



Penningpolitisk rapport

September 2015

Penningpolitisk rapport

Riksbankens penningpolitiska rapport publiceras sex 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.

Den penningpolitiska rapporten syftar till att sammanfatta underlagen för de penningpolitiska besluten och 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 september 2015. 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 STRATEGI

- 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 real-ekonomin. 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 och eventuellt vilka andra kompletterande åtgärder som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att penningpolitiken 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 de penningpolitiska besluten. 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 penningpolitiken. I samband med dessa möten publiceras en penningpolitisk rapport. Ungefär två veckor efter varje penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det går att följa den diskussion som ledde fram till det aktuella beslutet och se hur de olika direktionsledamöterna argumenterade.

PRESENTATION AV PENNINGPOLITISKT BESLUT

Det penningpolitiska beslutet 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.

Innehåll

- KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar **5**
 - Penningpolitiken ger stöd åt konjunktur- och inflationsuppgången **5**
 - Den aktuella penningpolitiken **7**
 - Osäkerhet och risker **9**
 - Fördjupning: Förutsättningar inför avtalsrörelsen 2016 **12**
- KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden **14**
 - Penningpolitiken och statsobligationsräntorna **14**
 - Valutamarknaden **15**
 - Globala tillgångsmarknader **16**
 - Den finansiella situationen för banker och företag **17**
- KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget **18**
 - Inflation **18**
 - Global och svensk konjunktur **20**
- KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna **23**
 - Omvärlden **23**
 - Sverige **25**
- Tabeller **30**

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Den svenska konjunkturen stärks och det finns en tydlig trend upp i inflationen. Även om det råder fortsatt stor osäkerhet om utvecklingen i omvärlden är den samlade bilden av konjunktur- och inflationsutsikterna i stort sett oförändrad sedan den penningpolitiska rapporten i juli. Riksbankens direktion har mot denna bakgrund beslutat att låta reporäntan vara oförändrad på -0,35 procent. Därmed behålls den expansiva penningpolitiken som också inkluderar fortsatta köp av statsobligationer till årets slut enligt planen som annonserades i juli. Precis som i juli bedöms det vara lämpligt att långsamt börja höja reporäntan först under andra halvåret 2016. Det finns en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om inflationsutsikterna försämras. Reporäntebanan avspeglar också att det är möjligt att reporäntan kan komma att sänkas ytterligare. Den expansiva penningpolitiken stödjer en fortsatt positiv utveckling i svensk ekonomi så att KPIF-inflationen väntas vara nära 2 procent under 2016. Den förda penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Penningpolitiken ger stöd åt konjunktur- och inflationsuppgången

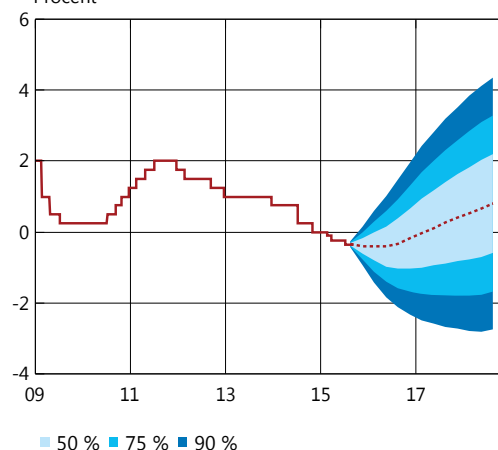
Den samlade bilden av konjunkturläget i både omvärlden och svensk ekonomi är i princip oförändrad sedan i juli. Tillväxten i världsekonomin drivs främst av utvecklade länder medan flera tillväxtekonomier väntas växa långsammare framöver. Även om återhämtningen på vissa håll har varit svag de senaste åren är förutsättningarna för en högre tillväxt framöver goda. Oljepriset är lågt och finanspolitiken är mindre stram än tidigare. Samtidigt är penningpolitiken expansiv. Den europeiska centralbanken, ECB, fortsätter att köpa finansiella tillgångar i enlighet med de planer som presenterades i januari. I USA har Federal Reserve kommunicerat att styrräntan kommer att höjas långsamt. De fortsatta penningpolitiska stimulanserna ger stöd åt kreditgivningen, vilket ökar konsumtionen och investeringarna. Sammantaget väntas därför den globala tillväxten och inflationen stiga de kommande åren.

Osäkerheten i omvärlden fortsätter dock att vara stor. På de internationella finansiella marknaderna har det tidvis varit stora rörelser som påverkats av förväntningarna om när den amerikanska centralbanken höjer styrräntan, utvecklingen i Grekland och en oro för att den kinesiska ekonomin kan vara svagare än vad som tidigare bedömts. Flertalet tillväxtländer valutor har försvagats, där nedgången varit störst för råvaruproducerande länder. Trots en viss uppgång under den sista veckan i augusti har priset på råolja (Brent) fallit med cirka 20 procent sedan början på juli. De akuta riskerna kring situationen i Grekland har dock avtagit och liksom i juli bedöms händelseutvecklingen i Grekland inte hindra

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Även om osäkerheten är fortsatt stor stärks omvärldskonjunkturen ungefär som förväntat.
Stabil BNP-tillväxt i Sverige.
Tydlig trend upp i inflationen.
Den handelsviktade växelkursen, KIX, har utvecklats ungefär som förväntat.
Expansiv penningpolitik medför också risker men dessa måste hanteras av andra politikområden.
Slutsats: Fortsatt expansiv penningpolitik för att ge nödvändigt stöd åt inflationen.

Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall
Procent



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel samt på riskpremiejusterade terminsräntors 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

återhämtningen i euroområdet. Den grekiska ekonomin står däremot fortsatt inför stora utmaningar.

Stabil utveckling i svensk ekonomi

De finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt mycket expansiva. Räntorna är låga och det är lätt att få krediter, både för företag och för hushåll. Räntorna på statsobligationer med lång löptid har sjunkit sedan i juli. I konkurrensvägda termer är kronan, trots stora rörelser, ungefär i linje med Riksbankens prognos i juli.

Tillväxten i svensk ekonomi har trots en svag omvärldsefterfrågan varit relativt god de senaste åren. Den har alltså till stor del drivits av inhemsk efterfrågan, med stark konsumtion och starka bostadsinvesteringar. Framöver väntas efterfrågan breddas. Den högre tillväxten i omvärlden leder till att den svenska exporten växer snabbare, vilket så småningom även ökar behovet av nya investeringar. Understödd av den expansiva penningpolitiken väntas BNP öka med cirka 3 procent per år under prognosperioden, vilket är snabbare än det historiska genomsnittet (se diagram 1:1 och 1:2). Tar man hänsyn till att befolkningen ökar starkt är dock BNP-tillväxten mer måttlig.

Den högre tillväxten bidrar till att även situationen på arbetsmarknaden förbättras. Sysselsättningen väntas fortsätta stiga och arbetslösheten sjunker gradvis tillbaka.

Stigande trend i inflationen

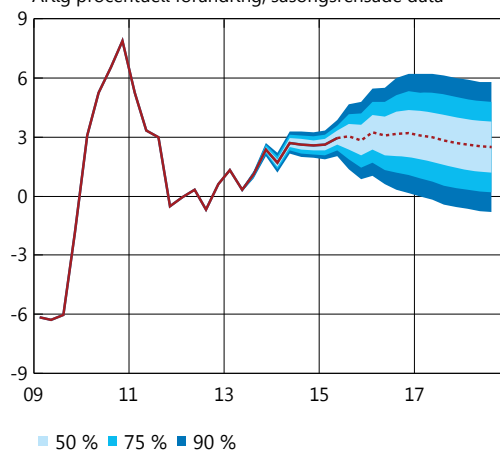
Flera olika mått på den underliggande inflationen har stigit sedan förra hösten. Utvecklingen med trendmässigt stigande inflation väntas fortsätta, då den expansiva penningpolitiken bidrar till ett högre resursutnyttjande och till stigande löneökningstakt. Det väntas också bli allt lättare för företagen att höja priserna i takt med att konjunkturen förbättras. Framöver väntas inflationen, mätt med KPIF exklusive energi, fortsätta öka successivt.

Fallande energipriser har dämpat inflationen det senaste året. Sedan prognosen i juli har olje- och elpriserna fortsatt att falla i Sverige. Detta dämpar inflationen i närtid. Framöver väntas dock energipriserna stiga och bidrar därmed något positivt till inflationen på sikt. Den volatila utvecklingen i energipriserna medför att KPIF-inflationen, som i dagsläget är lägre än KPIF-inflationen exklusive energi, stiger mycket snabbt i början av 2016 (se diagram 1:3).

Inflationen mätt med KPI dämpas i nuläget även av de tidigare reporäntesänkningarna, eftersom hushållens bostadsräntor ingår i KPI. Under 2016 stiger även KPI-inflationen. De successiva höjningarna av reporäntan

Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall

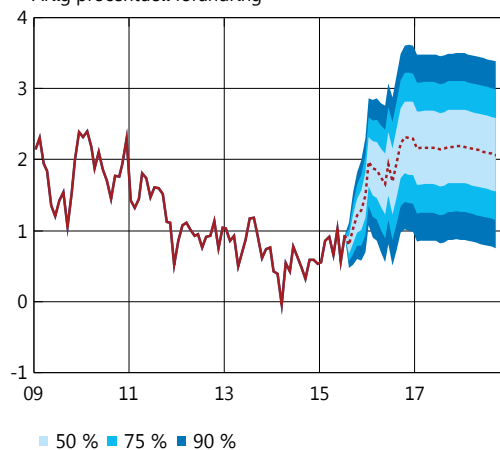
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data



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 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall

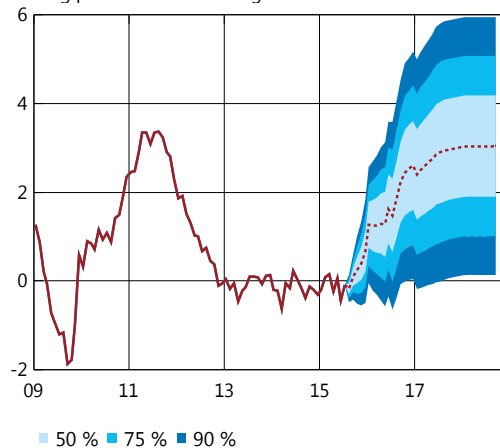
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:4. KPI med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.
Källor: SCB och Riksbanken

leder sedan till att inflationen mätt med KPI ligger över 2 procent under ett par år (se diagram 1:4). Sammantaget är KPIF-inflationen exklusive energi i stort sett oförändrad jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli (se diagram 1:5). Inflationen mätt med KPI och KPIF är dock nedreviderade till följd av lägre energipriser (se diagram 1:6 och 1:7).

Den aktuella penningpolitiken

Riksbanken har under en längre tid gjort penningpolitiken gradvis allt mer expansiv. Kraftfulla åtgärder har satts in för att säkerställa att inflationen stiger mot målet på 2 procent. Reporäntan har sänkts och är nu negativ. Direktionen har dessutom under året beslutat att köpa statsobligationer till ett värde av totalt 135 miljarder kronor, vilket motsvarar cirka 4 procent av BNP och 20 procent av den utestående stocken av svenska statsobligationer.² Även prognosen för reporäntan har gradvis reviderats ner. Dessa åtgärder har sammantaget bidragit till att sänka det allmänna ränteläget i svensk ekonomi och till att försvaga kronans växelkurs (se fördjupningen "Riksbankens åtgärder under 2015 har haft effekt", Penningpolitisk rapport, juli 2015). Den expansiva penningpolitiken har bidragit till att inflationen, mätt med KPIF exklusive energi, stigit tydligt det senaste året, från drygt 0,5 procent till 1,5 procent i juli (se diagram 1:5).

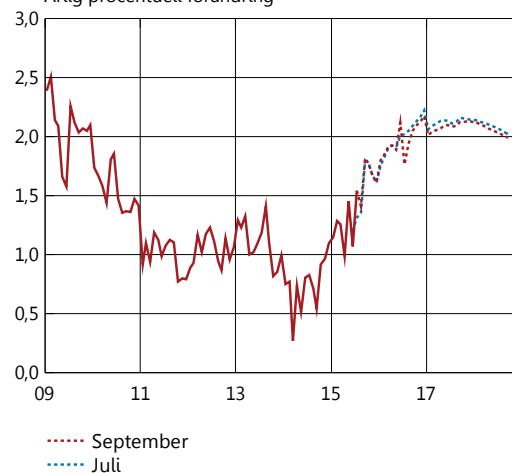
Riksbanken gör därför bedömningen att den mycket expansiva penningpolitiken stödjer en fortsatt positiv utveckling i svensk ekonomi så att KPIF-inflationen väntas vara nära 2 procent under 2016.

Den låga räntan ger nödvändigt stöd åt inflationen

Trenden upp i inflationen har fortsatt och det senaste utfallet för juli blev lite högre än förväntat. Lägre energipriser till följd av fallet i oljepriset dämpar visserligen KPIF-inflationen den närmaste tiden men inflationen bedöms ändå stiga tydligt och prognosen för KPIF exklusive energi är i princip oförändrad. Därtill har svensk ekonomi fortsatt att utvecklas väl och revideringarna i prognosen är sammantaget små. Denna utveckling talar för en oförändrad penningpolitik jämfört med beslutet i juli. Det finns dock också faktorer som talar för att göra penningpolitiken mer expansiv. Det finns till exempel en risk för att fallet i oljepriset kan komma att påverka de långsiktiga inflationsförväntningarna på ett mer påtagligt sätt. Risken för detta bedöms dock vara mindre nu än

Diagram 1:5. KPIF exklusive energi

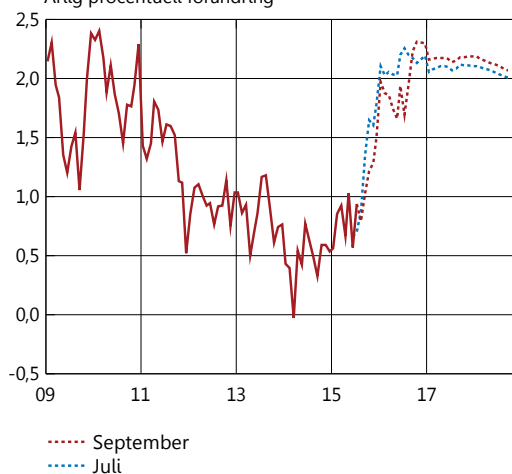
Årlig procentuell förändring



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

Diagram 1:6. KPIF

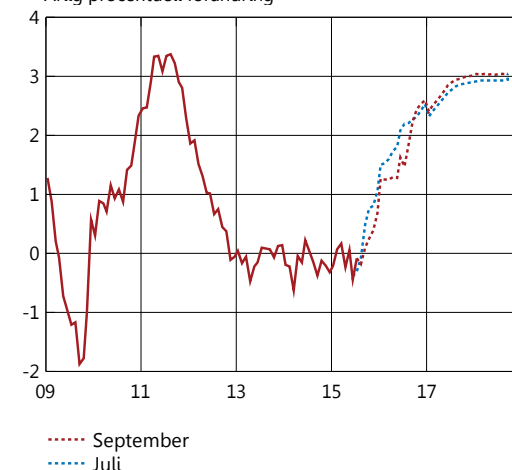
Årlig procentuell förändring



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

Diagram 1:7. KPI

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

² Då marknadsvärdet på obligationerna för närvarande överstiger dess nominella belopp, motsvarar de totala köpen av ett nominellt belopp på 135 miljarder kronor ett faktiskt inköpspris på ca 160 miljarder kronor, vilket motsvarar cirka 4 procent av BNP.

tidigare i år då inflationen var betydligt lägre och inflationsförväntningarna hade fallit tydligt en tid. Ytterligare en faktor som kan tala för att göra penningpolitiken mer expansiv är den osäkra omvärldsutvecklingen som innebär fortsatta risker för inflationsutvecklingen. Den senaste tiden har det varit turbulent på de finansiella marknaderna till följd av oro för en svagare utveckling i Kina.

