löneavtalen utgörs dock av så kallade sifferlösa avtal. För 2015 omfattas närmare 20 procent av de anställda av avtal som inte anger någon siffersatt nominell löneökning.

Diagram A20. Faktiska och skattade nominella löner
Årlig procentuell förändring



Anm. I ekvationen förklaras löneutvecklingen av nivån på arbetslösheten, förväntad inflation och tillväxten i produktiviteten.
Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken.

Diagram A21. Reala löner och produktivitet
Årlig procentuell förändring



Anm. Reala löner är nominella löner deflaterade med KPIF.
Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

Diagram A22. Vinstandel
Procent av förädlingsvärde



Anm. Streckad linje avser genomsnitt för perioden 1997–2013.
Källor: SCB och Riksbanken

²¹ Dessa resultat är i linje med en liknande specifikation i Konjunkturinstitutets lönebildningsrapport 2013. Inflationsförväntningar mäts i ekvationen med föregående års KPIF-inflation.

²² Vinstandelen utgörs av bruttoöverskottets andel av det samlade förädlingsvärdet, det vill säga den del av förädlingsvärdet som inte utgörs av arbetskostnader.

²³ För ytterligare diskussion om vinstandelen, se scenario "Kostnadsutvecklingen och inflationen" i Penningpolitisk rapport, februari 2014, Sveriges riksbank. Där beskrivs två scenarier som båda innebär att en i utgångsläget låg vinstandel stiger. Utvecklingen av löner och inflation, liksom penningpolitiken, är dock olika i de två scenarierna.

De avtalade löneökningarna utgör en grund för Riksbankens löneprognos. Därutöver gör Riksbanken en bedömning som framför allt grundas i hur lönerna brukar utvecklas över konjunkturen. Den mycket låga räntan bidrar till att arbetslösheten bedöms sjunka de närmaste åren. Lönerna bedöms därmed öka något snabbare i förhållande till avtalen i år och nästa år än vad de gjorde 2013. År 2016 bedöms lönerna stiga med 3,5 procent, vilket är ungefär i linje med det historiska genomsnittet. Den högre löneökningstakten är en förklaring till att inflationen stiger de kommande åren.

Prognosen innebär att reallönerna ökar snabbare än produktiviteten även i år. Vinstandelen faller därmed ytterligare något. I takt med att efterfrågan i ekonomin ökar bedöms företagens möjligheter att föra kostnader vidare till priser gradvis öka. Detta bidrar till att inflationen stiger, vilket i kombination med en något högre tillväxt i produktiviteten innebär att vinstandelen stiger 2015 och 2016. Vinstandelen dessa år är dock alltså låg i förhållande till det historiskt normala, vilket kan bidra till att löneökningarna blir mer återhållsamma. Utvecklingen av lönerna framöver är osäker även av andra skäl. I kapitel 2 illustreras hur alternativa scenarier för löneutvecklingen kan påverka inflationen och penningpolitiken.

Denna fördjupning har pekat på samspelet mellan lönebildning och penningpolitik. Löneutvecklingen är en faktor som påverkar inflationen och är därmed viktig för penningpolitiken. Samtidigt spelar penningpolitiken en central roll i lönesättningen genom att förankra inflationsförväntningarna kring 2 procent och på så sätt underlätta förhandlingarna om lönerna. Riksbanken kommer fortsätta att noga följa lönebildningen och förhandlingarna om nya löneavtal.

■ Skärpta kapitalkrav för svenska banker – effekter på makroekonomin

Finansinspektionen har nyligen presenterat skärpta kapitalkrav för svenska banker. De huvudsakliga inslagen i de skärpta kraven är en höjning av riskviktsgolvet för svenska bolån och en kontrycklig kapitalbuffert. Denna fördjupning analyserar på ett övergripande plan de makroekonomiska effekterna av de skärpta kapitalkraven. Det främsta syftet med Finansinspektionens åtgärder är att öka motståndskraften i det svenska bank-systemet. Åtgärderna bedöms påverka utlåningsräntor, kreditvolymer och tillväxt i begränsad omfattning.

Den 8 maj i år kom Finansinspektionen (FI) med besked om skärpta kapitalkrav för svenska banker. Förutom tidigare aviserade krav på 12 procent kärnprimärkapital i storbankerna från januari 2015²⁴ innehåller FI:s besked två huvudsakliga beståndsdelar:

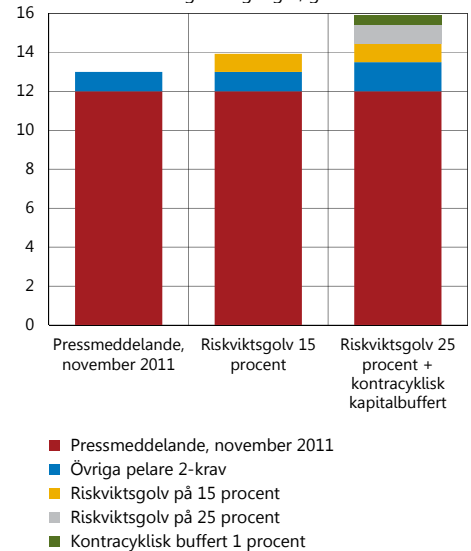
- riskviktsgolvet för svenska bolån höjs från 15 till 25 procent
- en kontrycklig kapitalbuffert införs, och buffertvärdet sätts till 1 procent²⁵

Höjningen av riskviktsgolvet till 25 procent aviserades av FI i november 2013, och effekterna av den åtgärden beaktades därmed inför det penningpolitiska beslutet i december. Den kontryckliga kapitalbufferten är ett nytt makrotillsynsverktyg som FI kan använda i samband med att det nya kapitaltäckningsregelverket träder i kraft i augusti, och har därför inte beaktats fullt ut vid tidigare penningpolitiska beslut. Beståndsdelarna av de nya kapitalkraven illustreras i diagram A23. Som ett genomsnitt för de svenska storbankerna motsvarar höjningen av riskviktsgolvet för bolån från 15 till 25 procent ett extra kärnprimärkapitalkrav på cirka 1 procentenhet, medan den kontryckliga kapitalbufferten står för ytterligare cirka 0,5 procentenhet.²⁶

Huvudsyftet är att stärka motståndskraften i bankerna

Både höjningen av riskviktsgolvet och den kontryckliga kapitalbufferten är exempel på makrotillsynsåtgärder, alltså åtgärder som syftar till att minska systemriskerna i ekonomin.²⁷ Detta kan ske genom att

Diagram A23. Krav på kärnprimärkapital för svenska storbanker
Procent av riskvägda tillgångar, genomsnitt



Anm. Övriga pelare 2-krav avser Finansinspektionens schablonvärden. De nya kapitalkraven innebär att dessa övriga pelare 2-krav i högre utsträckning än tidigare ska täckas med kärnprimärkapital; därav den större blå fyrkanten i stapeln längst till höger i diagrammet. För riskviktsgolven och den kontryckliga bufferten avser beräkningarna viktade genomsnitt för de fyra storbankerna. Se fotnot 24 avseende pressmeddelandet från november 2011.

