



Penningpolitisk rapport

Oktober 2015

Rättelse 2015-11-04

Diagram 4:10 i kapitel 4 innehöll en felaktig serie för sysselsättningsgap. Detta är korrigerat i den här versionen.

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 penningpolitik som Riksbanken för närvarande anser vara väl avvägd.

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 27 oktober 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 **10**
- KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden **14**
 - Penningpolitiken och statsobligationsräntorna **14**
 - Valutamarknaden **16**
 - Globala tillgångspriser **16**
 - Den finansiella situationen för banker och företag **17**
- KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget **19**
 - Inflation **19**
 - Global och svensk konjunktur **20**
- KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna **24**
 - Omvärlden **24**
 - Sverige **28**
 - Fördjupning: Invandring – möjlighet och utmaning **33**
- Tabeller **35**

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Riksbankens expansiva penningpolitik bidrar till att tillväxten i Sverige utvecklas stabilt, att arbetslösheten sjunker och att det finns en tydlig trend uppåt i inflationen. Det råder dock fortsatt stor osäkerhet om styrkan i den globala konjunkturen och centralbanker i omvärlden förväntas föra en expansiv penningpolitik under en ännu längre tid. Jämfört med prognosen i september väntas inflationen i Sverige bli något lägre 2016 och 2017. KPIF-inflationen väntas ändå vara nära 2 procent 2016. Utan ytterligare åtgärder från Riksbanken riskerar inflationsuppgången att dämpas, bland annat genom att kronan kan stärkas tidigare och snabbare än i prognosen.

För att understödja den positiva utvecklingen i svensk ekonomi och säkerställa kraften i inflationsuppgången behöver penningpolitiken bli mer expansiv. Direktionen har därför beslutat att under första halvåret 2016 köpa ytterligare statsobligationer till ett värde av 65 miljarder kronor. Reporäntan lämnas oförändrad på -0,35 procent men en första höjning av reporäntan skjuts ungefär ett halvår fram i tiden. Det finns en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om inflationsutsikterna försämras. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Penningpolitiken ger stöd åt konjunktur- och inflationsuppgången

Återhämtningen i den globala konjunkturen fortsätter. Tillväxten väntas stiga de kommande åren i utvecklade ekonomier. Trots avmattningen i den kinesiska ekonomin väntas även tillväxten i flera tillväxtekonomier stiga framöver. Osäkerheten är fortsatt stor och tillväxten i omvärlden bedöms bli något svagare framöver jämfört med prognosen i september. Osäkerheten i kombination med lite sämre inflationsutsikter gör att penningpolitiken i omvärlden bedöms bli något mer expansiv.

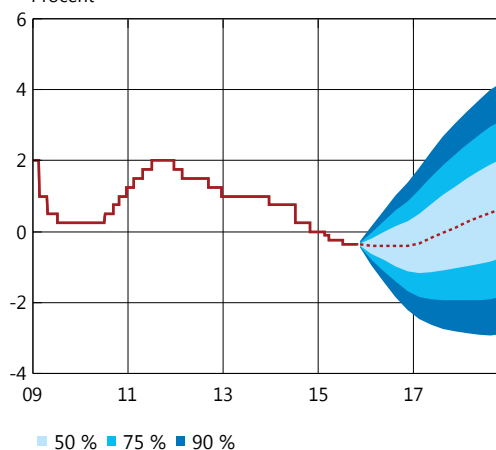
Förutsättningarna för högre tillväxt i Sveriges omvärld är överlag goda. Oljepriset är lågt och finanspolitiken är mindre stram än tidigare. Samtidigt är penningpolitiken påtagligt expansiv. Den europeiska centralbanken, ECB, genomför för närvarande kraftiga stimulanser vilka aviserats fortsätta under lång tid. I USA lät Federal Reserve styrräntan ligga kvar nära noll i september. Det internationella ränteläget väntas förbli mycket lågt under flera år framöver. De fortsatt penningpolitiska stimulanserna ger stöd åt kreditgivningen, vilket ökar konsumtionen och investeringarna. Sammantaget väntas den globala tillväxten och inflationen stiga de kommande åren.

Osäkerheten i omvärlden fortsätter dock att vara stor. Börskurserna på världens aktiemarknader har fallit sedan sommaren och volatiliteten på de finansiella marknaderna är fortsatt relativt hög. Detta hänger samman med oron över avmattningen i Kina och osäkerhet-

Tabell 1.1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Återhämtningen i omvärlden fortlöper även om osäkerheten är fortsatt stor.
Penningpolitiken i vår omvärld är mycket expansiv.
BNP-tillväxten i Sverige nära historiskt genomsnitt.
Den handelsvägda växelkursen, KIX, är något starkare än förväntat.
Inflationen stiger nu. Jämfört med föregående bedömning är inflationen lite lägre 2016 och 2017.
Det låga ränteläget medför också risker men dessa måste hanteras av andra politikområden.
Slutsats: Penningpolitiken behöver bli ännu mer expansiv för att säkerställa att inflationen stiger och stabiliseras runt målet på 2 procent.

Diagram 1.1. Reporänta med osäkerhetsintervall
Procent



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

Källa: Riksbanken

en kring styrkan i den globala återhämtningen. Därutöver kvarstår osäkerheten om vilka effekterna blir när Federal Reserve höjer sin styrränta och om återhämtningen i euroområdet.

Krigen i Mellanöstern har lett till en stor humanitär katastrof och en kraftig ökning av antalet människor som är på flykt och söker skydd i Europa. Detta bidrar till en ökad osäkerhet om den framtida utvecklingen. Det är för tidigt att bedöma vilka makroekonomiska effekter en ökad invandring för med sig. Utvecklingen beror bland annat på vilka politiska lösningar som kommer till stånd både i Sverige och i Europa. Riksbanken följer utvecklingen noga och prognoserna kommer successivt att justeras. I det korta perspektivet kan man förvänta sig en viss positiv effekt på BNP av den ökade flyktinginvandringen, via både högre privat och offentlig konsumtion, men också en ökning av de offentliga utgifterna. Sverige, liksom många andra europeiska länder, står inför betydande utmaningar när ett så stort antal nyanlända flyktingar ska etablera sig på arbetsmarknaden (se fördjupningen "Invandring – möjlighet och utmaning" i kapitel 4).