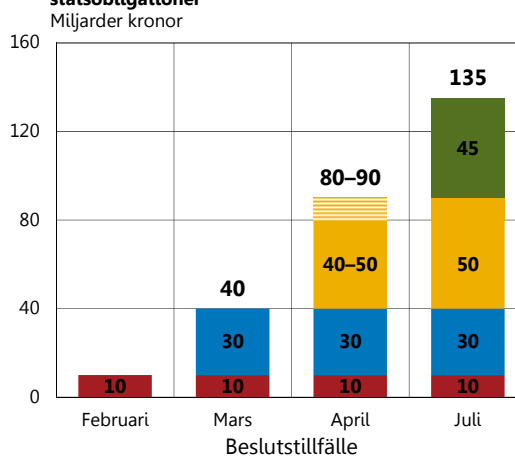
Det finns alltså argument både för att behålla den penningpolitik som beslutades i juli och för att göra den mer expansiv. Direktionens bedömning är att det nu är lämpligt att lämna reporäntan oförändrad på $-0,35$ procent och att fortsätta att genomföra köpen av statsobligationer som tidigare planerat (se diagram 1:8). Det finns dock en beredskap att snabbt göra penningpolitiken mer expansiv, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, om ett sådant behov skulle uppstå. Reporäntebanan, som är i stort sett oförändrad sedan i juli, avspeglar att det är möjligt att reporäntan sänks ytterligare. Först mot slutet av nästa år bedöms det vara lämpligt att långsamt börja höja reporäntan (se diagram 1:9). Det innebär att realräntan kommer att vara mycket låg under hela prognosperioden (se diagram 1:10). Räntan kommer därmed att vara mycket låg i ett skede då konjunktoren är förhållandevis stark, resursutnyttjandet är nära en normal nivå och inflationen är högre än målet på 2 procent.

Det är viktigt att inflationen fortsätter att stiga och att KPIF-inflationen närmar sig 2 procent. En sådan utveckling bidrar till långsiktiga inflationsförväntningar som är förenliga med inflationsmålet på 2 procent. Ett fortsatt högt förtroende för inflationsmålet skapar stabilitet och förutsägbarhet (se fördjupningen "Varför är det viktigt att inflationen stiger mot målet?", Penningpolitisk rapport juli 2015). Eftersom inflationen under en längre tid varit lägre än målet, och de långsiktiga inflationsförväntningarna har sjunkit under 2 procent bedöms det inte vara ett problem om inflationen tillfälligtvis skulle överstiga målet mer än i Riksbankens prognos. En sådan utveckling behöver alltså inte innebära att penningpolitiken görs mindre expansiv.

Riksbanken har beredskap att göra mer

Eftersom det är viktigt att trenden med stigande inflation fortsätter, så att inflationsförväntningarna är förenliga med inflationsmålet, finns det en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om förutsättningarna för att inflationen ska stiga i linje med prognosen skulle försämrats. Detta kan även ske mellan de ordinarie penningpolitiska mötena. Reporäntan kan sän-

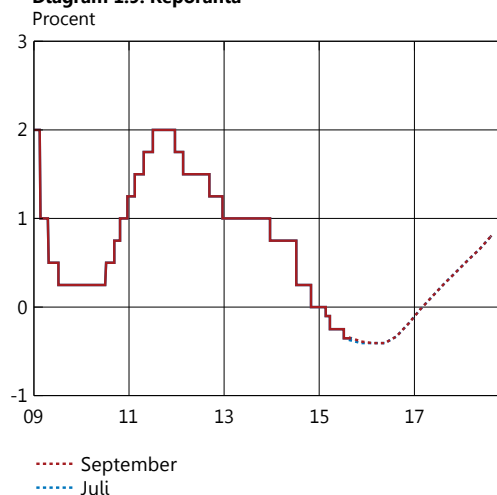
Diagram 1:8. Riksbankens beslutade köp av statsobligationer



Anm. Köpen av statsobligationer kommer att genomföras fram till årets slut.

Källa: Riksbanken

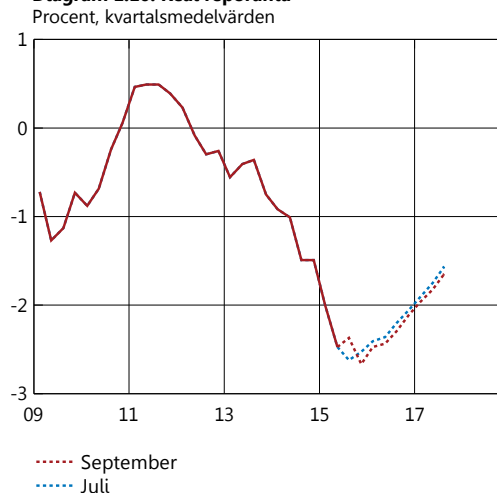
Diagram 1:9. Reporänta



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:10. Real reporänta



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

Källor: SCB och Riksbanken

kas ytterligare och bedömningen är att även köpen av statsobligationer kan utökas utan att detta skapar stora problem för marknadens funktionssätt. Riksbanken står också redo att intervensera på valutamarknaden om inflationsuppgången skulle hotas av exempelvis en mycket besvärlig marknadsutveckling. Även köp av andra typer av värdepapper kan bli aktuellt, liksom att lansera ett program för utlåning till företag via bankerna. De vidtagna åtgärderna och beredskapen att göra mer understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Osäkerhet och risker

Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra. Riksbankens prognoser är gjorda så att riskerna för sämre utfall i princip ska vara lika stora som riskerna för bättre utfall. Det är dock svårt att siffrasätta osäkerhet och risker. Därför kan det finnas ett behov av att i den penningpolitiska avvägningen ytterligare väga in vissa risker som bedöms kunna ha särskilt stora konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen.

Osäkerhet kring inflationsprognosen

Även om det sedan en tid tillbaka finns en uppåtgående trend i inflationen, och mycket talar för att denna kommer att fortsätta, finns det flera källor till osäkerhet i prognosen. Kostnader och priser beror på flera faktorer, både i Sverige och i utlandet. Den senaste tiden har präglats av volatilitet på valutamarknader och ett fallande oljepris. Flertalet tillväxtmarknadsvärdur har försvagats, där nedgången har varit störst för valutor med stark koppling till råvarumarknaden. Om konjunkturutsikterna i omvärlden blir sämre kommer även svensk tillväxt att påverkas. Det kan innebära lägre resursutnyttjande och att företagen under en längre tid än vad som antas i prognosen fortsätter att ha svårt att föra över kostnadsökningar i form av högre priser i konsumentledet.

Det går inte heller att utesluta att förändringar som är av mer långsiktig karaktär, såsom ökad konkurrens, kan leda till lägre prispåslag under en övergångsperiod och därmed påverka hur snabbt inflationen stiger.

Under sommaren har oljepriset fallit med cirka 20 procent. Om oljepriset fortsätter att falla kommer det sannolikt att leda till en lägre inflation. Normalt sett brukar de flesta centralbanker under sådana omständigheter fokusera mer på olika underliggande mått på inflationen och inte anpassa penningpolitiken eftersom effekten kan förväntas vara tillfällig. Under de senaste åren har dock

de långsiktiga inflationsförväntningarna sjunkit. Om priserna skulle fortsätta att stiga för långsamt kan inflationsförväntningarna komma att sjunka ytterligare. I ett sådant scenario finns en risk för att de lägre inflationsförväntningarna i sig får en allt större påverkan på den faktiska inflationen. Riksbanken kan då få svårare att stabilisera inflationen runt målet.

En liknande risk skulle uppstå om kronans växelkurs skulle stärkas tidigare och i snabbare takt än i prognosen. I konkurrensvägda termer väntas kronan ligga kvar ungefär på den nuvarande nivån ytterligare en tid innan den långsamt börjar stärkas (se diagram 4:14). Osäkerheten kring kronans utveckling är dock stor. Exempelvis är det osäkert hur Riksbankens och ECB:s expansiva penningpolitik påverkar förhållandet mellan kronan och euron. Därtill kommer osäkerheten om när Federal Reserve inleder sina räntehöjningar och den senaste tidens turbulens på valutamarknaderna. Om kronan skulle förstärkas snabbare än i prognosen kommer detta att dämpa inflationen och en sådan utveckling utgör en allvarlig risk för inflationsuppgången.

Risker med låga räntor och snabbt stigande bostadspriser

Syftet med den låga reporäntan och köpen av statsobligationer är att inflationen ska stiga mot målet på 2 procent. Åtgärderna minskar risken för att inflationen förblir alltför låg och att de långsiktiga inflationsförväntningarna sjunker till nivåer som försvårar måluppfyllelsen. Samtidigt har den mer expansiva penningpolitiken i Sverige och andra länder bidragit till ett ökat risktagande på de finansiella marknaderna under de senaste åren.³ Även om det ökade risktagandet är en avsedd effekt av den förda penningpolitiken med syfte att främja reala investeringar, hushållens konsumtion och ekonomisk tillväxt, kan det också medföra en större sårbarhet i det finansiella systemet om det leder till att tillgångar övervärderas och olika typer av risker inte prissätts fullt ut. Detta ökar risken för snabba och stora prisrörelser på tillgångsmarknader om investerare vill minska sitt risktagande och omfördela sina tillgångsportföljer, med en ökad stress på de finansiella marknaderna som följd. Den senaste tidens jämförelsevis kraftiga prisrörelser på aktiemarknaden kan delvis vara ett resultat av detta. En ökad finansiell stress kan medföra svårigheter för svenska finansiella aktörer, bland annat genom att de får svårare att finansiera sig på de internationella finansiella mark-

³ För mer diskussion se exempelvis 85th Annual Report, Bank for International Settlements.

naderna.⁴ Att avgöra om tillgångspriser inte reflekterar fundamentala faktorer är dock svårt. Detsamma gäller att bedöma om risker inte är rätt prissatta.

Det låga ränteläget kan också innebära svårigheter för exempelvis svenska försäkringsbolag, eftersom de måste investera i obligationer med lägre avkastning än tidigare. På sikt kan det medföra att de får svårt att möta sina åtaganden gentemot försäkringstagarna.⁵ Försäkringsbolagens relativt stora innehav av aktier tillsammans med de låga räntorna gör dem även sårbara för ett aktieprisfall.

Att reporäntan sänkts under noll, och att vissa marknadsräntor blivit negativa, kan i sig utgöra en risk på vissa finansiella marknader. Riksbanken bedömer dock att de negativa räntorna än så länge inte medfört att det finansiella systemets funktionssätt har försämrats.⁶

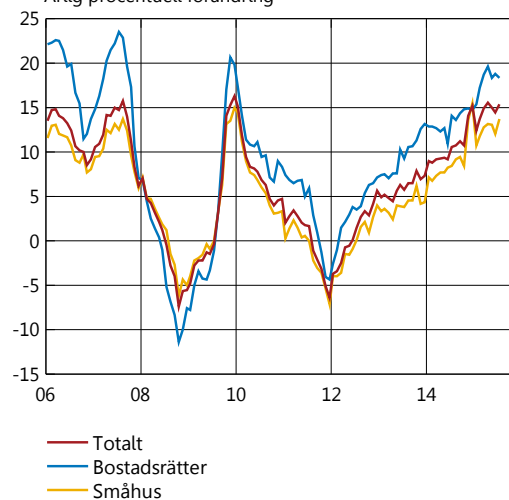
Det låga ränteläget bidrar även till att trenderna med stigande bostadspriser och hushållens ökande skuldsättning fortsätter (se diagram 1:11 och 1:12). Om de ekonomiska utsikterna försämrats kan högt skuldsatta hushåll välja att snabbt öka sitt sparande och därmed minska sin konsumtion. I ett sådant scenario kan en ekonomisk inbromsning komma att förstärkas kraftigt, i synnerhet om bostadspriserna dessutom börjar falla.

Hushållens skulduppbbyggnad behöver därför stävjas. Ansvar för att genomföra åtgärder som uppnår detta vilar på riksdag, regering och andra myndigheter. Ett viktigt steg är att Finansinspektionens mandat och verktyg för makrotillsyn skyndsamt förtydligas i lag och att ett amorteringskrav motsvarande åtminstone Finansinspektionens förslag snarast införs. Riksbanken bedömer också att det behövs ytterligare åtgärder för att minska hushållens vilja att skuldsätta sig. Tänkbara åtgärder är exempelvis ett sänkt ränteavdrag, införande av ett skuldkvotstak och en skärpning av kraven för bankernas kreditprövning av enskilda hushåll.

Dessutom är åtgärder som ökar utbudet av bostäder och leder till en bättre fungerande bostadsmarknad nödvändiga. Då skuldnivåerna redan i dagsläget innebär påtagliga risker för svensk ekonomi är det angeläget att reformarbetet nu påskyndas. Om inga åtgärder vidtas kommer detta i kombination med det låga ränteläget att öka riskerna ytterligare. Det kan i förlängningen bli mycket kostsamt för samhällsekonomin.

Diagram 1:11. Bostadspriser

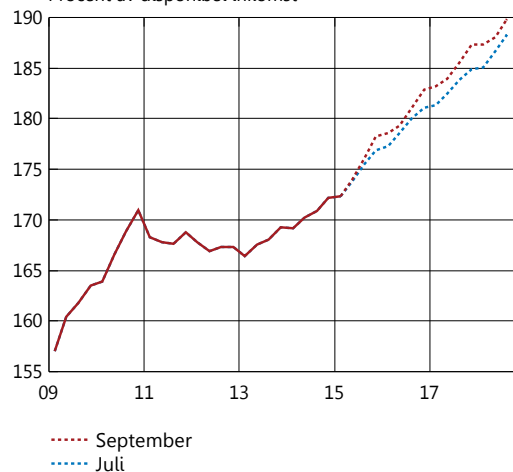
Årlig procentuell förändring



Källa: Valueguard

Diagram 1:12. 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

⁴ Se Finansiell stabilitet 2015:1, Sveriges Riksbank.