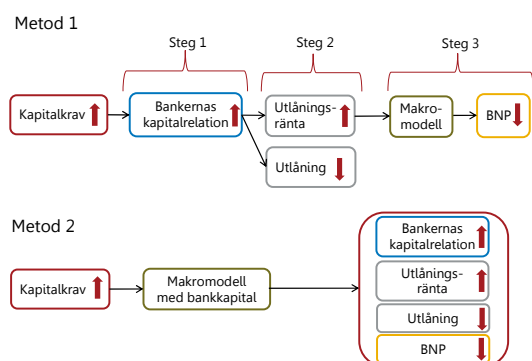
Källa: Riksbanken

²⁴ I ett pressmeddelande från november 2011 från Finansinspektionen (FI), Finansdepartementet och Riksbanken presenterades ett förslag som innebar att de svenska storbankerna från januari 2013 skulle ha minst 10 procent kärnprimärkapitalrelation, och från januari 2015 minst 12 procent.

²⁵ I beskedet den 8 maj angavs inget förslag till buffertvärde, men FI meddelade senare att man förordar 1 procent. Riksbanken anser dock att bufferten bör sättas till 2,5 procent. Se rekommendationen och fördjupningen "Den kontryckliga kapitalbufferten" i Finansiell stabilitet 2014:1, Sveriges riksbank. Denna fördjupning baseras dock på FI:s föreslagna nivå på 1 procent. FI har meddelat att man kommer med sitt slutgiltiga beslut i september.

²⁶ Riskviktsgolvet för svenska bolån införs som en del av FI:s samlade kapitalbedömning under det som kallas pelare 2 i kapitaltäckningsregelverket. Bankerna åläggs ett extra kärnprimärkapitalkrav i kronor som motsvarar en höjning av riskviktsgolvet på bolån från 15 till 25 procent. Bankernas rapporterade riskvägda tillgångar påverkas dock inte av riskviktsgolvet, eftersom dessa beräknas inom ramen för regelverket i pelare 1. Riskviktsgolvet på svenska bolån innebär därmed en ökning av kärnprimärkapitalkravet i förhållande till bankernas riskvägda tillgångar. För en närmare beskrivning av hur riskviktsgolvet för bolån påverkar kapitalkraven för bankerna, se fördjupningen "Minimikrav på bankernas kapital vid höjda riskvikter på bolån" i Finansiell stabilitet 2013:2, Sveriges riksbank samt "Kapitalkrav för svenska banker", promemoria 2014-05-08, Finansinspektionen. Det kontryckliga buffertvärdet på 1 procent avser riskvägda tillgångar i Sverige. I genomsnitt har storbankerna cirka 35 procent av sina totala riskvägda tillgångar i Sverige, vilket innebär ett kärnprimärkapitalkrav från bufferten på cirka 0,35 procent. Siffran 0,5 procent inkluderar ett extra kärnprimärkapitalkrav som tillkommer på grund av att riskviktsgolvet på bolån beaktas vid beräkningen av det kapitalkrav som följer av bufferten. Se även anmärkning till diagram A28.

²⁷ FI menar att riskviktsgolvet på 15 procent avsåg att hantera att bankernas internt bestämda riskvikter inte avspeglade riskerna för kreditförluster, medan höjningen av riskviktsgolvet till 25 procent avsåg att hantera de systemriskerna som bolånen ger upphov till. Se "Kapitalkrav för svenska banker", promemoria 2014-05-08, och "Stabiliteten i det finansiella systemet", rapport 2014-06-12, Finansinspektionen.

Diagram A24. Olika metoder för att analysera effekter av kapitalkrav

Källa: Riksbanken

öka motståndskraften i det finansiella systemet och genom att dämpa en alltför kraftig kredit tillväxt.

Det primära syftet med de nya åtgärderna från FI är att öka motståndskraften i det svenska banksystemet mot bakgrund av den kraftiga skulduppbyggnad som skett bland hushållen under lång tid. Högre kapitalkrav gör att det finansiella systemets motståndskraft mot störningar ökar, vilket minskar sannolikheten för en finansiell kris.²⁸ Exempelvis minskar risken för att ett kraftigt fall i de svenska bostadspriserna utvecklas till en bankkras om bankerna har mer kapital för att absorbera kreditförluster.

Högre kapitalkrav kan också medföra högre utlåningsräntor, minskade lånevolymer och lägre BNP

De höjda kapitalkraven kan också få andra effekter på makroekonomin i form av högre utlåningsräntor, minskade utlåningsvolymer och lägre BNP. Effekterna på utlåningen till hushållen kan ses som en positiv bieffekt eftersom de kan bidra till att dämpa hushållens skuldsättning, medan effekterna på BNP kan ses som en negativ bieffekt eller kostnad. En analys av de makroekonomiska effekterna av kapitalkrav innehåller flera beståndsdelar.

Den första frågan gäller i vilket utsträckning bankernas faktiska kapitalrelation påverkas av de skärpta kraven.²⁹ *Den andra frågan* gäller effekterna på bankernas utlåning och räntesättning förutsatt att de ökar sina kapitalrelationer.³⁰ *Den tredje frågan* gäller hur makroekonomin påverkas av bankernas förändrade beteende.