Fortsatt god tillväxt 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 sedan inledningen på september fortsatt att falla både i Sverige och internationellt. Jämfört med prognosen i september är den konkurrensvägda växelkursen dock något starkare.

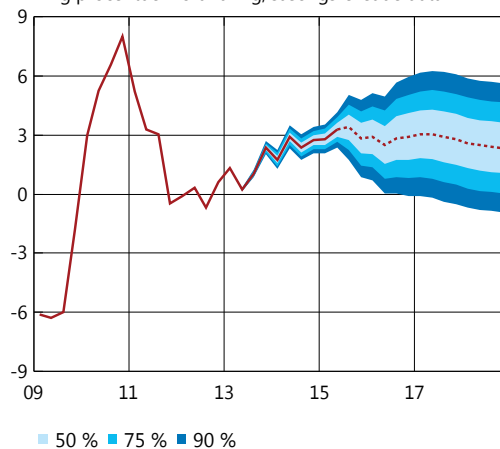
Tillväxten i svensk ekonomi har trots den svaga efterfrågan från omvärlden varit relativt god de senaste åren. Den har till stor del drivits av inhemsk efterfrågan, med hög konsumtion och höga bostadsinvesteringar.

Framöver väntas efterfrågan breddas. När tillväxten i omvärlden ökar leder det till att den svenska exporten växer snabbare, vilket så småningom även ökar behovet av nya investeringar. Understödd av den expansiva penningpolitiken väntas BNP växa med nära 3 procent i genomsnitt under prognosperioden, vilket motsvarar en utveckling som är något starkare än den historiskt genomsnittliga tillväxten (se diagram 1:1 och 1:2). Då befolkningen väntas öka kraftigt växer BNP per capita klart långsammare än BNP.

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

Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data

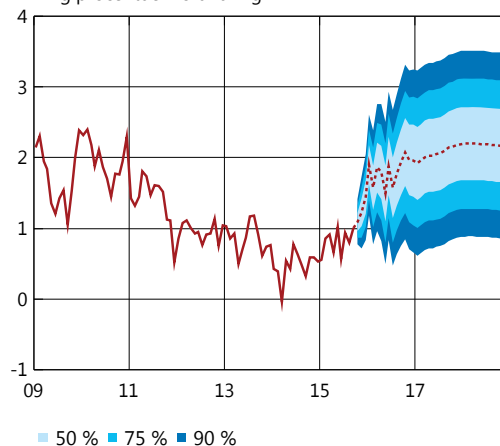


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. För BNP råder det osäkerhet även om utfallen eftersom nationalräkenskaperna revideras flera år efter första publicering.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring

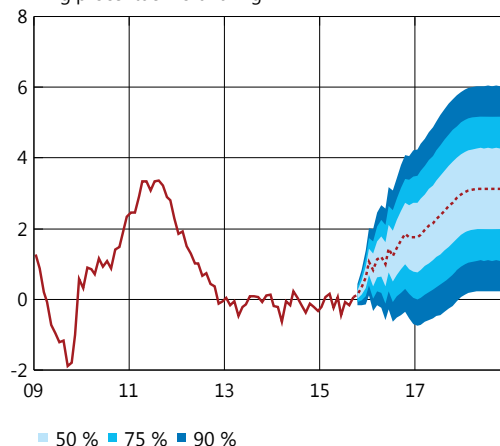


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

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

Stigande trend i inflationen

Flera olika mått på den underliggande inflationen har stigit sedan början av förra året (se diagram 1:5). Försvagningen av växelkursen är central för att förklara inflationsuppgången, med stigande priser framförallt på importerade varor och tjänster. Framöver väntas kronan ligga kvar på nuvarande nivåer en tid innan den stärks i långsam takt (se diagram 1:6). I takt med att kronan förstärks minskar växelkursens positiva bidrag till inflationen. Inflationen väntas dock fortsätta stiga, då den expansiva penningpolitiken bidrar till ett högre resursutnyttjande i ekonomin. Företagens möjligheter att höja priserna väntas också öka i takt med att konjunkturen förbättras.

Fallande energipriser har dämpat inflationen det senaste året. Framöver väntas dock energipriserna stiga och därmed bidra något positivt till inflationen på sikt. Utvecklingen i energipriserna gör att KPIF-inflationen stiger mycket snabbt i början av 2016 och stabiliseras nära 2 procent under 2017 när konjunkturen har stärkts ytterligare (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 leder sedan till att inflationen mätt med KPI ligger över 2 procent under ett par år (se diagram 1:4).

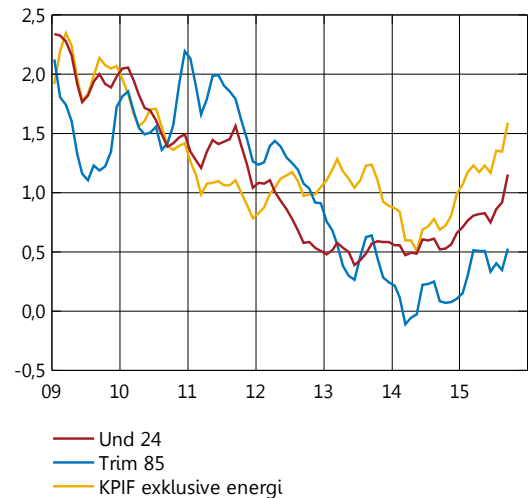
Jämfört med prognosen i september väntas inflationen bli lite lägre 2016 och 2017 (se diagram 1:7-1:9). Det beror delvis på sämre inflationsutsikter i omvärlden, kopplat till osäkerheten kring den globala återhämtningen, men också på en ny bedömning om att det krävs en något starkare efterfrågan för att stabilisera inflationen runt 2 procent när de positiva bidragen till inflationen från växelkursen dämpas.