⁵ Att de svenska försäkringsbolagen kan få problem vid en längre period av låg ränta har bland annat uppmärksammats av Internationella valutafonden (IMF) i Global Financial Stability Report, 2015:1, sid. 22–24.

⁶ Se Finansiell stabilitet 2015:1, Sveriges Riksbank, för en diskussion om hur försäkringsbolagen påverkas av en låg ränta och de olika problemen på de finansiella marknaderna, som är förknippade med negativa räntor.

Fördjupning: Förutsättningar inför avtalsrörelsen 2016

I slutet av året inleds en stor avtalsrörelse och Riksbanken antar att inflationsmålet fortsätter att utgöra en gemensam utgångspunkt i dessa förhandlingar. I Riksbanken prognos för de totala löneökningarna är de centralt avtalade löneökningarna viktiga, men också löneökningar utöver avtal spelar roll. Sett över tid har lönerna samvarierat med bland annat läget på arbetsmarknaden och inflationen. I Riksbankens prognos stiger löneökningstakten de närmaste åren, i takt med att arbetsmarknaden stärks och inflationen stiger, och reallönerna ökar något långsammare än produktiviteten.

Stor avtalsrörelse 2016

Nya avtal ska träffas för cirka 3 miljoner anställda under 2016. Industrin väntas vara först ut med att träffa nya kollektivavtal. Deras nuvarande avtal löper ut den sista mars 2016. En orsak till att industrin förhandlar först är att den är utsatt för internationell konkurrens. Normalt träffar parterna inom övriga avtalsområden sedan avtal i linje med industrins avtal. Industrins löneledande roll har dock ifrågasatts på senare år. Ökad globalisering och den tekniska utvecklingen har bidragit till att även flera delar av tjänstesektorn nu är utsatta för internationell konkurrens. Arbetsmarknadsutvecklingen skiljer sig också mellan olika avtalsområden. Till exempel har sysselsättningen inom industrin minskat, medan antalet sysselsatta inom tjänstesektorn har ökat. Detta kan innebära utmaningar för samordningen.

Viktigt med gemensam syn på den framtida inflationsutvecklingen

Penningpolitiken bedrivs med syftet att inflationen ska vara nära inflationsmålet på 2 procent. Under perioder kommer inflationen dock att variera kring målet, då det inte är möjligt att styra inflationen exakt. Trots att inflationen tidvis avviker från 2 procent har inflationsmålet sedan slutet av 1990-talet fungerat som en gemensam utgångspunkt för arbetsmarknadens parter i deras förhandlingar. Det är tydligt att detta har gynnat den allmänna ekonomiska utvecklingen i Sverige. Stora svängningar i priser och löner försvårar för alla aktörer och skapar samhällsekonomiska kostnader. Stabila spelregler och förutsägbarhet minskar istället osäkerheten och skapar stabilitet i ekonomin.

De senaste åren har inflationen varit för låg. Riksbanken har dock vidtagit kraftfulla åtgärder för att föra inflationen närmare målet. Reporäntan har sänkts betydligt och är nu negativ. Därtill genomförs omfattande köp av svenska statsobligationer. Det har bidragit till att den underliggande inflationen nu stiger. KPIF-inflationen väntas vara nära 2 procent under 2016. Inflationsmålet är definierat i termer av KPI, inte KPIF. Men i tider med stora ränteförändringar blir det kraftiga svängningar i KPI ef-

tersom detta mått inkluderar den direkta effekten av ändrade räntor. Då ger KPIF en bättre bild av inflationstrycket än KPI. Att inflationen fortsätter att stiga och etablerar sig på en nivå kring 2 procent är viktigt. En sådan utveckling bidrar till långsiktiga inflationsförväntningar som är förenliga med inflationsmålet och en stabil utveckling på svensk arbetsmarknad.

Många faktorer påverkar förhandlingarna

I en ekonomi med rörlig växelkurs är *konjunkturutvecklingen*, den *förväntade tillväxten i produktiviteten* och den *förväntade inflationen* viktiga faktorer i lönebildningen. I praktiken vägs även den *internationella konkurrenskraften* in i lönebesluten. Även *det aktuella vinstläget* kan vara en viktig faktor att ta hänsyn till. Om vinstläget avviker från det normala kan lönerna behöva öka snabbare eller långsammare än vad som ges av produktivtetsutvecklingen och inflationen. Utifrån en uppfattning om dessa förhållanden kommer den nominella lön som ska gälla under avtalsperiodens längd att förhandlas fram.

Rimligt att förvänta sig högre löneökningar

Eftersom löneökningar till stor del avgör hur företagets kostnader och därmed inflationen utvecklar sig är det viktigt för Riksbanken att följa avtalsrörelsen. Riksbanken gör prognoser för de totala löneökningarna, det vill säga inklusive löneökningar utöver centrala avtal. Under perioden 1998–2014 har den genomsnittliga avtalade löneökningstakten uppgått till 2,5 procent per år (se diagram 1:13). Den årliga ökningstakten i de totala lönerna har under samma period varit 3,3 procent i genomsnitt. Normalt blir alltså de totala löneökningarna högre än de avtalade.⁷

Riksbankens löneprognoser baseras på hur löner historiskt har samvarierat med bland annat läget på arbetsmarknaden och inflationen. Riksbanken har vidtagit kraftiga penningpolitiska åtgärder med syfte att föra inflationen närmare målet och hejda en nedåtgående

⁷ Parterna förhandlar om nivån på de avtalade löneökningarna inom det aktuella avtalsområdet. Därutöver tillkommer lokal lönebildning och traditionell löneglidning. Under senare år har antalet så kallade sifferlösa avtal ökat. I dessa avtal anges ingen siffra för löneökningarna utan lönesättningen sker istället lokalt och individuellt. I år berörs sammanlagt omkring 800 000 anställda av sifferlösa avtal.

trend i inflationsförväntningarna. Nu stiger inflationen och konjunkturen och därmed förbättras arbetsmarknadsläget, en utveckling som väntas förstärkas de närmaste åren.

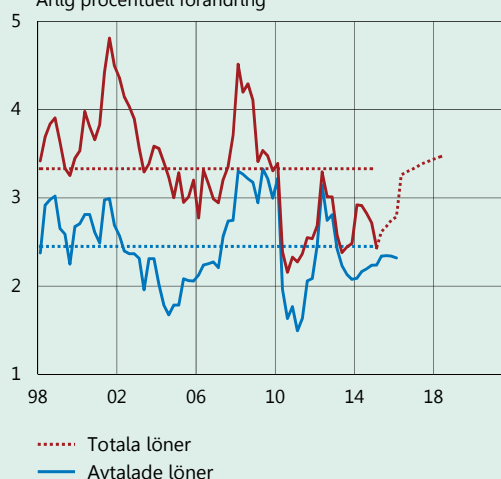
Riksbanken bedömer att produktiviteten under 2016 och 2017 kommer att öka ungefär i linje med den genomsnittliga utvecklingen under perioden 1998–2014. Samtidigt antar Riksbanken att inflationsmålet fortsätter att utgöra en viktig utgångspunkt för förhandlingarna även i denna avtalsrörelse och inflationen väntas de närmaste åren bli något högre än genomsnittet för perioden 1998–2014.

Även konkurrenssituationen kan spela roll vid lönebildningen. Ett mått på den internationella konkurrenskraften är utvecklingen av arbetskostnaderna per producerad enhet i gemensam valuta för olika länder. För att de konkurrensutsatta sektorerna ska kunna bibehålla konkurrenskraft kan löneutvecklingen normalt inte avvika särskilt mycket från den i viktiga konkurrentländer. Även växelkursen har stor betydelse i detta sammanhang. Om man tar hänsyn till växelkursförändringarna ökade arbetskostnaderna per producerad enhet i Sverige under perioden 2011–2014 i linje med till exempel USA och Tyskland. Därefter har kostnaderna i Sverige ökat långsammare (se diagram 1:14). Det internationella konkurrensläget är därför just nu förhållandevis gynnsamt.

I avtalsrörelsen kan även det aktuella vinstläget beaktas, och här är bilden inte entydig. Det finns mått på vinstläget, till exempel vinstomdömet i olika enkätundersökningar, som visar att vinstläget är normalt eller högre än normalt. Men de senaste åren har reallönerna ökat snabbare än produktiviteten (se diagram 1:15). Vinstandelen i näringslivet är därmed nedpressad inför denna avtalsrörelse (se diagram 4:12), vilket kan verka dämpande på löneökningarna.

Riksbankens bedömning av hur utsikterna för konjunkturen, produktiviteten och inflationen ser ut – tillsammans med det internationella konkurrensläget – talar för att de avtalade löneökningarna och löneökningarna utöver centrala avtal blir i linje med det historiska genomsnittet de närmaste åren (se diagram 1:13). I takt med att efterfrågan stiger ökar möjligheterna för företagen att höja sina priser och deras marginaler stiger. I Riksbankens prognos stiger vinstandelen eftersom reallönerna ökar långsammare än produktiviteten (se diagram 1:15 och 4:12).

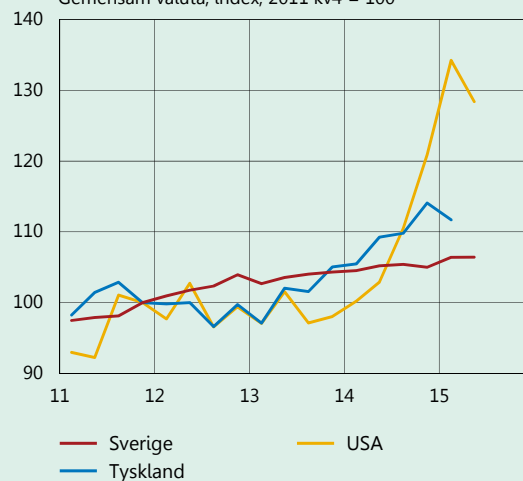
Diagram 1:13. Totala- och avtalade löner
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade horisontella linjer avser ett genomsnitt mellan 1998 och 2014.

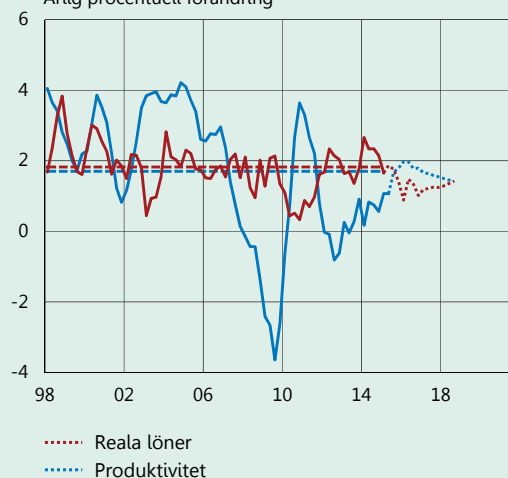
Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

Diagram 1:14. Arbetskostnad per producerad enhet
Gemensam valuta, index, 2011 kv4 = 100



Källor: Bureau of Labor Statistics, OECD och SCB

Diagram 1:15. Reala löner och produktivitet
Årlig procentuell förändring



Anm. Reallöner är deflaterade med KPIF. Produktivitet är ett fyra kvartals glidande medelvärde. Streckade horisontella linjer avser genomsnitt mellan 1998 och 2014.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

De finansiella förhållandena i Sverige förblir gynnsamma för tillväxten. Sedan inledningen på juli har börsen visserligen fallit men marknadsräntorna är lägre. Den akuta osäkerheten kopplad till Grekland har minskat men en oro kring utvecklingen i Kina har tidvis skapat stora rörelser på aktie- och valutamarknaderna. Svenska räntor föll i samband med det penningpolitiska beskedet i juli och har därefter till stor del följt den internationella utvecklingen. I konkurrensvägda termer är kronan, trots stora rörelser, i linje med prognosen i juli. Bankerna möter låga finansieringskostnader, vilket möjliggör låga räntor även till hushåll och företag.

Penningpolitiken och statsobligationsräntorna

Konjunkturrella skillnader speglas i penningpolitiken

Sedan den penningpolitiska rapporten i början av juli har rörelserna på de finansiella marknaderna präglats av utvecklingen i Kina och förväntningarna om när den amerikanska centralbanken höjer styrräntan. Utvecklingen på aktie- och valutamarknaden har tidvis varit turbulent.

Riksbankens beslut i juli att sänka reporäntan och utöka köpen av statobligationer har bidragit till lägre räntor i Sverige. De penningpolitiska förväntningarna har justerats ned i linje med reporäntebanan och marknaden ser, enligt terminsräntorna, en viss sannolikhet för en ännu lägre reporänta i närtid (se diagram 2:1). Även förväntningarna på längre sikt är lägre än tidigare och enligt terminsräntorna förväntas en första höjning av reporäntan i slutet av 2016. Enligt Prosperas enkät i augusti förväntas en höjning något tidigare.

I USA indikerar Federal Reserves kommunikation att räntan kommer att höjas i år. Terminsprissättningen har skiftat en del, men visar ungefär 40 procents sannolikhet att räntan höjs i september (se diagram 2:1).

Tabell 2:1.

Utvecklingen på finansiella marknader sedan den penningpolitiska rapporten i juli	
Statsobligationsräntor	Fallande statsobligationsräntor i Sverige och omvärlden. Svenska räntor har fallit mer än tyska räntor.
Valutamarknaden	I konkurrensvägda termer är kronan i stort sett oförändrad.
Aktiemarknaden	Tidvis stora negativa rörelser, svagare börser i såväl Sverige som omvärlden.
Räntor till hushåll och företag	Finansmarknadsstatistik för juni och juli visar lägre räntor till hushåll och företag.
Kredittillväxt	Fortsatt stigande kredit-tillväxt (i årstakt) för hushåll men något svagare för företag.

Transmissionsmekanismen – från reporäntan till räntor till hushåll och företag

Reporäntan har en direkt effekt på de korta interbank- och statsräntorna via dagslåneräntan. Förväntningar om den framtida reporäntan och statsobligationsköp påverkar utvecklingen i de långa statsobligationsräntorna. Dessa påverkas även av utländska räntor. Statsobligationsräntorna utgör ett ankare för andra typer av obligationsräntor som i sin tur påverkar bankernas finansieringskostnader. Detta påverkar i slutändan utlåningsräntorna till hushåll och företag.



I euroområdet har ECB fortsatt med sina tillgångsköp och vid ECB:s räntemöte i juli gjordes bedömningen att ekonomin utvecklats ungefär i linje med förväntningarna. ECB förtydligade också att det finns en beredskap att göra mer om situationen i euroområdet skulle försämrats, vilket kopplades främst till situationen i Grekland. Enligt terminsräntorna förväntas styrräntan hållas oförändrad under lång tid (se diagram 2:1).

Lägre statsobligationsräntor i Sverige och omvärlden

Reporäntan och de penningpolitiska förväntningarna påverkar i hög grad hur marknadsräntorna i Sverige utvecklas. Men eftersom Sverige är en liten öppen ekonomi påverkas räntor med längre löptider också av utvecklingen globalt och då främst i euroområdet och USA.

Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har statsobligationsräntorna fallit i såväl Sverige som omvärlden. Den internationella nedgången kopplas främst till det låga oljepriset som har bidragit till fallande inflationsförväntningar. Osäkerheten i Kina och Grekland har tidvis minskat efterfrågan på mer riskfyllda tillgångar. Det har bland annat återspeglats i lägre statsobligationsräntor i Tyskland och USA (se diagram 2:2) samtidigt som räntorna på mer riskfyllda tillgångar stigit.

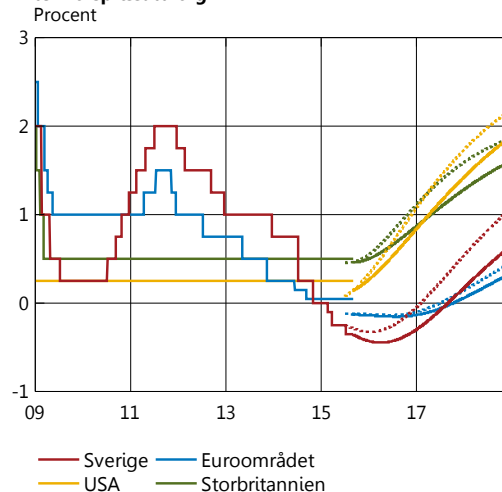
I Sverige föll statsobligationsräntorna i samband med Riksbankens räntebesked i juli, vilket fick ränteskillnaden mot tyska och amerikanska räntor att minska. Därefter har de svenska statsräntorna i stort sett följt den internationella utvecklingen men fallit något mer än de tyska och amerikanska räntorna (se diagram 2:2 och 2:3).

Valutamarknaden

Kronan nära prognosen i juli trots stora rörelser

Utvecklingen på den internationella valutamarknaden har till stor del påverkats av de penningpolitiska förväntningarna på Federal Reserve. Det har även varit stora rörelser som kan kopplas till fallande råvarupriser, en försvagning av den kinesiska renminbin och oro kring den kinesiska tillväxten. Flertalet tillväxtländers valutor har försvagats, där nedgången har varit störst i råvaruproducerande länder. Bland annat har ryska rubeln och brasilianska realen fallit kraftigt till följd av nedgången i oljepriset. Den tilltagande osäkerheten har även påverkat den amerikanska dollarn som under kort tid försvagades kraftigt mot framförallt euron till följd av att förväntningarna om en första räntehöjning från Federal Reserve i september minskade. Dollarn har därefter återhämtat sig,

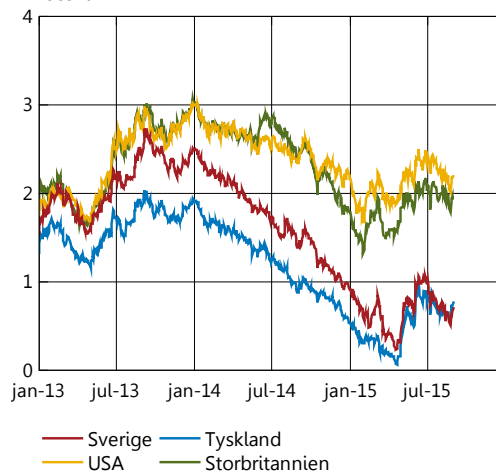
Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning



Anm. Terminsräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar den officiella styrräntan. Heldragna linjer är skattade 2015-08-31, streckade linjer 2015-07-01.

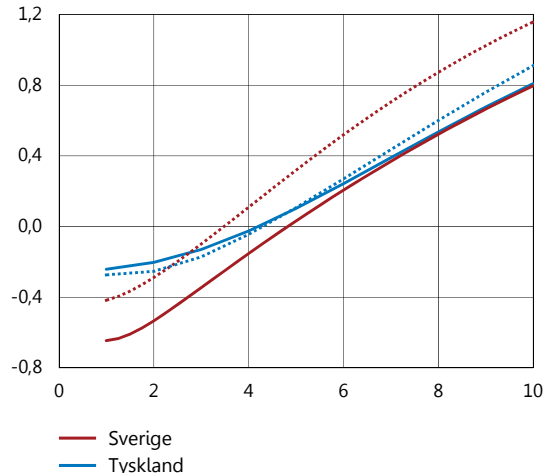
Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid



Källa: Macrobond

Diagram 2:3. Avkastningskurvor i Sverige och Tyskland



Anm. Horisontell axel avser löptid i år. Avkastningskurvorna är nollkupongräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel metoden. Heldragna linjer är skattade 2015-08-31, streckade linjer är skattade 2015-07-01.

Källor: Deutsche Bundesbank, Thomson Reuters och Riksbanken

men är fortfarande något svagare mot euron jämfört med inledningen på juli.

Det har också varit stora rörelser i kronan sedan början på juli. En första försvagning skedde i samband med det penningpolitiska beslutet i juli, vilket till stor del kan kopplas till fallet i svenska marknadsräntor och den minskade differensen mot tyska och amerikanska räntor. Därefter fortsatte kronan att försvagas fram tills den återigen förstärktes något i samband med inflationsutfallet för juli, vilket minskade förväntningarna på åtgärder från Riksbanken i september. Sedan dess har kronans utveckling till stor del styrts av rörelserna internationellt. Kronan har stärkts mot flertalet tillväxtländers och råvaruproducerande länders valutor och den amerikanska dollarn, men försvagats mot euron. Sammantaget är kronan svagare mot euron och ungefär oförändrad mot dollarn jämfört med i början av juli (se diagram 2:4). I konkurrensvägda termer är kronan, trots stora rörelser, ungefär i linje med Riksbankens prognos i juli (se diagram 4:14).

Globala tillgångsmarknader

Tidvis stora rörelser på världens börser

Sedan juli har det varit turbulent på världens börser med tidvis stora negativa rörelser. Utvecklingen är främst kopplad till oron kring Kina, vilket har fått börserna i euroområdet, USA och Sverige att utvecklas svagt (se diagram 2:5). Bland tillväxtekonomierna har börsnedgångarna varit än mer påtagliga.

Oron kring Kina har även bidragit till fallande råvarupriser. Nedgången har varit bred men störst fall syns i oljepriset. Trots en viss uppgång under sista veckan i augusti har priset på Brentolja fallit med cirka 20 procent sedan början på juli. Nedgången i oljepriset kan också förklaras av ett fortsatt stort utbud från Mellanöstern och USA.

Räntorna på mer riskfyllda obligationer, som företagsobligationer, har varit låga under en lång tid. Skillnaden mellan dessa räntor och mer riskfria räntor har dock trendmässigt ökat något det senaste året och rörelserna har fortsatt under sommaren. Den senaste tidens utveckling kan delvis kopplas till företag inom oljeindustrin som pressas av ett lägre oljepris men bedöms främst bero på en ökad osäkerhet kring den globala ränteutvecklingen och Federal Reserves framtida penningpolitik.

Vad händer på Kinas finansiella marknader?

Utvecklingen i Kina har varit i fokus den senaste tiden. Nedgången på börs- och valutamarknaden har fått investera att ifrågasätta styrkan i den kinesiska ekonomin, vilket spridit sig till andra finansiella marknader.

Börsutvecklingen i Kina har varit dramatisk det senaste året. Från att ha mer än fördubblats i värde sedan november förra året har de inhemska börserna sjunkit med närmare 40 procent sedan toppnoteringen i juni. De kinesiska myndigheterna har vidtagit åtgärder för att stabilisera marknaden, bland annat genom direkta stödköp av aktier, sänkt styrränta och sänkta reservkrav för banker.

På valutamarknaden har den kinesiska centralbanken överraskat marknaden genom att låta renminbin försvagas. Beslutet har motiverats av att renminbin stärkts kraftigt de senaste åren samt att myndigheterna velat göra växelkursen mer marknadsanpassad. Det senare har under en längre tid efterlysts av IMF. Försvagningen i renminbin har hittills varit begränsad i förhållande till den förstärkning som har varit mot flertalet valutor de senaste åren.

Oro kring styrkan i den kinesiska ekonomin

Utvecklingen i Kina har skapat en osäkerhet som bland annat synts i fallande börser, stora rörelser på valutamarknaden och lägre råvarupriser. Den främsta oron är att nedgången på aktiemarknaden och en försvagning av valutan är tecken på att den kinesiska ekonomin är svagare än tidigare bedömt. Aktörer nämner bland annat risken för en spridning till Kinas fastighetsmarknad, som av många bedöms vara överhettad.

Begränsade realekonomiska effekter

Riksbanken bedömer att rörelserna på aktie- och valutamarknaden kommer få relativt små direkta effekter på tillväxten. Bara 9 procent av de kinesiska hushållen äger aktier och deras aktietillgångar utgör knappt 1 procent av hushållens totala tillgångar. Därutöver visar studier att kopplingen mellan aktiemarknaden och realekonomin är svag. Det finns ändå tecken på en svagare tillväxt i Kina framöver, vilket också ligger i Riksbankens prognos. En tydligare inbromsning än väntat i Kina skulle dock utgöra en risk för den globala återhämtningen.

Den finansiella situationen för banker och företag

Bra finansieringsvillkor för banker och företag

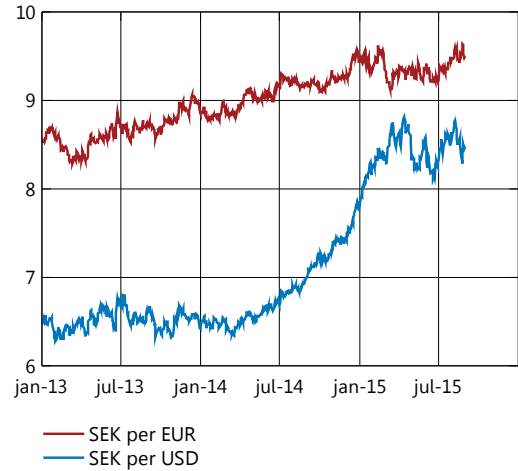
De svenska bankerna har fortsatt låga finansieringskostnader, vilket skapar goda förutsättningar för kreditgivningen till hushåll och företag. Bankernas kreditbetyg och finansieringskostnader indikerar att de svenska storbankerna betraktas som emittenter med god betalningsförmåga. Ränteskillnaden mellan bankernas finansiering i form av säkerställda obligationer och riskfria räntor har fallit sedan inledningen på juli. Bankernas inlåningsmarginaler fortsätter dock att minska något i och med att inlåningsräntorna har varit i princip oförändrade samtidigt som reporäntan har sänkts. Trots detta har bankernas räntenetto varit relativt stabilt och intjäningen förblir god, då bankerna har ökat sina utlåningsmarginaler och fortsatt öka sin utlåning (se diagram 2:6).

De svenska företagen bedöms ha fortsatt goda möjligheter att finansiera sig. Räntorna på svenska företagsobligationer föll i samband med det penningpolitiska beskedet i juli och har därefter följt utvecklingen på den internationella kreditmarknaden. Utlåningsräntan för företag, vid nya avtal, har fallit under våren men steg något i juli till 1,6 procent. Tillväxttakten i bankernas utlåning till företag, som står för den största delen av företagets skuldsättning, har bromsat in de senaste månaderna. Denna utveckling kompenseras till viss del av en högre tillväxttakt i värdepappersutlåningen.

Snabbt stigande bostadspriser

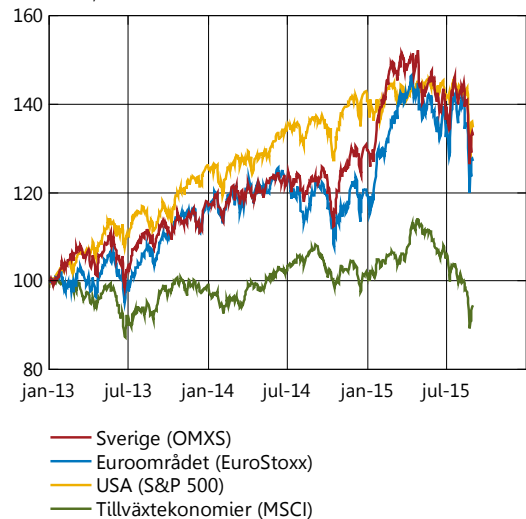
Hushållen fortsätter att möta låga räntor och i juli var den genomsnittliga boräntan oförändrad på 1,6 procent. Samtidigt fortsätter bankernas utlåning till hushåll att vara hög och i juli steg tillväxttakten till 7,1 procent. Sedan årsskiftet innebär det en uppgång på 1 procentenhet, där i stort sett hela ökningstakten kan tillskrivas bostadslån. Utvecklingen förklaras till stor del av de snabbt stigande bostadspriserna. Uttryckt i årlig procentuell förändring steg priserna på bostadsrätter med drygt 18 procent i juli medan priserna på villor steg med nästan 14 procent enligt statistik från Valueguard. Samtidigt förväntar sig hushållen fortsatta prisökningar enligt SEB:s boprisindikator som låg kvar på en hög nivå i augusti.

Diagram 2:4. Kronans utveckling mot euron och dollarn
SEK per utländsk valuta



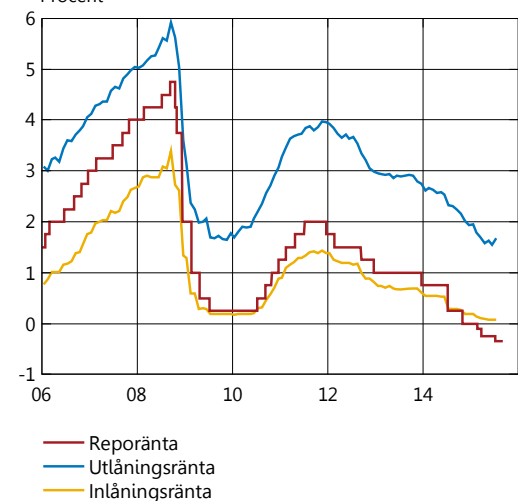
Källa: Macrobond

Diagram 2:5. Börsutveckling
Index, 2013-01-02 = 100



Källor: Macrobond och Thomson Reuters

Diagram 2:6. Reporänta samt in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Bedömningen av det aktuella ekonomiska läget och utvecklingen den närmaste tiden utgör utgångspunkten för prognoserna av den ekonomiska utvecklingen på lite längre sikt. Inflationen stiger från en låg nivå och indikatorer tyder på att uppgången fortsätter under hösten, om än i en ojämn takt. Förtroendet hos företag och hushåll är sammantaget nära historiskt genomsnittliga nivåer och BNP-tillväxten väntas bli något starkare än normalt det andra halvåret i år. Arbetslösheten sjunker, om än långsamt. Återhämtningen i omvärlden väntas fortsätta, vilket gynnar svensk export.