De tre frågorna ovan kan antingen analyseras stegvis eller tillsammans med hjälp av en makroekonomisk modell som innehåller kapitalrelationer i bankerna (se diagram A24).

Riksbankens tidigare analyser av effekter på makroekonomin av kapitalkrav

Riksbanken presenterade 2010 och 2011 analyser av effekterna av höjda kapital- och likviditetskrav i samband med införandet av Basel III.³¹ I en första analys med hjälp av data över bankernas balansräkningar indikerades att en ökning av kapitalrelationerna i storbankerna med en procentenhet skulle medföra som mest 0,1 procentenhets högre utlåningsränta och 2 procents lägre utlåningsvolymer (se steg 1 och 2 i övre halvan av diagram A24).³² Effekterna bygger på antagandet att bankerna ökar sina faktiska kapitalrelationer lika mycket

²⁸ För en internationell studie över sambandet mellan kapitalnivåer i banker och sannolikheten för finansiella kriser, se R. Barrell, E. P. Davis, D. Karim och I. Liadze, "Bank regulation, property prices and early warning systems for banking crises in OECD countries", Discussion Paper no. 330, National Institute of Economic and Social Research, 2010.

²⁹ För detaljer kring detta, se exempelvis fördjupningen "Minimikrav på bankernas kapital vid höjda riskvikter på bolån" i Finansiell stabilitet 2013:2, Sveriges riksbank.

³⁰ I princip kan detta ske på tre sätt: För det första kan man direkt öka nivån på det egna kapitalet genom exempelvis upparbetade vinster; för det andra kan man minska sina tillgångar genom exempelvis minskad utlåning och för det tredje kan man minska de riskvägda tillgångarna genom att omfördela sin utlåning mot sådan som har relativt sett lägre riskvikter alternativt öka användningen av så kallade interna modeller när utlåningen riskviktas.

³¹ Dessa analyser fokuserade på de konjunkturella effekterna av högre kapitalkrav. En analys av de långsiktiga effekterna finns beskrivna i "Lämplig kapitalnivå i svenska storbanker – en samhällsekonomisk analys", Riksbanksstudie publicerad 2011-12-06, Sveriges riksbank.

³² Se fördjupningen "Basel III – effekter på de svenska bankerna och Sverige" i Finansiell stabilitet 2010:2, Sveriges riksbank.

som kraven ökar³³ (med 1 procentenhet) och att bankerna uppnår den högre kapitalrelationen genom att förändra sina balansräkningar enligt ett historiskt normalt mönster. Effekten på utlåningsräntorna beräknades med hjälp av det historiska sambandet mellan räntemarginalen och mängden kapital i bankerna.

Med dessa resultat som grund presenterades en analys av effekterna på BNP av att bankernas utlåningsräntor ökade (se steg 3 i övre halvan av diagram A24).³⁴ Experimenten gjordes med hjälp av Riksbankens makromodell Ramses, och indikerade att BNP-nivån minskade med som mest mellan 0,2 och 0,5 procent, där skillnaderna avspeglar olika antaganden för penningpolitiken.³⁵

Riksbanken har även tagit fram en makromodell där tidsvarierande kapitalkrav och penningpolitik kan analyseras tillsammans (se nedre halvan av diagram A24).³⁶ Experiment i modellen tyder på att en ökning av kapitalkravet med 1 procentenhet leder till som mest cirka 0,7 procents lägre utlåning och cirka 0,5 procents lägre BNP, när penningpolitiken tillåts reagera enligt normalt mönster.³⁷

De ovanstående resultaten ger en grov indikation på de makroekonomiska effekterna av FI:s besked. Höjningen av riskviktsgolvet motsvarar en höjning av kapitalkravet med cirka 1 procentenhet. Det indikerar att utlåningsräntorna för ekonomin som helhet stiger med 0,1 procentenhet, att utlåningen minskar med mellan 0,7 och 2 procent och att BNP minskar med mellan 0,2 och 0,5 procent, beroende på om penningpolitiken antas reagera.

Den kontryckiska kapitalbufferten innebär cirka 0,5 procentenhets extra kapitalkrav, och jämfört med höjningen av riskviktsgolvet blir effekterna därmed ungefär hälften så stora.

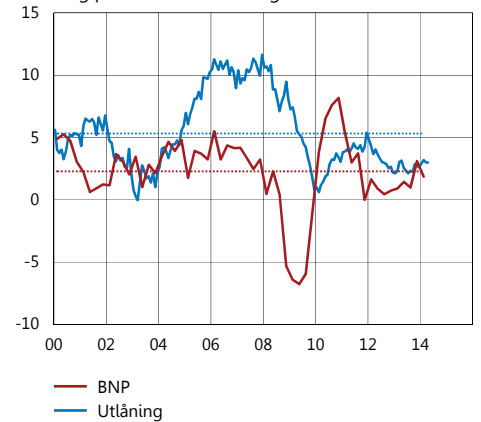
Med tanke på att utlåningen de senaste 15 åren vuxit med drygt 5 procent per år i genomsnitt måste effekterna på utlåningen betraktas som små (se diagram A25). På motsvarande sätt kan effekterna på BNP sägas vara begränsade, i relation till den genomsnittliga BNP-tillväxten på drygt 2 procent per år (se diagram A25).³⁸

Effekterna på makroekonomin av FI:s åtgärder generellt sett små, men positivt att hushållen påverkas mer än företagen

En sammantagen bedömning av vad FI:s åtgärder betyder i *dagsläget* kan göras utifrån de tre delfrågorna som beskrivits ovan.