Den aktuella penningpolitiken

Riksbankens expansiva penningpolitik bidrar till att tillväxten i Sverige utvecklas väl, att arbetslösheten sjunker och är en viktig förklaring till att det finns en tydlig trend uppåt i inflationen. Men det bedöms nu ta lite längre tid innan den underliggande inflationen stabiliseras kring 2 procent och det råder fortsatt stor osäkerhet om utvecklingen i omvärlden. För att understödja den positiva utvecklingen i svensk ekonomi och säkerställa kraften i inflationsuppgången behöver penningpolitiken bli mer expansiv. Direktionen har därför beslutat att utöka köpen av statsobligationer med ytterligare 65 miljarder kronor,

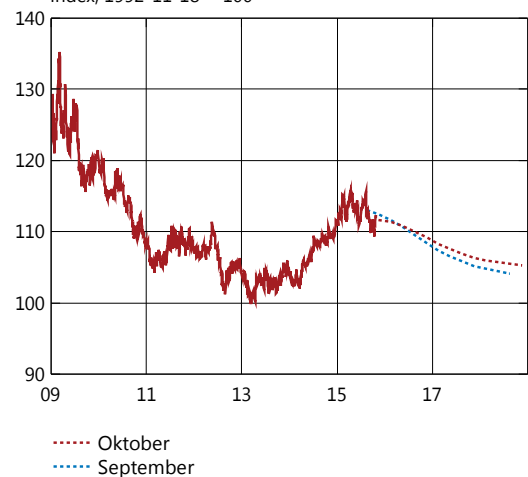
Diagram 1:5. Mått på underliggande inflation

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 1:6. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX Index, 1992-11-18 = 100

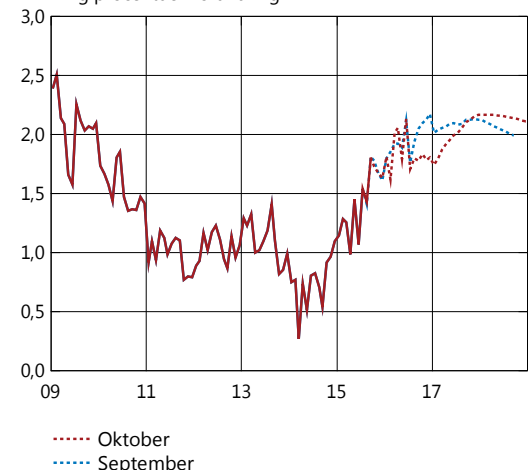


Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 1:7. KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

så att köpen uppgår till totalt 200 miljarder kronor vid halvårsskiftet 2016 (se diagram 1:10). Statsobligationsköpen kommer att motsvara cirka 6 procent av BNP och cirka 34 procent av nuvarande utestående stock av svenska nominella statsobligationer.² Därutöver är reporäntebanan nedreviderad (se diagram 1:11). Reporäntan lämnas oförändrad på -0,35 procent men bedöms börja höjas först när inflationen har stabiliserats runt målet på 2 procent under första halvåret 2017, vilket är ett halvår senare än i prognosen i september.

I prognosen kommer den reala reporäntan att vara mycket låg även under senare delen av prognosperioden (se diagram 1:12). Detta i ett skede då konjunkturen är förhållandevis stark, resursutnyttjandet är nära en normal nivå och inflationen kring målet på 2 procent. 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.

Mer expansiv penningpolitik

Det finns flera skäl till att en mer expansiv penningpolitik är lämplig. Osäkerheten kopplad till den globala återhämtningen är fortsatt stor. Detta tillsammans med lite sämre inflationsutsikter gör att penningpolitiken i omvärlden bedöms bli något mer expansiv (se diagram 1:13 och 1:14).

Sverige är en liten öppen ekonomi och därmed beroende av vad som sker i omvärlden. Inflationen är låg globalt och många centralbanker runt omkring oss för en mycket expansiv penningpolitik i syfte att få upp inflationen till sina respektive mål. De finansiella marknaderna har tolkat ECB:s senaste kommunikation som en signal om att nuvarande tillgångsköpsprogram kan utökas och fortsätta bortom september 2016. Därtill har förväntningarna på en första räntehöjning från Federal Reserve senarelagts. Det internationella ränteläget väntas därmed förbli mycket lågt framöver och den svenska penningpolitiken behöver ta hänsyn till detta. Om så inte sker riskerar kronans växelkurs att stärkas tidigare och i snabbare takt än i prognosen. Det skulle i så fall leda till att priserna på importerade varor och tjänster ökar långsammare och efterfrågan på svensk export blir lägre. En sådan utveckling skulle göra det svårare för Riksbanken

Diagram 1:8. KPIF
Årlig procentuell förändring

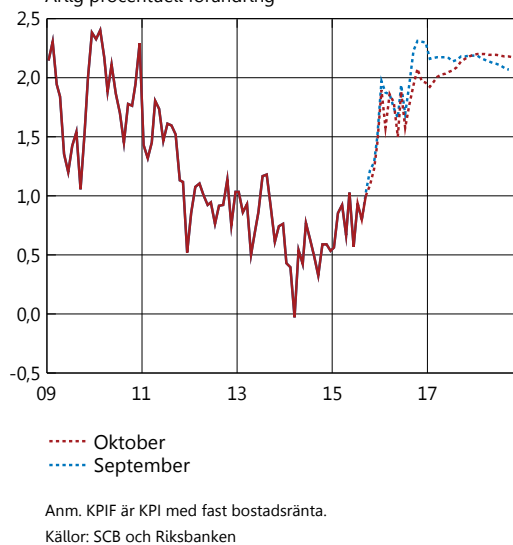


Diagram 1:9. KPI
Årlig procentuell förändring

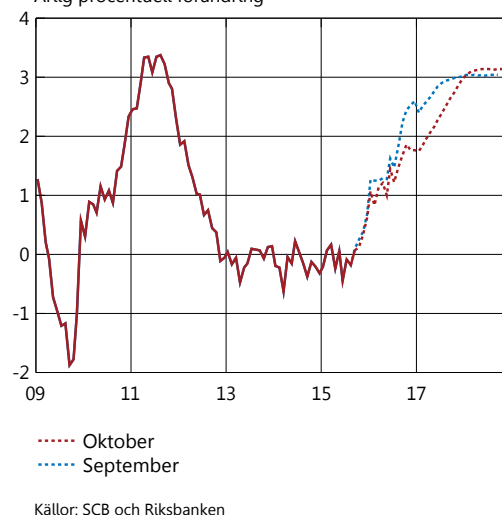
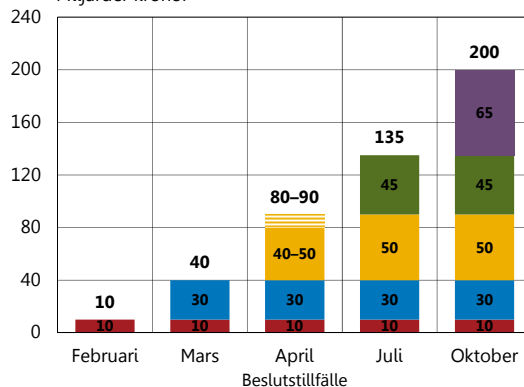


Diagram 1:10. Riksbankens beslutade köp av statsobligationer
Miljarder kronor



Anm. Köpen av statsobligationer kommer att pågå till och med första halvåret 2016.