Inflation

Inflationen stiger

Olika mått på den underliggande inflationen, bland annat den årliga ökningstakten i KPIF exklusive energi, fortsätter att stiga, men i en ojämn takt. Låga energipriser har dämpat KPI- och KPIF-inflationen de senaste åren och väntas fortsätta att göra det fram till årsskiftet. Att KPI-inflationen är fortsatt nära noll förklaras också av att tidigare sänkningar av reporäntan har bidragit till att sänka hushållens räntekostnader (se diagram 3:1). I juli bidrog den svaga utvecklingen i energipriserna och sjunkande räntekostnader med $-0,5$ respektive $-0,8$ procentenheter till KPI-inflationen. KPIF exklusive energi ökade samtidigt med 1,5 procent och har tillsammans med KPI och KPIF utvecklats något starkare än prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli.

Indikatorer tyder på högre inflation under hösten

Sedan förra hösten har olika mått på den underliggande inflationen vänt uppåt (se diagram 3:2). Uppgången är relativt bred, med allt högre prisökningstakter för både varor, livsmedel och tjänster (se diagram 3:3). Uppgången i de underliggande måtten tycks hittills i huvudsak förklaras av stigande priser på importerade varor och tjänster.

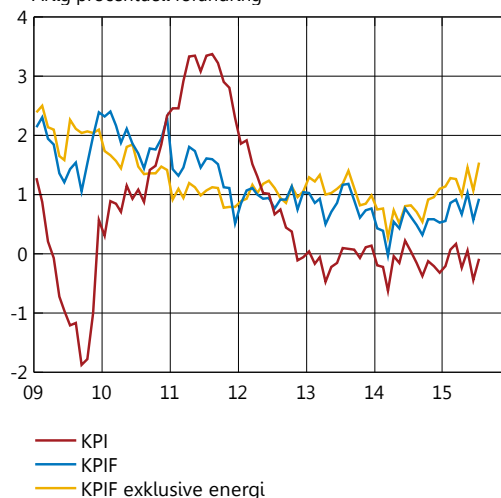
Flera indikatorer tyder på att inflationen kommer att fortsätta stiga framöver. Priserna på konsumtionsvaror i producentledet stiger jämfört med samma period föregående år (se diagram 3:4). Enligt Konjunkturbarometern räknar en högre andel av detaljhandelsföretagen än normalt med att höja priserna de närmaste månaderna. Många företag uppger också att de har genomfört pris-höjningar den senaste tiden. Modellprognoser kan användas för att sammanfatta informationen från olika

Tabell 3:1. Utfall jämfört med föregående prognos

Förväntad utveckling i PPR juli	Faktisk utveckling
Fortsatt låg inflation, KPIF-inflationen 0,7 procent i juli.	Något högre än förväntat, KPIF-inflationen 0,9 procent i juli.
BNP-tillväxten 2,8 procent det andra kvartalet.	Något starkare än förväntat, BNP-tillväxten 4,0 procent det andra kvartalet.
Arbetslösheten minskar långsamt.	Ungefär som förväntat.
BNP-tillväxten i euroområdet 1,5 procent det andra kvartalet.	Ungefär som väntat, 1,3 procent det andra kvartalet.
BNP-tillväxten i USA 2,3 procent det andra kvartalet.	Ungefär som väntat, 2,5 procent det andra kvartalet.

Anm. Penningpolitisk Rapport (PPR). KPIF är KPI med fast bostadsränta. KPIF avser årlig procentuell förändring. BNP-tillväxten avser kvartalsförändring i procent, uppräknad till årstakt.

Diagram 3:1. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



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

indikatorer. Diagram 3:5 visar en sådan prognos för KPIF exklusive energi.⁸ Den senaste tidens utveckling, med bland annat stigande producentpriser och en något svagare kronkurs bidrar till att modellen förutspår att inflationen stiger under hösten. Riksbankens prognos för KPIF exklusive energi innebär en något svagare ökning än modellprognosen, främst till följd av att prisutvecklingen under sommaren bedöms rymma vissa tillfälliga effekter, bland annat vad gäller priserna på utrikes resor samt kläder och skor. Priserna på just dessa produkter varierar också mycket och bidrar till att inflationsuppgången under andra halvåret väntas ske i en ojämn takt.

Ytterligare genomslag av kronförsvagningen att vänta

En anledning till detaljhandelsföretagens planerade pris-höjningar i höst är sannolikt att kronan har försvagats sedan 2014. Detta har inneburit högre priser på importerade varor och tjänster, och därmed högre kostnader, för företagen. Då företagen möter högre kostnader höjer de normalt sett priserna på sina produkter. Kostnadsökningarna sedan 2014 bedöms dock ännu inte ha fått fullt genomslag i företagens priser. Detta beror bland annat på att företagen normalt sett inte justerar sina priser kontinuerligt utan snarare vid ett par tillfällen per år, till exempel i samband med att nya modeller introduceras på marknaden.

Även om försvagningen av kronan bedöms bidra till stigande inflation, bidrar andra faktorer till att den månadsvisa förändringen i KPIF exklusive energi förväntas utvecklas ungefär som genomsnittet sedan 2000 under de kommande månaderna (se diagram 3:6).

Svag utveckling i drivmedelspriser

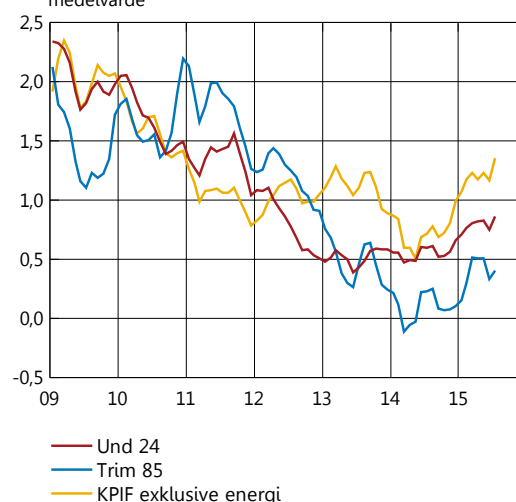
Prognosen för KPI- och KPIF-inflationen det andra halvåret har justerats ned jämfört med den senaste penningpolitiska rapporten. Detta beror främst på att utvecklingen i drivmedelspriserna förväntas bli svagare, då priset på råolja har sjunkit under sommaren. Prognosen för KPIF exklusive energi är däremot i stort sett oförändrad.

Stabiliserade inflationsförväntningar

Den faktiska inflationen är viktig för hur förväntningarna om den framtida inflationen ska utvecklas. Detta gäller

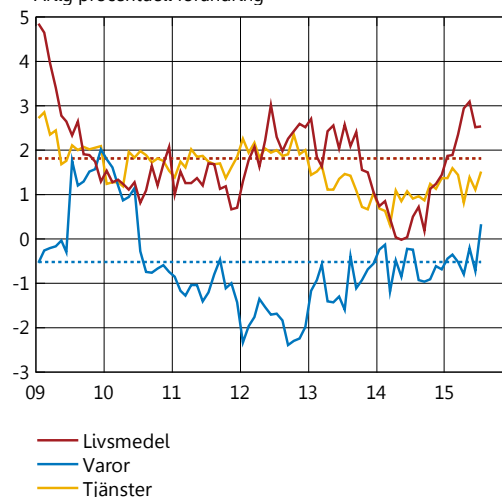
⁸ Modellen använder månadsdata för producentpriser, växelkurs och råvarupriser för att generera prognoser för KPIF exklusive energi som utöver den senaste tidens indikatorinformation även beaktar inflationens historiska säsongsmönster. Modellens punktprognoser för KPIF exklusive energi redovisas med ett 50- och 90-procentigt osäkerhetsintervall.

Diagram 3:2. Mått på underliggande inflation
Årlig procentuell förändring, tre månaders glidande medelvärde



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

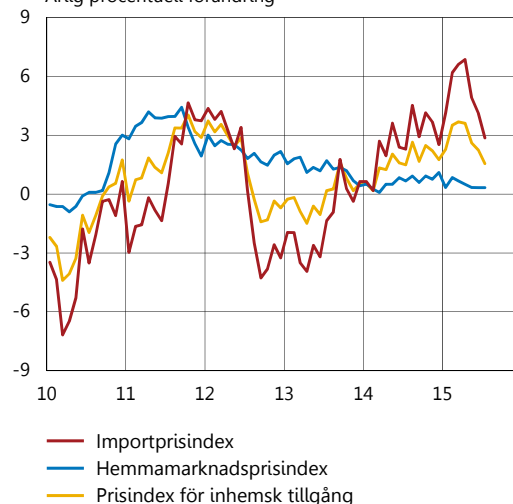
Diagram 3:3. Livsmedels- varu- och tjänstepriser
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 2000 till senaste utfall. Linjen som visar genomsnitt för tjänster sammanfaller med linjen som visar genomsnitt för livsmedel.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:4. Konsumtionsvarupriser i producentledet
Årlig procentuell förändring



Anm. Prisindex för inhemsk tillgång är en sammanvägning av importpris- och hemmamarknadsprisindex.

Källa: SCB

särskilt för förväntningar på kortare sikt. I likhet med inflationen har dessa varit låga under de senaste åren men stigit i år. De långsiktiga inflationsförväntningarna har också dämpats och är lägre än inflationsmålet. Enligt Prosperas månadsundersökning för augusti sjönk inflationsförväntningarna hos penningmarknadens aktörer något på ett och två års sikt. På fem års sikt var förväntningarna oförändrade och uppgår till 1,8 procent (se diagram 3:7). Enligt Konjunkturbarometern i augusti sjönk hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt något till 1,8 procent.

Global och svensk konjunktur

Splittrad bild av utvecklingen i omvärlden

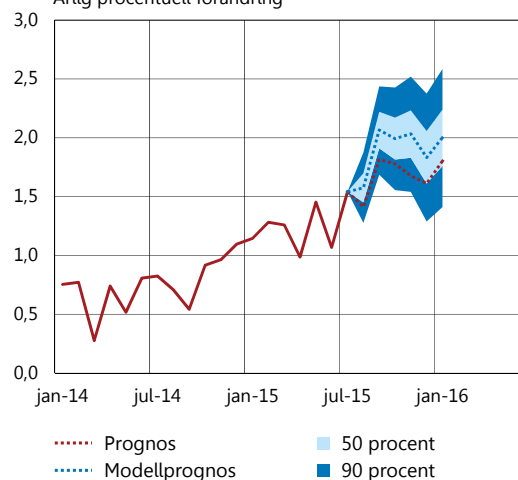
Återhämtningen i världsekonomin väntas fortsätta och därmed bedöms efterfrågan på svensk export öka. Återhämtningen drivs främst av utvecklade länder. Den ekonomiska aktiviteten i såväl USA som Storbritannien förbättrades under andra kvartalet efter att tillfälliga faktorer dämpat tillväxten under första kvartalet. I USA har arbetsmarknaden fortsatt att förbättras, hushållens konsumtion är stark och förtroendet hos hushåll och företag ligger på höga nivåer, vilket sammantaget talar för en stabil tillväxt under andra halvåret 2015. Detta står i kontrast till tillväxtländer som Ryssland och Brasilien där den svaga utvecklingen väntas bestå den närmaste tiden.

I euroområdet väntas en fortsatt måttlig tillväxt framöver, i ungefär samma takt som under första halvåret. Hushåll och företag har visserligen blivit något mindre optimistiska under sommaren, men andra indikatorer som exempelvis försäljningen i detaljhandeln och kreditutlåningen har samtidigt fortsatt att förbättras.

I många av de utvecklade länderna bland Sveriges viktigaste handelspartner har inflationen stigit något under andra kvartalet. Uppgången beror dock till stor del på att oljepriset steg mellan januari och april. Den underliggande inflationen är fortsatt låg i de flesta länder och det finns inga tydliga tecken på att den har börjat stiga. Att oljepriset åter fallit sedan maj innebär att inflationen den närmaste tiden fortsatt hålls tillbaka av sjunkande energipriser. I många tillväxtekonomier är inflationen däremot hög och riskerar att stiga ytterligare till följd av svagare växelkurser (se kapitel 2).

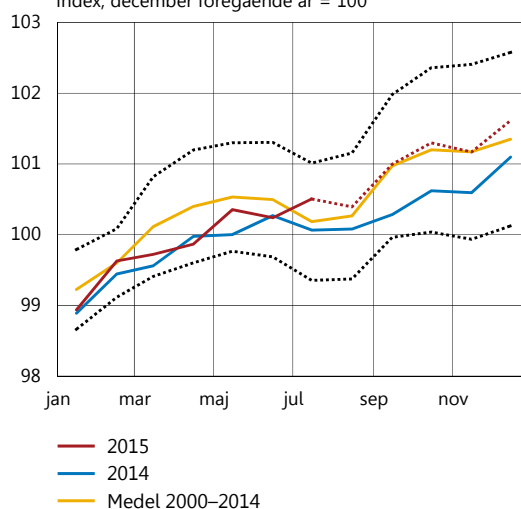
Världshandeln har utvecklats svagt sedan årsskiftet, men återhämtade sig något i juni (se diagram 3:8). Den

Diagram 3:5. Modellprognos KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



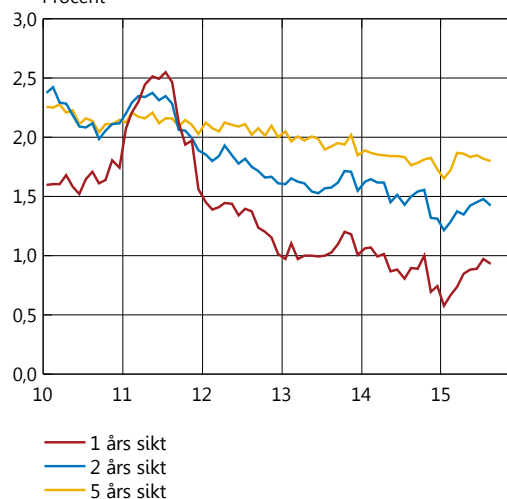
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:6. Månadsvis utveckling i KPIF exklusive energi
Index, december föregående år = 100



Anm. Svarta streckade linjer avser 95-procentigt konfidensintervall kring medelvärdet.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:7. Inflationsförväntningar bland penningmarknadens aktörer
Procent



Källa: TNS Sifo Prospera

svaga tillväxten i handeln beror främst på utvecklingen i tillväxtländerna, men till viss del även på utvecklingen i mer utvecklade länder. I början på året kan hamnstrejker i USA och andra tillfälliga faktorer ha bidragit till utvecklingen. Svag efterfrågan från Kina och Japan under andra kvartalet har lett till lägre exporttillväxt, i synnerhet för flera asiatiska länder, men det finns även strukturella faktorer som dämpar tillväxten i handeln. Exempelvis har USA skurit ned sin import av råolja kraftigt i takt med att deras egen produktion har ökat.

Nedgången i tillväxten i världshandeln bedöms till stor del vara tillfällig. Enligt Konjunkturbarometern förbättrades den svenska exportorderingen i juli och augusti, och inköpschefsindex för tillverkningsindustrin indikerar en fortsatt tillväxt i exporten under tredje kvartalet (se diagram 3:9).