Den första frågan gäller hur bankernas kapitalrelationer påverkas av FI:s åtgärder. Diagram A26 visar de fyra storbankernas faktiska kapitalrelationer och de nya kapitalkrav som FI:s besked innebär.³⁹

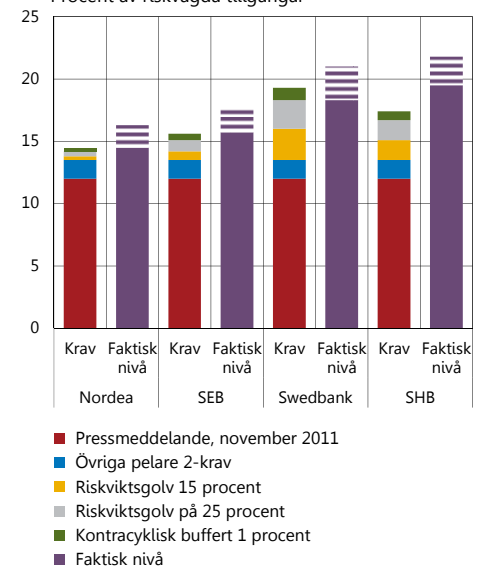
Diagram A25. BNP och utlåning
Årlig procentuell förändring



Anm. Utlåning avser MFI's utlåning till icke-finansiella företag och hushåll enligt finansmarknadsstatistiken justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån från 2006. Serierna avser reala termer där utlåning är deflaterad med KPIF. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 2000 till sista utfall.

Källa: SCB

Diagram A26. Totala krav och faktiska nivåer på de svenska storbankernas kärnprimärkapitalrelationer
Procent av riskvägda tillgångar



Anm. I diagrammet har för så kallade övriga pelare 2-krav använts schablonvärden från Finansinspektionen. Streckad del av stapeln för faktisk nivå är en prognos baserad på vinstprognoser från SME Direkt för resterande del av innevarande räkenskapsår och ett antagande om oförändrade riskvägda tillgångar. Därmed ger den en indikation på bankernas förmåga att ytterligare stärka sin kärnprimärkapitalrelation. De faktiska kapitalrelationerna är hämtade från bankernas kvartalsrapporter från första kvartalet 2014. Sedan dess har Swedbank fått tillstånd av FI att använda en ny metod för att beräkna sina riskvägda tillgångar, som därigenom minskar. Detta medför att Swedbanks faktiska kärnprimärkapitalrelationen ökar från 18,3 till 21,7 procent. Se fotnot 24 avseende pressmeddelandet från november 2011.

Källor: Finansinspektionen, SME Direkt och Riksbanken

³³ Om bankerna inte ökar sina kapitalrelationer lika mycket som kraven ökar – exempelvis på grund av att de redan tagit höjd för väntade ökning av kraven eller vill hålla en mindre buffert än tidigare i förhållande till kraven – skulle effekterna på räntor och utlåning bli mindre.

³⁴ Se fördjupningen "Effekter av Basel III på den makroekonomiska utvecklingen" i Penningpolitisk rapport, februari 2011, Sveriges riksbank.

³⁵ I experimentet antogs att kapitalnivån i bankerna ökade med 1 procentenhet över en fyraårsperiod. Den maximala effekten uppnåddes dock efter först 32 kvartal.

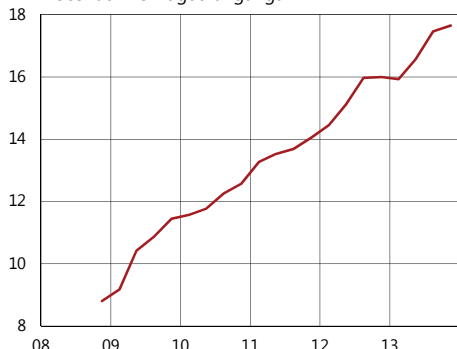
³⁶ Se M. Jonsson och K. Moran, "Kopplingarna mellan penningpolitik och makrotillsyn", Penning- och valutapolitik, 2014:1, Sveriges riksbank.

³⁷ Endast utlåning till företag finns dock med i modellen.

³⁸ På lång sikt kan effekterna på utlåning och BNP dessutom antas bli ännu mindre, eftersom högre kapitalnivåer i bankerna gör dem säkrare, vilket sannolikt medför lägre finansieringskostnader och därmed mindre behov av höjda utlåningsräntor och minskad utlåning.

³⁹ Att effekterna av det höjda riskviktsgolvet blir olika för de olika storbankerna beror huvudsakligen på skillnader i andelen bolån i utlåningen. Även för den kontryckiska kapitalbufferten blir effekterna olika, eftersom storbankernas andelar av exponeringar i Sverige skiljer sig åt.

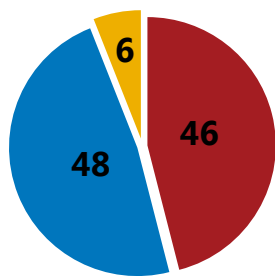
Diagram A27. Utveckling av de svenska storbankernas kärnprimärkapitalrelationer
Procent av riskvägda tillgångar



Anm. Kärnprimärkapitalrelation enligt Basel II utan övergångsregler, oviktat genomsnitt.

Källor: SNL Financial och Riksbanken

Diagram A28. Fördelning av utlåning i Sverige som får extra kapitalkrav vid en kontracyklisk kapitalbuffert
Procent

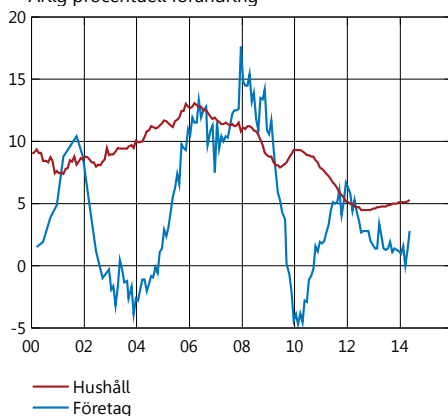


■ Hushåll ■ Företag ■ Övrigt

Anm. Siffrorna avser riskvägd utlåning. Vid beräkning av det kapitalkrav som följer av kapitalbufferten beaktar FI riskviktsgolvet på bolån på 25 procent. Fördelningen i diagrammet visas därför med 25 procent riskviktsgolvet på bolån. Utan riskviktsgolvet skulle fördelningen vara: företag 68 procent, hushåll 24 procent och övrigt 9 procent.

Källa: Finansinspektionen

Diagram A29. Utlåning till hushåll och företag
Årlig procentuell förändring



Anm. MFI:s utlåning till hushåll och icke-finansiella företag enligt finansmarknadsstatistiken justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån från 2006.