Källa: Riksbanken

² Då marknadsvärdet på obligationerna för närvarande överstiger deras nominella belopp motsvarar de totala köpen, av ett nominellt belopp på 200 miljarder kronor, ett faktiskt inköpspris på cirka 240 miljarder kronor, vilket motsvarar cirka 6 procent av BNP.

att få upp inflationen och stabilisera den runt målet (se fördjupningen "Snabb förstärkning av kronan" i den penningpolitiska rapporten i april 2015).

Sammantaget bedöms det nu ta lite längre tid innan KPIF-inflationen exklusive energi stabiliseras kring 2 procent. Det beror delvis på sämre inflationsutsikter i omvärlden, kopplat till osäkerheten kring den globala återhämtningen, men också på en ny bedömning om att det krävs en starkare efterfrågan för att inflationen ska hålla sig runt 2 procent. Under 2016 bedöms bidraget till inflationen från kronförsvagningen minska men samtidigt stärks den svenska konjunkturen och det blir lättare för företagen att höja priserna. Eftersom uppgången i priserna på mer inhemskt producerade varor och tjänster fortfarande är relativt försiktig bedömer Riksbanken nu att det kommer krävas en lite högre efterfrågan innan inflationen stabiliseras runt 2 procent. Inflationen är därför något nedreviderad 2016 och 2017.

Sammantaget är bedömningen att penningpolitiken behöver bli mer expansiv för att understödja den positiva utvecklingen i svensk ekonomi och säkerställa inflationsuppgången.

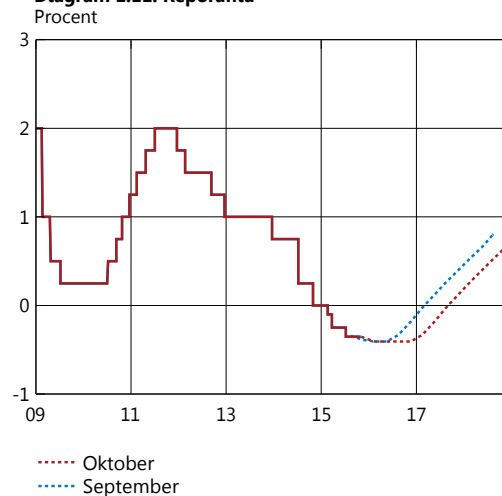
Riksbanken har beredskap att göra mer

Det finns en fortsatt hög beredskap att snabbt göra penningpolitiken ännu mer expansiv om inflationsutsikterna försämras, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena. Reporäntan kan sänkas ytterligare, vilket avspeglas i reporäntebanan, och Riksbanken kan köpa mer värdepapper. Riksbanken står också redo att intervensera på valutamarknaden om inflationsuppgången skulle hotas av exempelvis en besvärlig marknadsutveckling. Därtill finns möjligheten att lansera ett program för utlåning till företag via bankerna om det skulle behövas. De redan vidtagna åtgärderna och beredskapen att göra mer understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Den låga räntan ger nödvändigt stöd åt inflationen

Den förda penningpolitiken syftar till att begränsa riskerna med fortsatt låg inflation och bidrar till att inflationsförväntningarna även framöver förblir förankrade vid målet. Ett fortsatt högt förtroende för inflationsmålet skapar förutsättningar för en god ekonomisk utveckling. De penningpolitiska åtgärderna har sammantaget bidragit till att sänka det allmänna ränteläget i svensk

Diagram 1:11. Reporänta



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.
 Källa: Riksbanken

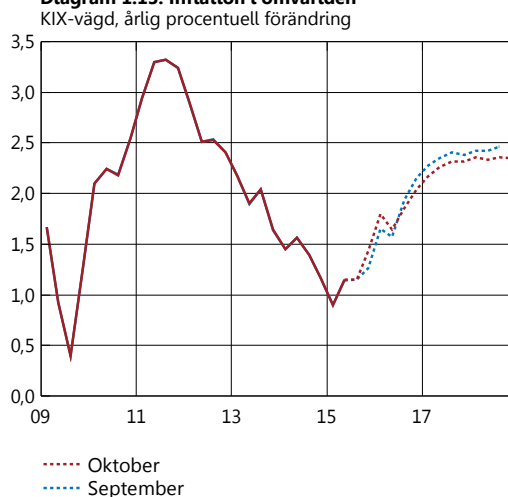
Diagram 1:12. Real reporänta



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

Diagram 1:13. Inflation i omvärlden



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

Källor: Nationella källor, OECD och Riksbanken

ekonomi.³ Åtgärderna har ökat möjligheterna för hushåll och företag att konsumera och investera. De har också lett till att kronans växelkurs blivit svagare än vad som annars hade varit fallet och på så sätt gett stöd till svensk export. Den expansiva penningpolitiken har därmed bidragit till att konjunkturen förstärkts. Mått på underliggande inflation, som till exempel KPIF exklusive energi, har också stigit tydligt det senaste året. Även KPIF-inflationen väntas stiga snabbt de närmaste månaderna när de negativa bidragen från de tidigare fallen i energipriser försvinner.

Osäkerhet och risker

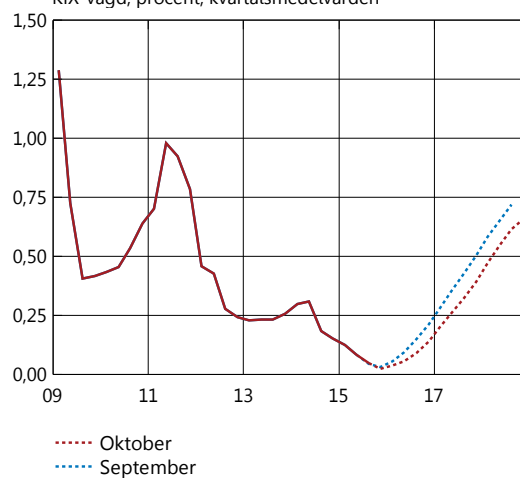
Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra. Detta illustreras på ett övergripande sätt av osäkerhetsintervallen runt prognoserna i diagram 1:1–1:4. Riksbankens prognoser är gjorda så att riskerna för sämre utfall i princip ska vara lika stora som riskerna för bättre utfall. Det är dock svårt att siffrasätta osäkerhet och risker. Därför kan det finnas ett behov av att i den penningpolitiska avvägningen ta speciell hänsyn till 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 inhemska och utländska faktorer. Den senaste tiden har präglats av volatilitet på valutamarknaderna och ett fortsatt lågt oljepris. Osäkerheten kring styrkan i den globala återhämtningen är fortsatt stor. Många tillväxtländer påverkas negativt av en lägre efterfrågan från Kina, fallande råvarupriser och svagare valuta som innebär stigande skulder för lån utgivna i andra valutor. 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 höja priserna.