Stabil svensk BNP-utveckling

Enligt snabbversionen av nationalräkenskaperna ökade svensk BNP med 4 procent under andra kvartalet 2015 jämfört med det första kvartalet och uppräknat till årtakt. Sammantaget var tillväxten det andra kvartalet något starkare än prognosen i juli.

I juli och augusti var förtroendet bland företagen något högre än ett historiskt genomsnitt enligt Konjunkturinstitutets indikator för näringslivet och inköpschefsindex. Den mycket svaga investeringstillväxten under andra kvartalet bedöms därför vara tillfällig och företagens investeringar förväntas växa snabbare under tredje kvartalet. Förtroendet hos hushållen ökade i augusti och är nära ett historiskt genomsnitt (se diagram 3:10). Tillväxten i detaljhandeln återhämtade sig något i juli efter en svag utveckling månaderna innan. Konsumtionen bedöms öka i linje med den genomsnittliga historiska ökningstakten de närmaste kvartalen.

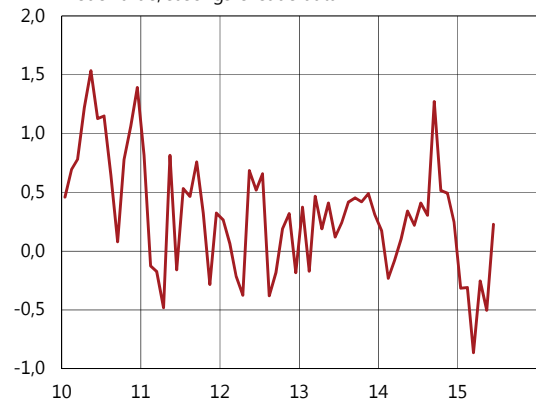
Samtantaget bedöms BNP öka med i genomsnitt knappt 3 procent det tredje och fjärde kvartalet jämfört med närmast föregående kvartal och uppräknat till årtakt. Ett något lägre tillväxtbidrag från utrikeshandeln bidrar till att tillväxten är något lägre under andra halvåret 2015 än i prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli.

Fortsatt nedgång i arbetslösheten

Enligt Arbetskraftsundersökningarna (AKU), utvecklades såväl arbetskraften som sysselsättningen svagt under juni och juli. Tolkningen av arbetsmarknaden är dock oftast

Diagram 3:8. Global varuhandelsvolym

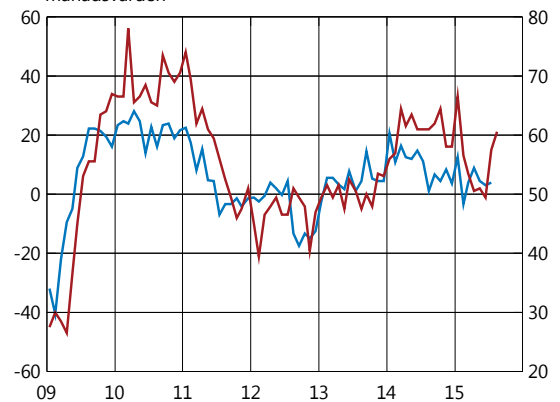
Månadsförändring i procent, tre månaders glidande medelvärde, säsongrensade data



Källa: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Diagram 3:9. Exportordergång

Nettotal respektive diffusionsindex, säsongrensade månadsvärden



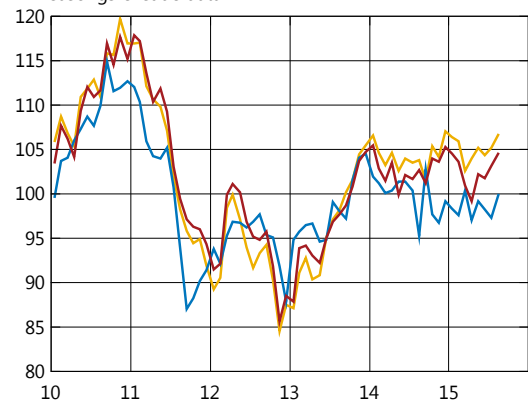
— Tillverkningsindustrin (vänster axel)
— Inköpschefsindex (höger axel)

Anm. Diffusionsindex över 50 indikerar tillväxt.

Källor: Konjunkturinstitutet och Swedbank/Silf

Diagram 3:10. Konfidensindikatorer

Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10, säsongrensade data



— Barometerindikatorn
— Hushållens konfidensindikator (CCI)
— Konfidensindikator, totala näringslivet

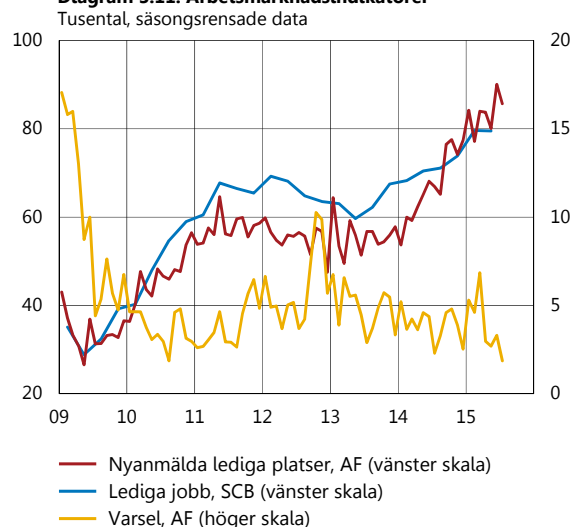
Källa: Konjunkturinstitutet

svårare att göra under sommarmånaderna då statistiken är särskilt osäker. Den svaga utvecklingen i arbetskraften innebar att arbetslösheten minskade i juli i säsongsrensade termer. Varslen sjönk samtidigt kraftigt i juli och antalet nyanmälda lediga platser är på en fortsatt hög nivå (se diagram 3:11). Även andra ledande indikatorer för arbetsmarknadsutvecklingen, exempelvis anställningsplanerna enligt Konjunkturbarometern, tyder på att sysselsättningen fortsätter att växa den närmaste tiden (se diagram 3:12). Sammantaget väntas sysselsättningen växa med en halv procent under andra halvåret 2015 och arbetslösheten nå 7,4 procent under fjärde kvartalet.

Resursutnyttjandet något lägre än normalt

Riksbankens RU-indikator, som är ett sammanfattande mått på en mängd indikatorer på resursutnyttjandet, har visserligen fortsatt att öka under 2015, men är alltjämt något lägre än ett historiskt genomsnitt (se diagram 3:13). Uppgången sedan i mitten av 2013 beror bland annat på att företagen rapporterar att bristen på arbetskraft är något större än tidigare. Sammantaget bedöms resursutnyttjandet i den svenska ekonomin öka något under andra halvåret 2015. Att resursutnyttjandet fortsätter att stiga bidrar uppgången i inflationen framöver.

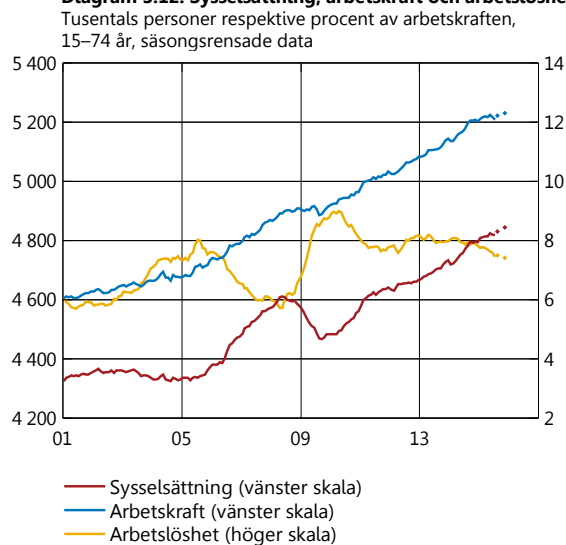
Diagram 3:11. Arbetsmarknadsindikatorer



Anm. Lediga jobb är kvartalsdata, övriga är månadsdata.

Källor: Arbetsförmedlingen (AF) och SCB

Diagram 3:12. Sysselsättning, arbetskraft och arbetslöshet



Anm. Tre månaders glidande medelvärde.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:13. RU-indikatorn



Anm. RU-indikatorn är ett mått för resursutnyttjandet. Den är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

Källa: Riksbanken

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Efter en något dämpad tillväxt under första halvåret fortsätter världsekonomin att stärkas och den globala inflationen stiger i linje med tidigare bedömning. Det råder fortsatt stor osäkerhet om utvecklingen i omvärlden men fokus har flyttats från Grekland till tillväxtekonomierna. Den mycket låga reporäntan och Riksbankens köp av statsobligationer bidrar, tillsammans med en starkare utländsk efterfrågan, till att den svenska konjunkturen förstärks ytterligare och att inflationen stiger. Läget på arbetsmarknaden fortsätter att förbättras, om än i långsam takt. KPIF-inflationen väntas vara nära 2 procent under 2016.

Omvärlden

Världsekonomin fortsätter att förbättras

Den globala produktionstillväxten och världshandeln försvagades under årets andra kvartal. Inbromsningen bedöms dock till stor del bero på tillfälliga faktorer (se kapitel 3). I flertalet utvecklade länder stiger BNP-tillväxten medan den fortsätter att falla i flera tillväxtekonomier. Världsekonomin får framöver draghjälp av en stark amerikansk ekonomi och en allt stabilare återhämtning i euroområdet. Återhämtningen gynnas av expansiv penningpolitik, mindre åtstramande finanspolitik, mindre strama kreditvillkor och ett lågt oljepris.

Sedan föregående penningpolitiska rapport har oljepriset fallit (se diagram 4:1). Vid sidan av ett ökat utbud från USA och Mellanöstern bedöms prisnedgången bero på en lägre oljeefterfrågan till följd av den pågående ombalanseringen av den kinesiska ekonomin. Det lägre oljepriset dämpar oljerelaterade investeringar samtidigt som hushållen får ett ökat konsumtionsutrymme och företagen får lägre kostnader. Även inflationen blir lägre till följd av lägre energipriser.

Expansiv penningpolitik stödjer återhämtningen

I många utvecklade länder är inflationstrycket alltså lågt vilket gör att centralbanker på många håll i världen för en fortsatt expansiv penningpolitik. Den KIX-viktade styrräntan (där styrräntorna i euroområdet, Norge, Storbritannien och USA ingår) antas ligga kvar på en låg nivå de närmaste åren.

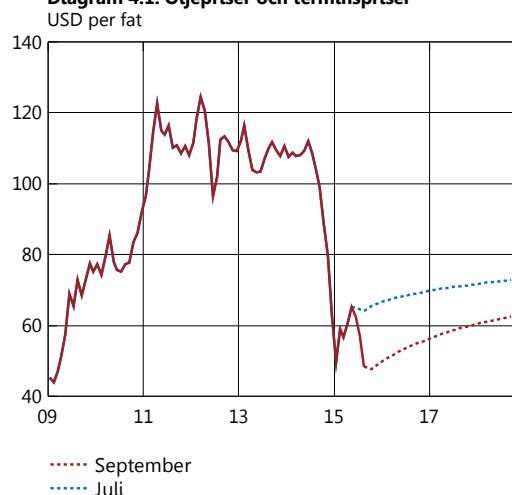
Stigande tillväxt i utvecklade länder, svagare i tillväxtländer

Utvecklade länder väntas fortsätta växa i god takt de närmaste åren. I USA fortgår den positiva utvecklingen på både arbetsmarknaden och bostadsmarknaden. Det låga oljepriset gynnar BNP-tillväxten genom lägre bensinpriser som i sin tur ger större konsumtionsutrymme. BNP-tillväxten i USA väntas gradvis stiga för att 2017

Tabell 4:1.

Prognosen i korthet
Efter en tillfällig försvagning stiger tillväxten och inflationen i omvärlden.
Penningpolitiska stimulanser stödjer återhämtningen.
Svensk inhemsk efterfrågan fortsätter att växa starkt framöver, drivet av en stark hushållssektor och bostadsinvesteringar.
Starkare omvärldsefterfrågan gynnar svensk export och den svenska konjunkturförbättringen breddas.
Läget på arbetsmarknaden fortsätter att förbättras och sysselsättningen stiger. Hög befolkningstillväxt innebär hög tillväxt i arbetskraften. Sammantaget innebär detta en långsam nedgång i arbetslösheten.
En högre inflation i omvärlden, den svenska konjunkturförstärkningen och det senaste årets kronförsvagning bidrar till att inflationen fortsätter att stiga. KPIF-inflationen förväntas vara nära 2 procent från slutet av 2015.

Diagram 4:1. Oljepriser och terminspriser



Anm. Brentolja, terminspriserna är beräknade som ett 15-dagars genom-snitt. Utfallet avser månadsgenomsnitt av spotpriser.
Källor: Macrobond och Riksbanken

falla tillbaka mot mer normala nivåer. Återhämtningen fortsätter också i euroområdet även om den sker från en låg nivå och i långsam takt. Lägre utlåningsräntor till hushåll och företag, mindre åtstramande finanspolitik, ett fortsatt lågt oljepris och en svagare euro är bidragande orsaker. Sammantaget väntas BNP-tillväxten i euroområdet stiga gradvis till 2 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 4:2).

För flera tillväxtländer är utvecklingen mer bekymmersam. Råvaruproducerande länder som Ryssland och Brasilien påverkas negativt av de låga råvarupriserna. Ryssland tyngs därtill av EU:s och USA:s sanktioner, höga räntor och hög inflation. I Brasilien hålls BNP-tillväxten ytterligare tillbaka av åtstramande finanspolitik. I Kina har svagare inköpschefsindex för industrin och stora börsfall skapat en oro för styrkan i ekonomin (se kapitel 2). I prognosen antas börsnedgången få relativt små effekter på BNP-tillväxten som förväntas bli något under 7 procent i år för att sedan falla tillbaka till cirka 6 procent i slutet av prognosperioden. Att BNP-tillväxten saktar in hör samman med Kinas pågående ombalansering från en export- och investeringsdriven tillväxt till en ekonomi som i större utsträckning drivs av inhemsk efterfrågan, i synnerhet av hushållens konsumtion. Ombalanseringen bidrar till osäkerhet kring konjunkturutvecklingen framöver och det kan inte uteslutas att inbromsningen blir kraftigare än väntat.