Källa: SCB

Det är tydligt att bankerna de senaste åren har ökat sina kärnprimärkapitalrelationer i takt med att kraven har skärpts (se diagram A27).⁴⁰

Detta stöder hypotesen att bankernas faktiska kärnprimärkapitalrelation påverkas av kraven och att bankerna sannolikt kommer att öka sina kärnprimärkapitalrelationer framöver.⁴¹ Mot bakgrund av bankernas goda vinstutveckling bedöms dock bankerna ha mycket goda förutsättningar att göra detta (se diagram A26).

Den andra frågan gäller hur bankernas utlåning och utlåningsräntor påverkas av att bankerna ökar sina kapitalrelationer.⁴² Höjningen av riskviktsgolvet innebär ett extra kapitalkrav på bolån och bedöms därför enbart påverka boräntor till hushåll. Riksbankens bedömning är att bankernas bolåneräntor stiger med cirka 0,2 procentenheter. Detta är samma bedömning som i den penningpolitiska uppföljningen i december 2013, i samband med att FI hade aviserat åtgärden.⁴³

Den kontracykliska kapitalbufferten innebär ett extra kapitalkrav på all utlåning i Sverige (se diagram A28). Därför bedöms bufferten påverka både hushålls- och företagsräntor. Men effekten på dessa räntor är mycket begränsad, cirka 0,05 procentenheter vardera.⁴⁴

Den tredje frågan gäller hur makroekonomin påverkas av de båda åtgärderna. För ekonomin som helhet bedöms effekterna i termer av BNP bli mycket begränsade. De senaste åren har utlåningen till företagen utvecklats relativt svagt medan utlåningen till hushållen fortsätter att växa relativt snabbt, samtidigt som hushållens skuldsättning ökar (se diagram A29). Därför är det positivt att de båda åtgärderna sammantaget främst bedöms påverka bankernas bolåneräntor. På så vis kan de bidra till att dämpa hushållens skuldsättning utan att inverka nämnvärt på företagsutlåningen. Effekterna på hushållens skuldsättning bedöms dock vara små.

Starkt motståndskraft i banksystemet den huvudsakliga effekten av FI:s åtgärder

Sammantaget bedöms den huvudsakliga effekten av FI:s åtgärder vara att motståndskraften i det svenska banksystemet stärks. På så vis minskar risken att hushållens skuldsättning i slutändan leder till problem i de svenska bankerna med allvarliga effekter på makroekonomin som följd. De direkta effekterna på tillväxten i hushållens skuldsättning bedöms vara små.

⁴⁰ Se även kapitel 4, "Utvecklingen i de svenska bankkoncernerna", Finansiell stabilitet 2014:1, Sveriges riksbank.

⁴¹ Empiriska studier från andra länder tyder också på att banker anpassar sin kapitalrelation relativt mycket när kapitalkraven ändras. Se exempelvis W. B. Francis och M Osborne, "On the Behavior and Determinants of Risk-Based Capital Ratios: Revisiting the Evidence from UK Banking Institutions", *International Review of Finance*, 10(4), sid. 485–518, 2010 samt J. Bridges, D. Gregory, M. Nielsen, S. Pezzini, A. Radia och M. Spaltro, "The impact of capital requirements on bank lending", Bank of England Working Paper 486, 2014.

⁴² För internationella studier som undersöker sambandet mellan bankutlåning och kapitalkrav, se till exempel M. Drehmann och L. Gambacorta, "The effects of countercyclical capital buffers on bank lending", *Applied Economics Letters*, 19(7), sid. 603–608, 2012, W. B. Francis, och M. Osborne, "Capital requirements and bank behavior in the UK: Are there lessons for international capital standards?", *Journal of Banking & Finance* 36(3), sid. 803–816, 2012 och J. Bridges, D. Gregory, M. Nielsen, S. Pezzini, A. Radia och M. Spaltro, "The impact of capital requirements on bank lending", Bank of England Working Paper 486, 2014, samt J. Noss och P. Toffano, "Estimating the impact of changes in aggregate bank capital requirements during an upswing", Bank of England Working Paper 494, 2014.

⁴³ Detta är i linje med effektberäkningarna av Basel III, som redogjorts för ovan, eftersom utlåningen till hushåll utgör ungefär hälften av bankernas utlåning i Sverige, vilket betyder att den totala volymviktade utlåningsräntan till både hushåll och företag stiger med cirka 0,1 procentenhet.

⁴⁴ Även detta är i linje med effektberäkningarna av Basel III, eftersom 1 procentenhet ökat kapitalkrav där beräknades ge 0,1 procentenhetens högre utlåningsränta i ekonomin som helhet, och den kontracykliska bufferten motsvarar cirka 0,5 procentenhetens ökat kapitalkrav.

■ APPENDIX

- Tabeller
- Fördjupningar 2011–2014
- Ränτεbeslut 2009–2014
- Ordlista

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport/uppföljning anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2014 kv2	2014 kv3	2014 kv4	2015 kv3	2016 kv3	2017 kv3
Reporänta	0,8	0,3 (0,7)	0,2 (0,7)	0,3 (1,2)	1,5 (2,4)	2,4

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015	2016
KPI	0,0	-0,1 (0,2)	1,3 (2,2)	3,0 (3,2)
KPIF	0,9	0,6 (0,7)	1,6 (1,7)	2,0 (2,0)
KPIF exkl. energi	1,1	0,8 (1,1)	1,8 (1,9)	2,2 (2,1)
HIKP	0,4	0,3 (0,5)	1,6 (1,7)	2,0 (2,0)

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta. HIKP är ett EU-harmoniserat index för konsumentpriser.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015	2016
Reporänta	1,0	0,5 (0,7)	0,3 (1,1)	1,3 (2,3)
10-årsränta	2,1	2,0 (2,4)	2,2 (3,2)	3,1 (3,9)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	103,0	105,9 (103,0)	104,1 (101,8)	102,1 (101,2)
Offentligt finansiellt sparande*	-1,2	-1,9 (-1,9)	-1,1 (-0,9)	-0,2 (-0,1)

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2013	2014	2015	2016
Euroområdet	0,14	0,47	-0,4	1,0 (1,2)	1,7 (1,8)	2,0 (1,9)
USA	0,19	0,09	1,9	1,8 (3,1)	3,4 (3,4)	2,8 (2,7)
Japan	0,06	0,03	1,5	1,5 (1,2)	1,3 (1,1)	1,2 (1,2)
Kina	0,15	0,08	7,6	6,9 (7,3)	7,0 (7,0)	7,0 (7,0)
KIX-vägd	0,79	1,00	1,1	2,0 (2,3)	2,6 (2,7)	2,8 (2,8)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,0	3,2 (3,6)	4,0 (3,9)	4,0 (3,8)

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen enligt IMF. Konjunkturinstitutet uppdaterar vikterna för kronindexet KIX i början av varje år, med tre års eftersläpning. Siffrorna i tabellen är baserade på nya KIX-vikter för 2011 som används för 2014 och ett antagande om att vikterna under kommande prognosår kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de tidigare fem åren.