Den oväntat stora invandringen till Sverige kan på kort sikt innebära att efterfrågan och sysselsättningen i ekonomin blir högre än i prognosen. På längre sikt kan utbudet av arbetskraft öka och förhoppningsvis leder det även till högre sysselsättning. Inflationen kan därmed

Diagram 1:14. Styrränta i omvärlden
KIX-vägd, procent, kvartalsmedelvärden



Anm. För sammanvägning av styrräntor i omvärlden används KIX-4, där euroområdet, Norge, Storbritannien och USA ingår.

Källor: Bank of England, ECB, Federal Reserve, Norges Bank och Riksbanken

³ Se till exempel de ekonomiska kommentarerna "Hur långt kan reporäntan sänkas", "Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv", "Effekter på finansiella priser av Riksbankens obligationsköp" för mer diskussion om effekterna av Riksbankens nuvarande penningpolitik.

påverkas både kortsiktigt och mer långsiktigt men kvantifieringar är svåra att göra i dagsläget.

I den rådande miljön, med globalt låg inflation och mycket expansiv penningpolitik både i Sverige och i vår omvärld, är osäkerheten kring kronans utveckling särskilt stor. Exempelvis är det osäkert hur Riksbankens och ECB:s expansiva penningpolitik påverkar förhållandet mellan kronan och euron. Därtill kommer den senaste tidens turbulens på valutamarknaderna och osäkerheten om när Federal Reserve inleder sina räntehöjningar. Om kronan skulle förstärkas snabbare än i prognosen kommer detta att dämpa inflationen och göra det svårare att stabilisera den runt målet.

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

Skulle inflationen bli lägre än i prognosen kan penningpolitiken behöva bli mer expansiv, vilket också avspeglas i att Riksbanken kommunicerat hög beredskap att agera. Om inflationen istället tillfälligtvis skulle överstiga målet mer än i Riksbankens prognos behöver det däremot inte innebära att penningpolitiken görs mindre expansiv.

Risker med låg inflation

De senaste åren har inflationen varit lägre än målet på 2 procent. Samtidigt har även de långsiktiga inflationsförväntningarna sjunkit (se diagram 1:15). Om priserna skulle fortsätta att stiga för långsamt kan inflationsförväntningarna komma att sjunka ytterligare och Riksbanken kan då få svårare att stabilisera inflationen runt målet.

Det är viktigt att värna inflationsmålet. Ett väl förankrat inflationsmål gör det lättare för hushåll och företag att fatta välgrundade ekonomiska beslut och lägger grunden för en välfungerande pris- och lönebildning.

En låg inflation försvårar även anpassningar av reallöner, vilket kan medföra att arbetslösheten ökar. Alltför låg inflation och fallande inflationsförväntningar ökar också risken för att ekonomin ska hamna i ett läge där hushåll och företag skjuter konsumtion och investeringar på framtiden, med lägre tillväxt och högre arbetslöshet som följd.

En lång period av låg inflation medför att den nominella räntan också kommer att vara låg under lång tid. Detta ökar riskerna förknippade med låg ränta och tydliggör behovet av att få upp inflationen.

Diagram 1:15. Inflationsförväntningar bland penningmarknadens aktörer
Procent



Källa: TNS Sifo Prospera

Viktigt att värna inflationsmålet

1970- och 1980-talen präglades av hög genomsnittlig inflation och kraftiga svängningar i priser och löner. Detta försvårade den ekonomiska planeringen för alla aktörer och skapade samhällsekonomiska kostnader. Inflationsmålet på 2 procent infördes med syfte att förankra och stabilisera hushållens och företagens syn på den framtida inflationsutvecklingen. Trots att inflationen tidvis avvikit 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 bidragit till en gynnsam ekonomisk utveckling i Sverige. De senaste 20 åren har inflationen varit låg och stabil och tillväxten i BNP och reallöner förhållandevis hög. Stabila spelregler och förutsägbarhet minskar osäkerheten och skapar stabilitet i ekonomin (se även fördjupningen "Varför är det viktigt att inflationen stiger mot målet?", Penningpolitisk rapport juli 2015).

Risker med låga räntor

Syftet med den låga reporäntan och köpen av statsobligationer är att inflationen ska stiga och hålla sig runt 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.⁴ Även om risktagandet är en avsedd effekt av 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.

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.⁵

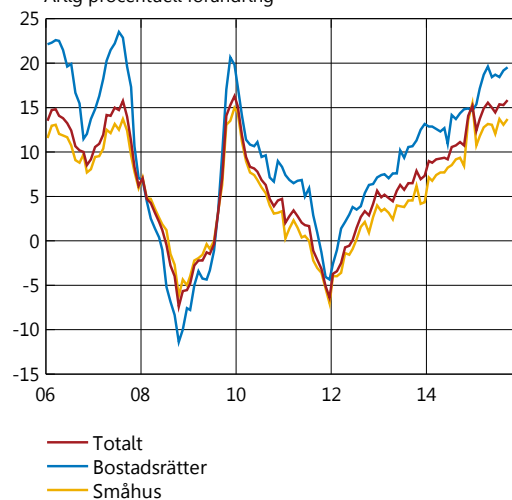
Det låga ränteläget bidrar även till att trenderna med stigande bostadspriser och hushållens ökande skuldsättning fortsätter (se diagram 1:16 och 1:17). Om de ekonomiska utsikterna skulle försämrats kan högt skuldsatta hushåll välja att snabbt öka sitt sparande och därmed minska sin konsumtion. I ett sådant scenario kan en ekonomisk inbromsning komma att förstärkas kraftigt, i synnerhet om bostadspriserna dessutom börjar falla.