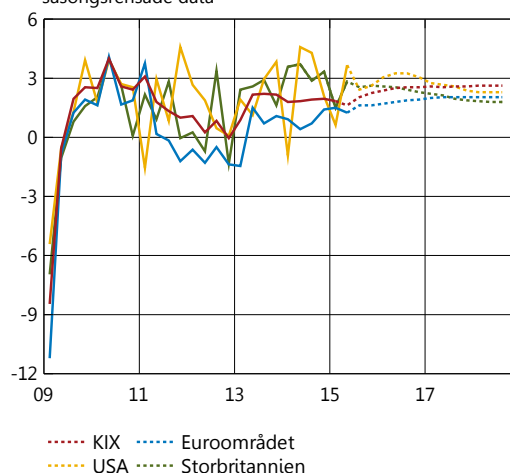
Konjunkturbilden från i juli står sig i stort

KIX-vägd BNP, där de länder ingår som har störst betydelse för svensk ekonomi, väntas i år växa med 1,9 procent för att sedan gradvis stiga till 2,6 procent 2017. Det är i stort sett samma konjunkturbild som i prognosen i juli även om de olika ländernas bidrag till KIX-vägd BNP är något förändrade.

Risken för att Grekland ska ställa in betalningarna eller lämna eurosamarbetet har åtminstone på kort sikt minskat sedan ett nytt stödprogram kommit på plats. Men även om den mest akuta osäkerheten har skingrats återstår stora utmaningar för Grekland framöver. De kapitalkontroller som infördes när det andra stödprogrammet löpte ut bedöms ha lett till en försämring av det ekonomiska läget. Samtidigt råder politisk osäkerhet då godkännandet av det nya stödprogrammet, med dess krav på ytterligare reformer, lett till splittring inom regeringen. Nyval har utlysts och kommer att hållas i mitten av september. Liksom tidigare bedöms ändå händelseutvecklingen i Grekland inte hindra återhämtningen i euroområdet.

Diagram 4:2. 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

Nytt stödprogram till Grekland

Efter folkomröstningen som hölls i början av juli, där en majoritet röstade nej till långivarnas förhandlingsbud, ansökte den grekiska regeringen om ett nytt stödprogram genom den europeiska stabilitetsmekanismen, ESM. Intensiva förhandlingar ledde i mitten av juli fram till en principöverenskommelse och Grekland fick ett tillfälligt lån för att täcka återbetalningar till IMF och ECB. I mitten av augusti nåddes sedan en överenskommelse om ett nytt, tredje stödprogram.

Det nya stödprogrammet innebär finansieringsstöd på ytterligare upp till 86 miljarder euro fördelat över tre år. Enligt samma princip som under tidigare stödprogram sker utbetalningarna stegvis och under förutsättning att Grekland genomför överenskomna reformer.

I stödprogrammet ställs krav på åtgärder för att återställa hållbara offentliga finanser, bland annat harmonisering av momssatser, reformering av pensionssystemet och förbättrad skattedisciplin. Därtill ska reformer av arbets- och varumarknaden genomföras i syfte att främja tillväxt och konkurrenskraft. Den finansiella stabiliteten ska säkerställas genom rekapitalisering av de grekiska bankerna som tyngs av en ökning i andelen osäkra fordringar.

Inflationen stiger i omvärlden

Under de senaste åren har det skett en nedgång i den globala inflationen. Denna trend förstärktes i och med det kraftiga oljeprisfallet som inleddes förra sommaren. För en del utvecklade länder har detta tidvis inneburit negativ inflation.

Den underliggande inflationen är fortsatt låg och än så länge är kostnadstrycket från arbetsmarknaden svagt i de flesta utvecklade länder. Men i takt med att konjunkturen och läget på arbetsmarknaden förbättras väntas lönerna öka allt snabbare. Stigande efterfrågan väntas innebära att företagen kan höja sina priser i större utsträckning än hittills.

Den KIX-vägda inflationen bedöms stiga från 1,1 procent i år till 2,4 procent 2017 (se diagram 4:3). Det är en något mindre ökning under 2015 och 2016 än i bedömningen i juli. Detta beror främst på ett lägre oljepris men också på att inflationsprognosen för Ryssland har reviderats ned.

Sverige

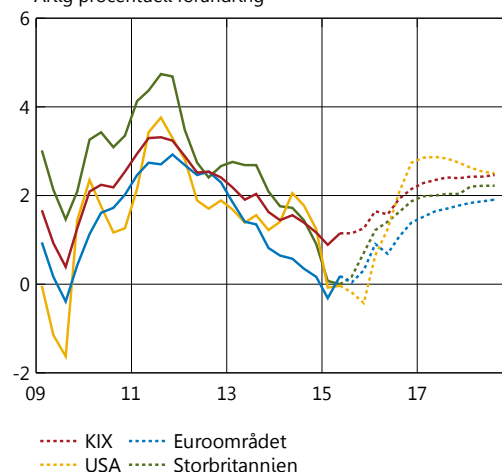
Konjunkturförbättring med allt starkare utländsk efterfrågan

Svensk export utgör knappt hälften av svensk BNP. De senaste årens svaga utveckling i utländsk efterfrågan har därmed hållit tillbaka återhämtningen i den svenska ekonomin. Tillväxten har istället drivits av en stark utveckling i den inhemska efterfrågan och då särskilt från en stark hushållssektor och ökade bostadsinvesteringar.

Återhämtningen på många svenska exportmarknader förväntas fortgå, även om återhämtningen i Europa väntas vara långsam. I takt med att den utländska industriproduktionen växer så ökar också efterfrågan på svensk export (se diagram 4:4). Eftersom svensktillverkade exportvaror till stor del innehåller importerade delar ökar även tillväxten i importen. Importen gynnas också av att den inhemska efterfrågan stiger.

De finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt mycket expansiva. Räntorna är låga och det är lätt att få krediter, både för företag och för hushåll. Tillväxttakten i bankernas utlåning till hushåll och företag fortsätter stiga (se diagram 4:5). En stabil utveckling av hushållens disponibla inkomster, en hög andel sparande i utgångsläget och stigande förmögenheter i hushållssektorn bidrar till att konsumtionen växer ungefär i takt med det historiska genomsnittet de närmaste åren (se diagram 4:6). Återhämtningen i den globala industriproduktionen ökar

Diagram 4:3. 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

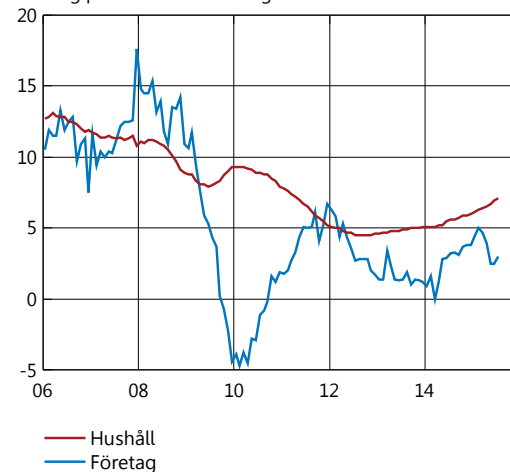
Diagram 4:4. Export och svensk exportmarknad
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



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 4:5. Bankutlåning 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

också investeringsbehovet i näringslivet och bidrar därmed till en starkare investeringstillväxt. Antalet påbörjade bostäder är fortsatt stort och detta bidrar till att bostadsinvesteringarna, mätt som andel av BNP, ökar till nära 5 procent under 2018. Andelen är hög i ett historiskt perspektiv men inte vid en internationell jämförelse.

Sammantaget innebär den starkare utvecklingen i inhemsk och utländsk efterfrågan att svensk BNP växer något snabbare än det historiska genomsnittet 2015 och 2016, då tillväxten väntas bli över 3 procent (se diagram 4:7). Tillväxten dämpas något 2017. Den höga tillväxten under andra kvartalet bidrar till att utvecklingen 2015 är något starkare än i prognosen i juli, medan en något svagare utveckling av efterfrågan bidrar till en motsvarande nedjustering av tillväxten 2016. Den kraftiga befolkningsökningen som väntas de kommande åren innebär att BNP per capita växer med i genomsnitt drygt 1,5 procent per år 2015–2017 (se diagram 4:8).

Högre bostadspriser bidrar till att hushållens skuldsättning ökar

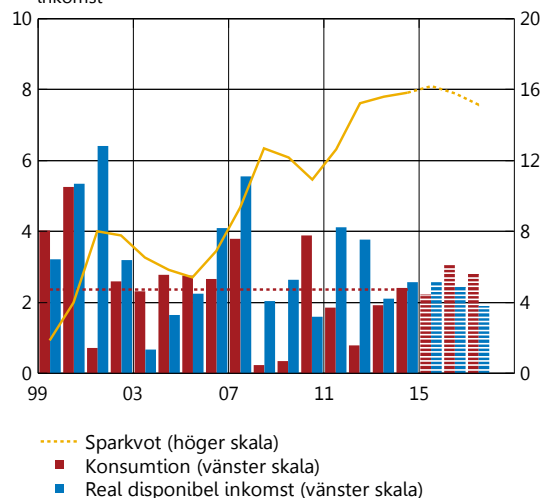
Stigande bostadspriser innebär att hushållens förmögenheter fortsätter att växa, men då bostadsköpen till stor del är lånefinansierade ökar också hushållens skulder. Såväl utbuds- som efterfrågefaktorer bidrar till att denna utveckling fortgår under prognosperioden. Hushållens inkomster stiger och bolåneräntorna förväntas vara låga de kommande åren, vilket understödjer efterfrågan på bostäder. Samtidigt är utbudet av bostäder alltjämt för lågt även om det nu ökar snabbt. Bostadspriserna bedöms därför fortsätta öka om än i en något långsammare takt än tidigare. Utvecklingen innebär att den så kallade skuldkvoten, det vill säga hushållens skulder som andel av deras disponibla inkomst, ökar till cirka 190 procent under 2018, vilket är en något högre nivå än i prognosen i juli (se diagram 1:12).

Läget på arbetsmarknaden förbättras

I takt med att konjunkturen blir starkare förbättras också situationen på den svenska arbetsmarknaden. Många nya lediga platser och få varsel, enligt statistik från arbetsförmedlingen, tyder på att fler jobbtilfällen skapas. Antalet sysselsatta som andel av befolkningen 15–74 år, den så kallade sysselsättningsgraden, har ökat gradvis sedan 2010. Samtidigt har arbetskraftsdeltagandet ökat i motsvarande utsträckning och arbetslösheten har därmed varit förhållandevis stabil kring 8 procent de senaste åren.

Diagram 4:6. Hushållens reala disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst

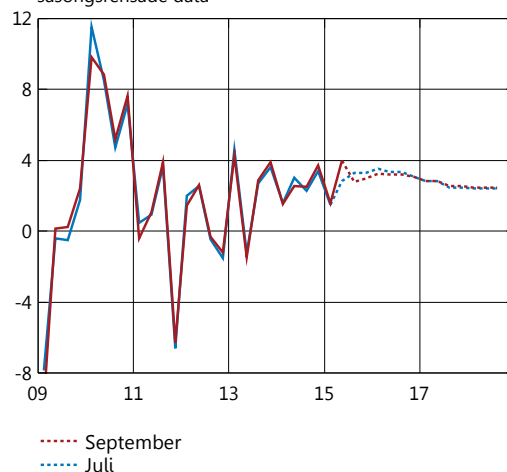


Anm. Sparkvoten är inklusive kollektivt försäkringsparande. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator. Streckad linje avser genomsnitt av konsumtionen mellan 1994 och 2014.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:7. BNP

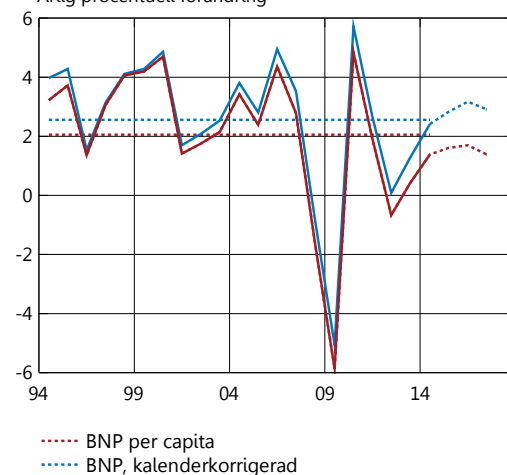
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:8. BNP och BNP per capita

Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser ett genomsnitt mellan 1994 och 2014.

Källor: SCB och Riksbanken

Befolkningen växer snabbt de närmaste åren. Samtidigt ökar andelen av befolkningen som tillhör grupper med lågt arbetskraftsdeltagande, vilket dämpar tillväxten i arbetskraften. En stark utveckling i efterfrågan innebär att sysselsättningen fortsätter att växa i ungefär samma takt som de senaste åren och arbetslösheten minskar därmed gradvis (se diagram 4:9). Den demografiska utvecklingen innebär också att sysselsättningsgraden, andelen sysselsatta i befolkningen, endast ökar marginellt de kommande åren (se diagram 4:10).

Riksbanken bedömer att det för närvarande finns lediga resurser på den svenska arbetsmarknaden (se diagram 4:11). Sysselsättningen kan därmed fortsätta att växa utan att företagen får betydande problem med att hitta rätt kompetens när de anställer. Utvecklingen innebär att arbetslösheten når 6,8 procent under 2018. En svagare förväntad utveckling i arbetskraften innebär att prognosen för arbetslösheten är något lägre än bedömningen i juli.

Högre resursutnyttjande bidrar till stigande kostnadstryck

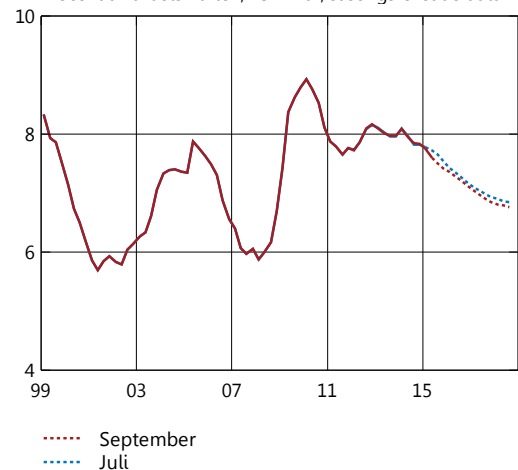
Enligt Medlingsinstitutet uppgår de avtalade löneökningarna 2015 till 2,3 procent. Nästa år ska närmare 500 löneavtal för omkring 3 miljoner anställda förhandlas om och Riksbanken bedömer att ett allt högre resursutnyttjande och stigande inflation bidrar till att den nominella löneökningstakten blir högre de kommande åren (se fördjupningen "Förutsättningar inför avtalsrörelsen 2016"). I takt med att efterfrågan stiger förväntas företagen höja sina priser. Då reallönerna väntas utvecklas svagare än produktiviteten innebär detta sammantaget att vinstandelen i näringslivet ökar (se diagram 4:12).

Arbetskostnaderna växer snabbare framöver, i linje med löneutvecklingen. Höjda sociala avgifter för unga och höjd löneskatt för äldre innebär att ökningstakten väntas bli särskilt hög under 2016. Utvecklingen av arbetskostnaderna och produktiviteten innebär att tillväxten i arbetskostnaderna per producerad enhet ökar under 2015 för att därefter växa med nära 2 procent per år 2016 och 2017 (se diagram 4:13). Kostnadstrycket bedöms därmed i stort sett vara detsamma som i bedömningen i juli.