KPI	2013	2014	2015	2016
Euroområdet (HIKP)	1,4	0,7 (0,9)	1,4 (1,5)	1,7 (1,7)
USA	1,5	1,9 (1,6)	2,3 (2,1)	2,4 (2,5)
Japan	0,4	2,8 (2,8)	2,1 (2,0)	2,1 (1,7)
KIX-vägd	1,9	1,6 (1,7)	2,1 (2,2)	2,3 (2,3)

	2013	2014	2015	2016
Styrränta i omvärlden, procent	0,2	0,3 (0,3)	0,3 (0,4)	0,5 (1,0)
Råoljepris, USD/fat Brent	108,8	109,9 (106,1)	106,7 (101,7)	102,1 (97,9)
Svensk exportmarknad	1,6	3,1 (4,5)	5,7 (5,9)	6,1 (6,1)

Anm. Styrränta i omvärlden avser en sammanvägning av USA, euroområdet, Norge och Storbritannien.

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

Tabell 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2013	2014	2015	2016
Hushållens konsumtion	2,0	2,7 (2,9)	3,2 (2,9)	2,8 (2,5)
Offentlig konsumtion	2,0	1,0 (0,9)	1,6 (1,6)	1,2 (1,2)
Fasta bruttoinvesteringar	-1,1	4,4 (4,2)	6,0 (6,9)	5,6 (5,3)
Lagerinvesteringar*	0,2	0,2 (0,2)	0,1 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	-0,4	3,8 (4,2)	6,2 (6,2)	6,5 (6,3)
Import	-0,8	5,3 (4,5)	6,6 (6,8)	6,6 (6,6)
BNP	1,6	2,2 (2,7)	3,3 (3,2)	3,1 (2,8)
BNP, kalenderkorrigerad	1,6	2,3 (2,8)	3,1 (3,0)	2,8 (2,5)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	1,3	2,4 (2,4)	3,1 (3,2)	2,8 (2,6)
Nettoexport*	0,2	-0,4 (0,1)	0,1 (0,1)	0,3 (0,2)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	6,8	6,4 (6,6)	6,2 (6,3)	6,2 (6,2)

* 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

	2013	2014	2015	2016
Folkmängd, 15-74 år	0,6	0,7 (0,7)	0,8 (0,7)	0,8 (0,7)
Potentiellt arbetade timmar	0,5	0,6 (0,6)	0,6 (0,6)	0,6 (0,6)
BNP, kalenderkorrigerad	1,6	2,3 (2,8)	3,1 (3,0)	2,8 (2,5)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	0,4	1,5 (1,0)	1,3 (1,6)	1,2 (1,2)
Sysselsatta, 15-74 år	1,0	1,2 (1,0)	1,3 (1,2)	1,1 (1,0)
Arbetskraft, 15-74 år	1,1	1,1 (0,9)	0,6 (0,5)	0,4 (0,4)
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,0	8,0 (7,9)	7,3 (7,3)	6,7 (6,7)

* 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 om ej annat anges

	2013	2014	2015	2016
Timplön, KL	2,5	3,0 (2,8)	3,1 (3,1)	3,5 (3,4)
Timplön, NR	2,4	2,6 (2,9)	3,5 (3,3)	3,9 (3,7)
Arbetsgivaravgifter*	0,1	-0,1 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Arbetskostnad per timme, NR	2,5	2,5 (2,9)	3,5 (3,3)	3,9 (3,7)
Produktivitet	1,2	0,8 (1,9)	1,8 (1,4)	1,6 (1,3)
Arbetskostnad per producerad enhet	1,3	1,7 (1,0)	1,8 (1,9)	2,2 (2,3)

* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Tabell 8. Alternativscenario: lägre löner, oförändrad penningpolitik

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt. Huvudscenario inom parentes.

	2014	2015	2016
Nominella löner	2,5 (2,5)	3,2 (3,5)	2,9 (3,9)
Reala löner	1,9 (1,9)	1,7 (1,9)	1,1 (1,9)
Arbetslöshet, 15–74 år	8,0 (8,0)	7,3 (7,3)	6,6 (6,7)
Timgap, procent	-0,6 (-0,6)	0,1 (0,1)	0,7 (0,7)
KPIF	0,6 (0,6)	1,6 (1,6)	1,7 (2,0)
KPI	-0,1 (-0,1)	1,3 (1,3)	2,7 (3,0)
BNP, kalenderkorrigerad	2,3 (2,3)	3,1 (3,1)	2,8 (2,8)

Anm. Nominella löner avser arbetskostnader per timme enligt nationalräkenskaperna, se även tabell 7. Reala löner avser arbetskostnader per timme enligt nationalräkenskaperna deflaterade med KPIF. Arbetslösheten avser procent av arbetskraften.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 9. Alternativscenario: lägre löner, aktiv penningpolitik

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt. Huvudscenario inom parentes.

	2014	2015	2016
Nominella löner	2,5 (2,5)	3,2 (3,5)	3,1 (3,9)
Reala löner	1,9 (1,9)	1,7 (1,9)	1,3 (1,9)
Arbetslöshet, 15–74 år	8,0 (8,0)	7,3 (7,3)	6,6 (6,7)
Timgap, procent	-0,6 (-0,6)	0,1 (0,1)	0,9 (0,7)
KPIF	0,6 (0,6)	1,6 (1,6)	1,8 (2,0)
KPI	-0,1 (-0,1)	1,3 (1,3)	2,8 (3,0)
BNP, kalenderkorrigerad	2,3 (2,3)	3,1 (3,1)	3,0 (2,8)
Reporänta, procent	0,5 (0,5)	0,2 (0,3)	0,9 (1,3)

Anm. Nominella löner avser arbetskostnader per timme enligt nationalräkenskaperna, se även tabell 7. Reala löner avser arbetskostnader per timme enligt nationalräkenskaperna deflaterade med KPIF. Arbetslösheten avser procent av arbetskraften.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 10. Alternativscenario: högre löner, aktiv penningpolitik

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt. Huvudscenario inom parentes.