Riskerna med hushållens skuldsättning måste hanteras

Riksbanken bedömer att penningpolitiken måste förbli mycket expansiv för att säkerställa att inflationen stiger och stabiliseras runt målet på 2 procent. Den förda penningpolitiken syftar till att begränsa riskerna med fortsatt låg inflation och understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

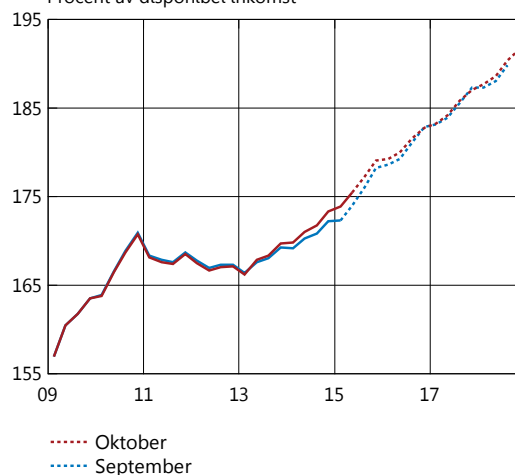
Riksbanken har samtidigt vid många tillfällen lyft riskerna som det låga ränteläget kan föra med sig. Risker med hushållens skuldsättning måste dock hanteras av andra politikområden. För att minska dessa risker bedömer Riksbanken att det är nödvändigt med grundläggande reformer på bostadsmarknaden i syfte att skapa en bättre balans mellan utbud och efterfrågan. Det skulle bromsa uppgången i huspriserna och därmed skuldsätt-

Diagram 1:16. Bostadspriser
Årlig procentuell förändring



Källa: Valueguard

Diagram 1:17. 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 För mer diskussion se exempelvis 85th Annual Report, Bank for International Settlements.

⁵ 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.

ningen. Det är även viktigt att se över skattesystemet så att hushållens incitament att skuldsätta sig minskar, som till exempel en ändring av ränteavdraget. Ansvar för sådana reformer vilar på riksdagen och regeringen.

Det är även av största vikt att regeringen och riksdagen ser till att Finansinspektionens mandat för makrotillsyn förtydligas. Finansinspektionen bör självständigt kunna besluta i makrotillsynsfrågor eftersom det är en förutsättning för att det ska vara möjligt att bedriva en effektiv makrotillsyn. När det gäller behovet av makrotillsynsåtgärder anser Riksbanken att en lagändring som gör det möjligt att införa ett amorteringskrav är ett steg i rätt riktning. Men Riksbanken bedömer att det därutöver behövs ytterligare åtgärder som komplement till amorteringskravet. Ett exempel är ett införande av ett skuld-kvotstak.

Om inga åtgärder vidtas kommer detta i kombination med det låga ränteläget att öka riskerna ytterligare. Det kan leda till ökade samhällsekonomiska obalanser och i förlängningen bli mycket kostsamt för samhälls-ekonomi.

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

De finansiella förhållandena i Sverige är expansiva och bedöms gynna tillväxten. De svenska marknadsräntorna är låga och bankerna kan finansiera sig billigt, vilket bidrar till att räntorna för hushåll och företag är låga. Osäkerheten kring utvecklingen i Kina och den globala ekonomin är dock fortsatt stor, vilket har bidragit till svagare efterfrågan på riskfyllda tillgångar. Börser har dock återhämtat sig efter stora nedgångar under augusti, till följd av förväntningar på en fortsatt expansiv penningpolitik från världens centralbanker. I konkurrensvägda termer har kronan stärkts och är något starkare än Riksbankens prognos i september.

Penningpolitiken och statsobligationsräntorna

Oro för lägre tillväxt dämpar förväntningar på räntehöjningar

Osäkerheten som präglade de finansiella marknaderna under slutet av sommaren kvarstår till stor del. Efterfrågan på mer riskfyllda tillgångar har visserligen stigit sedan inledningen av september men volatiliteten är kvar på en relativt hög nivå. Utvecklingen beror främst på osäkerhet kring den globala ekonomin och effekter av avmattningen i Kina. Denna osäkerhet har bidragit till att dämpa förväntningar på räntehöjningar (se diagram 2:1).

Vid sitt räntemöte i september valde Federal Reserve att lämna styrräntan oförändrad. Osäkerhet kring utvecklingen i Kina och på de finansiella marknaderna bedömdes riskera att dämpa inflationen i USA. Trots viss besvikelse de senaste månaderna har arbetsmarknaden dock förbättrats och enligt Federal Reserves prognos kommer styrräntan att höjas i år. Enkäter visar att många bedömare tror på en första höjning i december men enligt terminsprissättningen är sannolikheten störst att räntan höjs först under 2016.

Den europeiska centralbanken, ECB, indikerade vid sitt möte i oktober att den är redo att göra penningpolitiken mer expansiv. De finansiella

Tabell 2:1.

Utvecklingen på finansiella marknader sedan den penningpolitiska rapporten i september	
Statsobligationsräntor	Lägre statsobligationsräntor i omvärlden men små rörelser i Sverige. Ränteskillnaden mot Tyskland har stigit.
Valutamarknaden	I konkurrensvägda termer är kronan något starkare än Riksbankens prognos.
Aktiemarknaden	Återhämtning efter stora nedgångar i augusti.
Räntor till hushåll och företag	Finansmarknadsstatistik visar lägre räntor till hushåll och företag i augusti.

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, som också styrs av utländska räntor. Statsobligationsräntorna utgör ett ankare för andra typer av obligationsräntor som i sin tur inverkar på bankernas finansieringskostnader. Detta påverkar i slutändan utlåningsräntorna till hushåll och företag.



marknaderna har tolkat kommunikationen som en tydlig signal om att ytterligare stimulanser kommer att presenteras vid ECB:s räntemöte i december, och att det kan röra sig om både en utökning av nuvarande tillgångsköpsprogram och lägre inlåningsränta. Terminsprissättningen indikerar att styrräntan kommer att hållas oförändrad under en längre tid än tidigare väntat (se diagram 2:1).