Kronans utveckling är viktig för inflationen

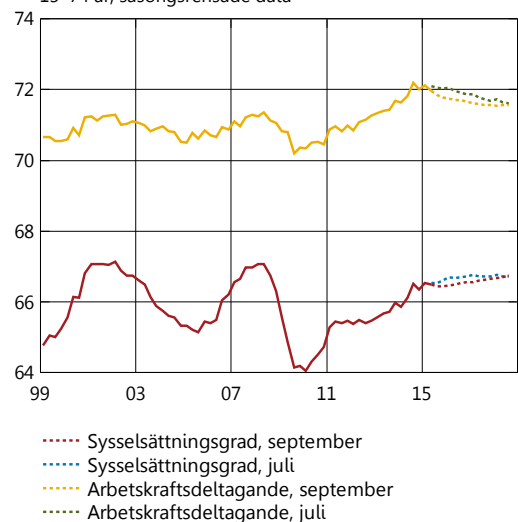
Kronan har försvagats sedan 2014 och detta bedöms ha bidragit till högre priser på importerade varor och tjänster och därigenom även till den senaste tidens uppgång i inflationen. Trots att kronan, i konkurrensvägda termer,

Diagram 4:9. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



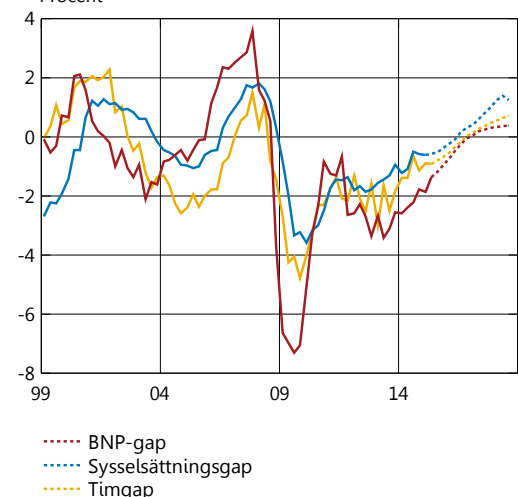
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:10. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande
Sysselsättning och arbetskraft i procent av befolkningen, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:11. 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

har varierat kraftigt de senaste månaderna är den i utgångsläget nära den bedömning som gjordes i juli. Kronan förväntas vara i stort sett oförändrad under andra halvåret 2015, för att därefter förstärkas långsamt i ett läge där KPIF-inflationen är nära 2 procent och konjunkturen är starkare (se diagram 4:14).⁹

Inflationen ökar under 2015 och 2016

Inflationen i Sverige stiger från en låg nivå. Flera faktorer samverkar till att den underliggande inflationen, mätt som ökningstakten i KPIF exklusive energi fortsätter att stiga under hösten och 2016.

En starkare konjunktur i omvärlden innebär högre internationella priser och en högre efterfrågan på svenska varor och tjänster. Detta bidrar, tillsammans med en successivt starkare inhemsk efterfrågan, till att företagen lättare kan höja priserna i takt med att resursutnyttjandet och företagens kostnader ökar.

Det senaste årets försvagning av växelkursen har bidragit till att importpriserna på ett flertal konsumentprodukter har ökat i en allt snabbare takt. Till viss del har de högre importpriserna redan påverkat priserna i konsumentledet, till exempel på livsmedel. Genomslaget på inflationen från andra konsumentprodukter sker dock med en viss fördröjning. I takt med att kronan förstärks framöver minskar växelkursens positiva bidrag till inflationen.

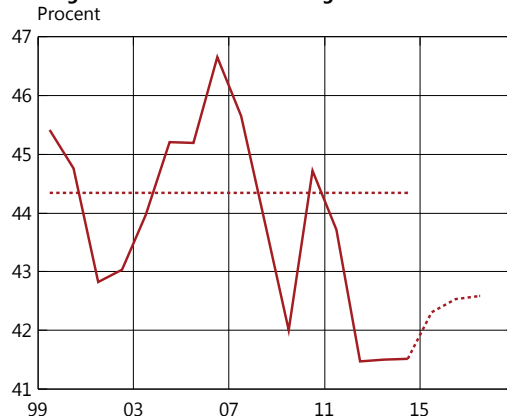
Inflationen, mätt med KPIF exklusive energi, väntas stiga under hösten och nästa år för att därefter stabiliseras på en nivå nära 2 procent. Prognosen är därmed oförändrad jämfört med bedömningen i juli (se diagram 1:5).

KPIF-inflationen nära 2 procent 2016

KPIF-inflationen har under en längre tid dämpats av sjunkande energipriser och har, med något undantag, varit lägre än ökningstakten i KPIF exklusive energi varje månad sedan i slutet av 2011. De kommande månaderna väntas drivmedelpriserna sjunka igen efter att ha stigit det senaste halvåret. Under sommaren har priset på el samtidigt sjunkit till den lägsta nivån på 15 år. Liksom i föregående prognos väntas dock både drivmedels- och elpriser utvecklas gradvis starkare under hösten och kring årsskiftet bidrar energipriserna positivt till inflationen (se diagram 4:15). Till skillnad från utvecklingen de senaste åren ökar KPIF i ungefär samma takt som KPIF

⁹ Riksbankens långsiktiga prognos för den konkurrensvägda växelkursen utgår från en bedömning av den reala växelkursens långsiktiga nivå. I dagsläget är den reala växelkursen svagare än denna nivå, vilket innebär att växelkursen framöver bör förstärkas i reala termer. Det är dock osäkert hur snabbt detta kommer att ske.

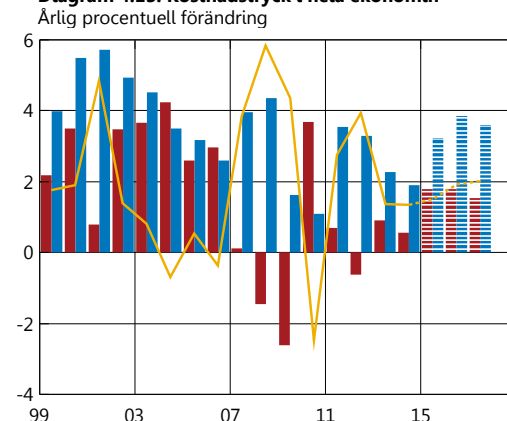
Diagram 4:12. Vinstandel i näringslivet



Anm. Streckad linje avser genomsnitt mellan 1980 och 2014.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:13. Kostnadstryck i hela ekonomin



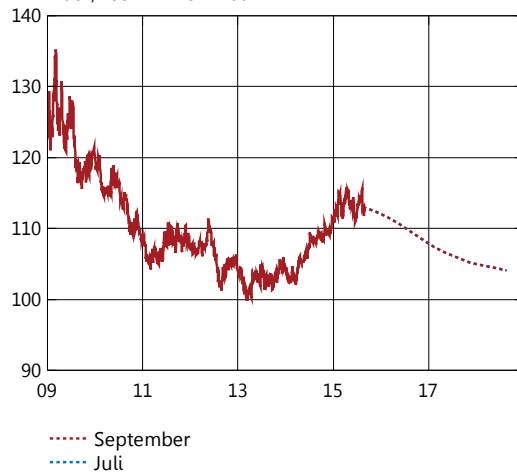
----- Arbetskostnad per producerad enhet

■ Produktivitet

■ Arbetskostnad per timme

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:14. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX Index, 1992-11-18 = 100



----- September

----- Juli

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

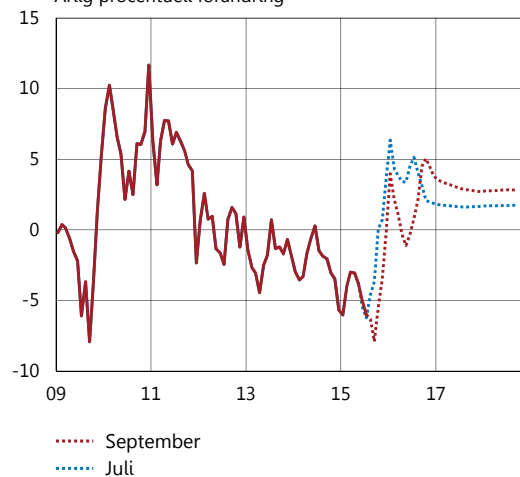
Källa: Riksbanken

exklusive energi under stora delar av 2016 (se diagram 4:16).

Sammantaget innebär utvecklingen att KPIF-inflationen väntas vara nära 2 procent under 2016. Jämfört med bedömningen i juli väntas energipriser och hushållens räntekostnader utvecklas något svagare, vilket innebär att prognosen för inflationen, mätt med KPIF och KPI, är något nedjusterad (se diagram 1:6 och 1:7).

Diagram 4:15. Energipriser

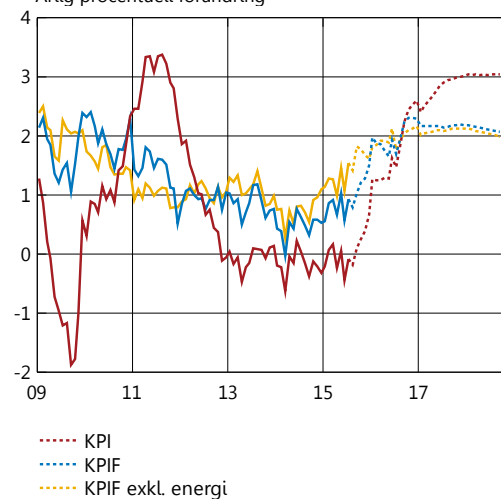
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:16. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporäntepronos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2015 kv2	2015 kv3	2015 kv4	2016 kv3	2017 kv3	2018 kv3
Reporänta	-0,3	-0,3 (-0,4)	-0,4 (-0,4)	-0,3 (-0,3)	0,3 (0,3)	0,8 (0,8)

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2014	2015	2016	2017
KPI	-0,2	0,0 (0,2)	1,8 (2,0)	2,8 (2,7)
KPIF	0,5	0,9 (1,1)	2,0 (2,1)	2,2 (2,1)
KPIF exkl. energi	0,7	1,4 (1,4)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)
HIKP	0,2	0,8 (0,9)	1,8 (2,0)	2,1 (2,1)

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

	2014	2015	2016	2017
Reporänta	0,5	-0,3 (-0,3)	-0,3 (-0,3)	0,2 (0,2)
10-årsränta	1,8	0,8 (0,9)	1,5 (1,8)	2,5 (2,7)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	106,7	113,0 (113,0)	110,1 (110,1)	106,3 (106,3)
Offentligt finansiellt sparande*	-1,9	-1,4 (-1,4)	-0,8 (-0,7)	-0,4 (-0,4)

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2014	2015	2016	2017
Euroområdet	0,14	0,46	0,9	1,3 (1,4)	1,7 (1,8)	2,0 (2,0)
USA	0,16	0,09	2,4	2,5 (2,3)	3,0 (3,0)	2,8 (2,8)
Japan	0,05	0,03	-0,1	0,6 (0,8)	0,7 (0,8)	0,4 (0,4)
Kina	0,15	0,08	7,5	6,6 (6,5)	6,3 (6,6)	6,1 (6,3)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,0	1,9 (1,9)	2,3 (2,4)	2,6 (2,6)
Världen (PPP-vägd)	1,00	-	3,4	3,2 (3,2)	3,7 (3,8)	3,8 (3,9)

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 2012 som används för 2015 och ett antagande om att vikterna under kommande prognosår kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de tidigare fem åren.

KPI	2014	2015	2016	2017
Euroområdet (HIKP)	0,4	0,1 (0,3)	1,0 (1,4)	1,7 (1,7)
USA	1,6	-0,2 (0,2)	1,7 (2,2)	2,8 (2,6)
Japan	2,7	0,9 (1,0)	1,4 (1,5)	2,1 (2,1)
KIX-vägd	1,4	1,1 (1,3)	1,8 (2,2)	2,4 (2,4)

	2014	2015	2016	2017
Styrränta i omvärlden, procent	0,2	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,4 (0,4)
Råoljepris, USD/fat Brent	99,6	54,4 (62,3)	53,4 (68,4)	58,6 (70,8)
Svensk exportmarknad	2,7	2,5 (2,6)	4,8 (5,0)	5,3 (5,4)

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

	2014	2015	2016	2017
Hushållens konsumtion	2,4	2,2 (2,5)	3,0 (3,3)	2,8 (2,8)
Offentlig konsumtion	1,9	2,3 (2,0)	2,8 (2,7)	1,9 (1,9)
Fasta bruttoinvesteringar	7,4	4,3 (6,1)	5,9 (6,3)	4,5 (4,4)
Lagerinvesteringar*	0,2	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	3,3	3,8 (4,2)	5,4 (5,7)	4,9 (4,9)
Import	6,6	2,9 (5,1)	6,2 (6,5)	5,8 (5,7)
BNP	2,3	3,1 (2,9)	3,4 (3,6)	2,6 (2,6)
BNP, kalenderkorrigerad	2,4	2,8 (2,6)	3,2 (3,3)	2,9 (2,9)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	3,3	2,6 (3,1)	3,5 (3,7)	2,9 (2,9)
Nettoexport*	-1,1	0,5 (-0,2)	-0,1 (-0,2)	-0,2 (-0,2)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	6,2	6,7 (6,2)	6,2 (5,7)	5,6 (5,2)

* 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

	2014	2015	2016	2017
Folkmängd, 15-74 år	0,7	0,8 (0,9)	1,1 (1,2)	1,2 (1,2)
Potentiellt arbetade timmar	0,7	0,7 (0,8)	0,8 (0,8)	0,8 (0,9)
BNP, kalenderkorrigerad	2,4	2,8 (2,6)	3,2 (3,3)	2,9 (2,9)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,8	1,0 (1,1)	1,3 (1,5)	1,3 (1,3)
Sysselsatta, 15-74 år	1,4	1,2 (1,4)	1,2 (1,4)	1,3 (1,2)
Arbetskraft, 15-74 år	1,3	0,8 (1,1)	0,8 (1,0)	1,0 (0,9)
Arbetslöshet, 15-74 år*	7,9	7,6 (7,7)	7,2 (7,3)	6,9 (7,0)

* 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

	2014	2015	2016	2017
Timlön, KL	2,8	2,6 (2,6)	3,2 (3,2)	3,4 (3,4)
Timlön, NR	1,8	3,0 (2,8)	3,3 (3,3)	3,6 (3,6)
Arbetsgivaravgifter*	0,1	0,3 (0,3)	0,5 (0,5)	0,0 (0,0)
Arbetskostnad per timme, NR	1,9	3,2 (3,2)	3,8 (3,8)	3,6 (3,6)
Produktivitet	0,6	1,8 (1,5)	1,8 (1,8)	1,5 (1,6)
Arbetskostnad per producerad enhet	1,3	1,4 (1,6)	2,0 (2,0)	2,0 (1,9)

* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

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)