	2014	2015	2016
Nominella löner	2,5 (2,5)	3,8 (3,5)	4,4 (3,9)
Reala löner	1,9 (1,9)	2,2 (1,9)	2,3 (1,9)
Arbetslöshet, 15–74 år	8,0 (8,0)	7,3 (7,3)	6,8 (6,7)
Timgap, procent	-0,6 (-0,6)	0,1 (0,1)	0,3 (0,7)
KPIF	0,6 (0,6)	1,7 (1,6)	2,1 (2,0)
KPI	-0,1 (-0,1)	1,5 (1,3)	3,1 (3,0)
BNP, kalenderkorrigerad	2,3 (2,3)	3,1 (3,1)	2,5 (2,8)
Reporänta, procent	0,5 (0,5)	0,4 (0,3)	1,6 (1,3)

Anm. Nominella löner avser arbetskostnader per timme enligt nationalräkenskaperna, se även tabell 7. Reala löner avser arbetskostnader per timme enligt nationalräkenskaperna deflaterade med KPIF. Arbetslösheten avser procent av arbetskraften.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 11. Alternativscenario: högre ränta

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt. Huvudscenario inom parentes.

	2014	2015	2016
Reporänta, procent	0,6 (0,5)	0,4 (0,3)	1,2 (1,3)
Timgap, procent	-0,6 (-0,6)	0,0 (0,1)	0,5 (0,7)
Arbetslöshet, 15-74 år	8,0 (8,0)	7,4 (7,3)	6,8 (6,7)
BNP-gap, procent	-0,9 (-0,8)	0,0 (0,2)	0,4 (0,7)
KPI	-0,2 (-0,1)	1,1 (1,3)	2,9 (3,0)
KPIF	0,5 (0,6)	1,5 (1,6)	1,9 (2,0)
Hushållens skulder	173,7 (173,8)	177,4 (177,8)	182,0 (182,4)

Anm. Arbetslösheten avser procent av arbetskraften. Hushållens skulder avser procent av disponibel inkomst.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 12. Alternativscenario: lägre ränta

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt. Huvudscenario inom parentes.

	2014	2015	2016
Reporänta, procent	0,4 (0,5)	0,1 (0,3)	1,3 (1,3)
Timgap, procent	-0,6 (-0,6)	0,3 (0,1)	0,8 (0,7)
Arbetslöshet, 15-74 år	8,0 (8,0)	7,2 (7,3)	6,6 (6,7)
BNP-gap, procent	-0,8 (-0,8)	0,5 (0,2)	0,9 (0,7)
KPI	-0,1 (-0,1)	1,5 (1,3)	3,1 (3,0)
KPIF	0,6 (0,6)	1,7 (1,6)	2,1 (2,0)
Hushållens skulder	173,8 (173,8)	178,2 (177,8)	182,7 (182,4)

Anm. Arbetslösheten avser procent av arbetskraften. Hushållens skulder avser procent av disponibel inkomst.

Källor: SCB och Riksbanken

Fördjupningar 2011–2014⁴⁵

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
- 2011 Oktober** Likheter och skillnader mellan det aktuella läget och 2008–2009
- 2011 Oktober** Skuldskrisen i Europa
- 2011 Oktober** Ny avtalsrörelse i ett osäkert ekonomiskt läge

2012

- 2012 Februari** Eurosamarbetet och skuldskrisen
- 2012 Februari** Tillväxtekonomierna och Sveriges export
- 2012 Februari** Förhållandet mellan reporäntan och räntor till hushåll och företag
- 2012 Juli** Skuldskrisen i Europa – Utveckling under våren
- 2012 Juli** Den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad
- 2012 Juli** Varför har inflationen varit lägre i Sverige än i euroområdet?
- 2012 Oktober** KIX index avspeglar bättre Sveriges utlandsberoende
- 2012 Oktober** Nya åtgärder för att hantera krisen i euroområdet
- 2012 Oktober** Fortsatt osäkert läge inför avtalsrörelsen 2013
- 2012 Oktober** Har arbetsmarkandens funktionssätt förändrats?

2013

- 2013 Februari** USA undviker stora finanspolitiska åtstramningar
- 2013 Februari** Hushållens balansräkning och den makroekonomiska bedömningen
- 2013 Februari** Perspektiv på penningpolitiska förväntningar och terminräntor
- 2013 Juli** Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen
- 2013 Juli** Kostnadsutvecklingen och inflationen
- 2013 Juli** Ett långsiktigt perspektiv på kronan
- 2013 Oktober** Förväntad nedtrappning av amerikanska centralbankens tillgångsköp
- 2013 Oktober** Perspektiv på utvecklingen på svensk arbetsmarknad
- 2013 Oktober** Makrotillsyn och penningpolitik

2014

- 2014 Februari** Perspektiv på den låga inflationen
- 2014 Februari** Penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning
- 2014 Februari** Anpassning i euroområdet: en uppdatering

⁴⁵ En förteckning över fördjupningar från och med 1993 och framåt finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Räntebeslut 2009–2014⁴⁶