Riksbankens beslut i september, att låta reporäntan vara oförändrad, var till stor del väntat men efter beslutet steg ändå marknadsräntorna något. I närtid är marknadens förväntningar enligt terminsprissättningen i stort sett i linje med reporäntebanan och indikerar fortsatt en viss sannolikhet för lägre reporänta (se diagram 2:1). På längre sikt är Riksbankens nya reporäntebana lägre än ränteförväntningarna enligt terminsprissättningen. Enligt Riksbankens prognos kommer en första höjning ske under första halvåret 2017 medan terminsprissättningen indikerar en räntehöjning mot slutet av 2016.

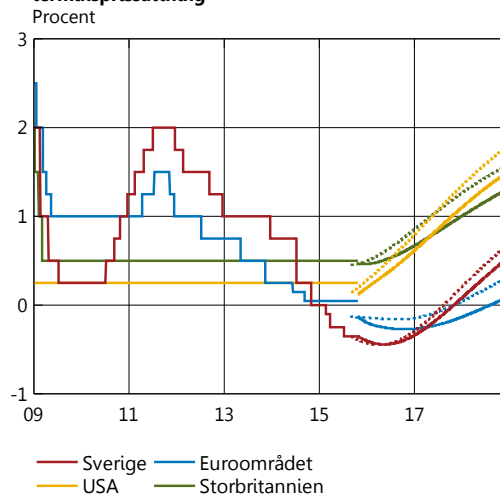
Lägre statsobligationsräntor

Reporäntan och de penningpolitiska förväntningarna påverkar i hög grad hur marknadsräntorna i Sverige utvecklas.⁶ 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 början av september har statsobligationsräntorna i omvärlden fallit (se diagram 2:2). Rättnedgången har varit störst i euroområdet där längre räntor, i såväl Tyskland som i Sydeuropa, har fallit med 30–40 räntepunkter. Nedgången kopplas både till den generella oron på de finansiella marknaderna och till ECB:s kommunikation om att penningpolitiken kan göras mer expansiv. I USA föll räntorna på flertalet löptider i samband med Federal Reserves beslut att inte höja styrräntan i september, och har därefter fortsatt att falla ytterligare.

I Sverige har rörelserna varit mindre. De kortare statsräntorna, som har en nära koppling till reporäntan, har stigit något medan räntorna med längre löptid har varit i stort sett oförändrade. Att de svenska räntorna inte har fallit i linje med de internationella kopplas bland annat till förväntningar på statens ökade lånebehov. Detta innebär att ränteskillnaden mot Tyskland har ökat både i det kortare och längre segmentet (se diagram 2:3). Skillnaden är dock fortfarande mindre än den var i början

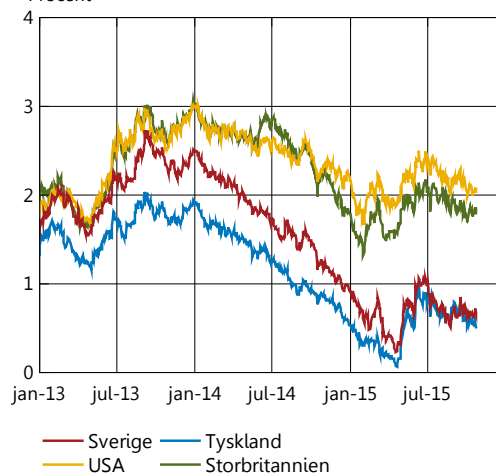
Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar den officiella styrräntan. Heldragna linjer är skattade 2015-10-23, streckade linjer 2015-09-02.

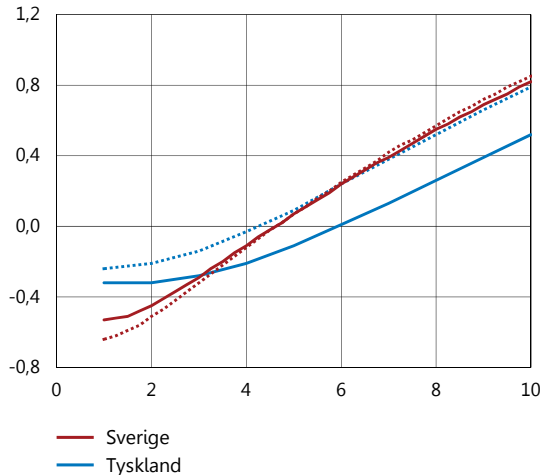
Källor: Macrobond och Riksbanken

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 nollkupongsräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel metoden. Helderagna linjer är skattade 2015-10-23, streckade linjer 2015-09-02.

Källor: Macrobond, Thomson Reuters och Riksbanken

⁶ Se till exempel de ekonomiska kommentarerna "Hur långt kan reporäntan sänkas", "Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv" och "Effekter på finansiella priser av Riksbankens obligationsköp" för mer diskussion om effekterna av Riksbankens nuvarande penningpolitik.

av året innan både ECB och Riksbanken beslutade att göra penningpolitiken mer expansiv (se diagram 2:4).

Valutamarknaden

Något starkare krona jämfört med prognosen i september

Sommarens stora rörelser på valutamarknaden har fortsatt under hösten. Rörelserna är en konsekvens av att förväntningar på framförallt Federal Reserve och ECB har skiftat, vilket har påverkat många valutor. I samband med Federal Reserves besked om oförändrad ränta i september försvagades dollarn mot valutorerna i flertalet utvecklade länder men har därefter återhämtat sig. I samband med ECB:s räntemöte i oktober försvagades också euron tydligt vilket sammantaget innebär att dollarn har stärkts gentemot euron sedan början av september. Samtidigt har utvecklingen för tillväxtmarknadsvalutor stabiliserats. Många tillväxtländer pressas dock av svagare tillväxtutsikter till följd av en lägre efterfrågan från Kina, fallande råvarupriser och svagare valuta som innebär stigande skulder för lån utgivna i andra valutor.

Sedan början av september har kronan stärkts i konkurrensvägda termer och blivit något starkare än Riksbankens tidigare prognos (se diagram 1:6). Efter ECB:s räntemöte har dock även kronan försvagats mot flertalet valutor men stärkts något mot euron (se diagram 2:5 och 2:6). I konkurrensvägda termer kommer det största bidraget till en något starkare krona från en förstärkning mot euron, medan de flesta andra valutor bidragit till en svagare krona (se diagram 2:5).