Mötesdatum	Beslut (procentenheter)	Reporänta (procent)	Penningpolitisk rapport
2009			
10 februari	-1,00	1,00	Februari 2009
20 april	-0,50	0,50	Penningpolitisk uppföljning
1 juli	-0,25	0,25	Juli 2009
2 september	0	0,25	Penningpolitisk uppföljning
21 oktober	0	0,25	Oktober 2009
15 december	0	0,25	Penningpolitisk uppföljning
2010			
10 februari	0	0,25	Februari 2010
19 april	0	0,25	Penningpolitisk uppföljning
30 juni	+0,25	0,50	Juli 2010
1 september	+0,25	0,75	Penningpolitisk uppföljning
25 oktober	+0,25	1,00	Oktober 2010
14 december	+0,25	1,25	Penningpolitisk uppföljning
2011			
14 februari	+0,25	1,50	Februari 2011
19 april	+0,25	1,75	Penningpolitisk uppföljning
4 juli	+0,25	2,00	Juli 2011
6 september	0	2,00	Penningpolitisk uppföljning
26 oktober	0	2,00	Oktober 2011
19 december	-0,25	1,75	Penningpolitisk uppföljning
2012			
15 februari	-0,25	1,50	Februari 2012
17 april	0	1,50	Penningpolitisk uppföljning
3 juli	0	1,50	Juli 2012
5 september	-0,25	1,25	Penningpolitisk uppföljning
24 oktober	0	1,25	Oktober 2012
17 december	-0,25	1,00	Penningpolitisk uppföljning
2013			
12 februari	0	1,00	Februari 2013
16 april	0	1,00	Penningpolitisk uppföljning
2 juli	0	1,00	Juli 2013
4 september	0	1,00	Penningpolitisk uppföljning
23 oktober	0	1,00	Oktober 2013
16 december	-0,25	0,75	Penningpolitisk uppföljning
2014			
12 februari	0	0,75	Februari 2014
8 april	0	0,75	Penningpolitisk uppföljning

⁴⁶ 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.

Dagslåneränta: Ränta för interbanklån över natten.

ECB: Europeiska centralbanken.

ESM: European Stability Mechanism. Ett permanent internationellt finansinstitut som euroländerna grundat för att säkra stabiliteten i euroområdet. ESM ersätter de tidigare finansieringsmekanismerna.

ESRB: European Systemic Risk Board. Europeiska systemrisknämnden ansvarar för makrotillsynen av det finansiella systemet inom EU.

Ekometrisk skattning: Oftast en statistisk beräkning baserad på historiska data.

Exportmarknad: Exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av 32 länder och täcker cirka 85 procent av svensk exportmarknad. 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.

Federal funds rate: Federal Reserves styrränta.

Federal Reserve: Den amerikanska centralbanken.

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.

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.

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

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

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

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

KIX: Kronindex. Ett index för den svenska kronans växelkurs.

KIX-vägd: En sammanvägning av exempelvis BNP, KPI eller växelkurs i euroområdet och 20 länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. KIX-vikter uppdateras löpande.

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.

Listade bostadsräntor: De räntor som Nordea, SBAB, SEB, Swedbank Hypotek, Stadshypotek publicerar, bland annat i dagspressen.

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.

MFI: Monetära finansinstitut. Innefattar banker, bostadsinstitut, finansbolag, kommun- och företagsfinansierande institut, monetära värdepappersbolag och monetära investeringsfonder (penningmarknadsfonder).

Monetär bas: Definieras i Sverige som utestående sedlar och mynt, penningpolitiska motparters inlåning i Riksbanken samt fordringar på Riksbanken till följd av emitterade riksbankscertifikat.

MRO: Main refinancing operation. ECB:s veckovisa marknadsoperation där centralbanken hanterar likviditetstillförseln och styr de korta räntorna. Normalt sker detta genom att ECB specificerar ett belopp samt en lägsta ränta, och bankerna sedan tilldelas likvid via auktion. Sedan oktober 2008 tillämpar dock ECB full tilldelning till fast ränta, det vill säga ECB fastställer en ränta och bankerna får låna obegränsat till denna ränta givet möjligheten att ge tillräcklig säkerhet.

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.

Refirränta: Den europeiska centralbankens styrränta.

Reporänta: Riksbankens viktigaste styrränta. Den ränta bankerna får betala när de lånar pengar av Riksbanken.

Resursutnyttjande: Utnyttjandet av produktionsresurserna arbetskraft och kapital.

Riksbankens direktion: Leder Riksbanken och fattar bland annat de penningpolitiska besluten.

Riksbankslagen: Lagen där Riksbankens arbetsuppgifter har fastställts.

Riskpremie: Den extra avkastning investerare kräver som en kompensation för risk.

RU-indikator: Ett sammanfattande mått av resursutnyttjande från enkätdata och arbetsmarknadsdata. Indikatorinformation en vägs ihop till ett index med hjälp av principalkomponentsanalys. Indexet, som är själva RU-indikatorn, kan ses som ett vägt genomsnitt av de ingående variablerna.

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 Tomorrow/next 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.

Säsongsrensning: Korrigering av data för att utjämna regelbundet återkommande variationer under året.

TCW-index: Total competitiveness weights index. Ett index för den svenska kronans växelkurs.

TED-spread: Ursprungligen treasury/euro-dollar-spread. Anger skillnaden mellan interbankränta och ränta på en stats-skuldväxel 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 termiskontraktets löptid.

Tillgångspriser: I huvudsak avses priset på aktier och fastigheter.

TLTRO: Targeted longer-term refinancing operations. ECB erbjuder lån till banker villkorat på utlåning till icke-finansiella företag och hushåll bortsett från bolån. Lånesumman får uppgå till högst 7 procent av bankens nuvarande lån till privat sektor exklusive bolån. Lånen erbjuds vid två tillfällen i höst 2014 samt kvartalsvis från mars 2015 till juni 2016. Alla lån har förfall 2018 och sker till fast ränta (refiräntan plus 0,1 procentenheter).

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

Uppräknad årstakt: Uppräknad årstakt innebär att förändringen mellan två på varandra följande perioder räknas om till motsvarande årsförändring. Omräkning till årstakt underlättar jämförelser av förändringar på olika frekvens. Anta exempelvis att BNP ökar med 0,5 procent mellan första och andra kvartalet, vilket i uppräknad årstakt blir cirka 2 procent och är en indikation på vad kvartalsförändringen kan ge för helårsutveckling.

Sveriges riksbank
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel 08-787 00 00
Fax 08-21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se



MIX
Pepper från
ansvarfulla källor
FSC® C113148

PRODUKTION: SVERIGES RIKSBANK. TRYCK: TMG STHLM AB

ISSN 1654-1049 (tryckt)

ISSN 2000-1932 (online)