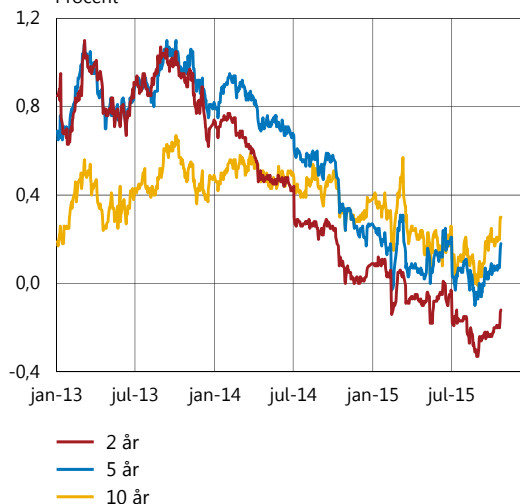
Globala tillgångspriser

Stabilisering i efterfrågan på riskfyllda tillgångar

Efter stora nedgångar på världens aktiemarknader under augusti har det skett en återhämtning den senaste tiden (se diagram 2:7). Störst uppgång har skett i USA och i de flesta tillväxtländerna men även aktiemarknaderna i Europa och Sverige har stigit sedan inledningen av september. Även på råvarumarknaden har de stora prisfallen stannat av men priserna förblir nära de nivåer som senast noterades under finanskrisen. Mest påtaglig är nedgången i oljepriset som bedöms vara resultatet av såväl en ökad produktion av olja som en lägre efterfrågan från framför allt Kina.

Kreditmarknaden präglas av en lägre efterfrågan på mer riskfyllda tillgångar, där framför allt räntorna på

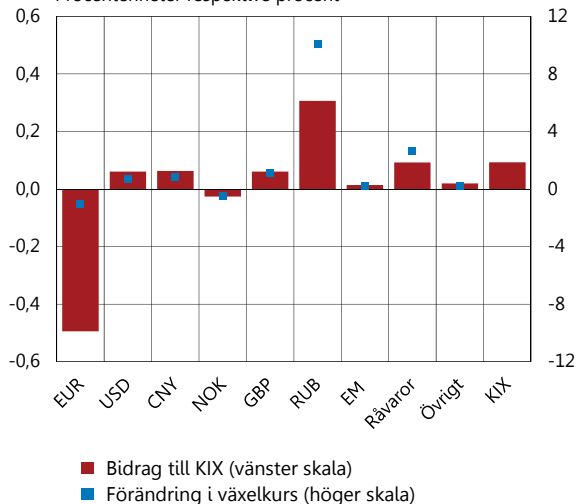
Diagram 2:4. Ränteskillnad mot Tyskland
Procent



Anm. Avkastningskurvorna är nollpongsräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel metoden.

Källor: Macrobond, Thomson Reuters och Riksbanken

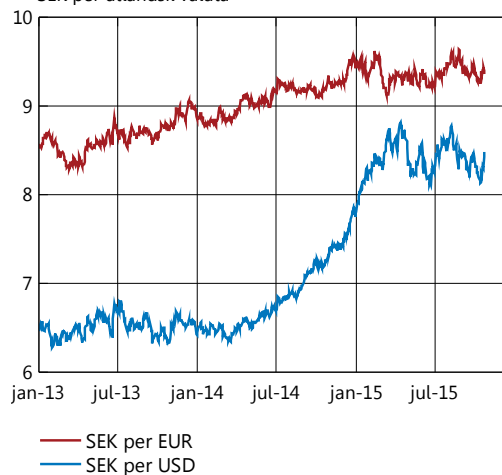
Diagram 2:5. Bidrag och förändring i KIX-växelkurser
Procentenheter respektive procent



Anm. Diagrammet visar förändring i KIX och bidrag från olika valutor mellan 2015-09-02 och 2015-10-09. EM avser Brasilien, Indien, Mexiko, Polen, Turkiet och Ungern. Råvaror avser Australien, Kanada och Nya Zeeland. Övrigt avser Danmark, Island, Japan, Schweiz, Sydkorea och Tjeckien.

Källor: Thomson Reuters och Riksbanken

Diagram 2:6. Kronans utveckling mot euron och dollarn
SEK per utländsk valuta



Källa: Macrobond

företagsobligationer med lägre kreditbetyg har stigit till följd av oron för en global avmattning.

Tillgångspriser höga i ett historiskt perspektiv

Trots en ökad osäkerhet de senaste månaderna har den expansiva penningpolitiken och låga räntor bidragit till att den förväntade avkastningen på säkra tillgångar har minskat under en längre tid, och efterfrågan på mer riskfyllda tillgångar har ökat. Ett ökat risktagandet är en avsedd effekt av den förda penningpolitiken med syfte att främja reala investeringar, hushållens konsumtion och ekonomisk tillväxt. Men den kan också medföra en större sårbarhet i det finansiella systemet om det leder till att tillgångar övervärderas och olika typer av risker inte pris-sätts fullt ut.

I Sverige och på flera håll internationellt har exempelvis priserna på aktier ökat de senaste åren och är idag på motsvarande nivåer som innan finanskrisen 2008 (se diagram 2:7). Höga värderingar av tillgångar ökar risken för snabba och stora prisrörelser på tillgångsmarknader om investerare vill minska sitt risktagande och omfördela sina tillgångsportföljer. Den senaste tidens rörelser på de finansiella marknaderna, kan delvis bero på ökad känslighet till följd av högt värderade tillgångar.

Den finansiella situationen för banker och företag

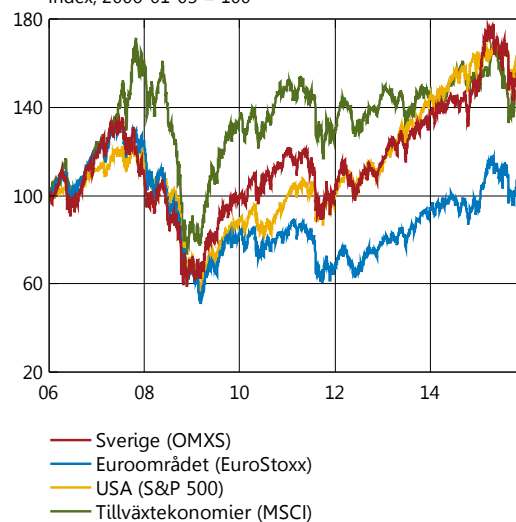
Bankerna finansierar sig billigt trots att kostnaderna stigit något

Förutsättningarna för bankernas kreditgivning är fortsatt goda. Bankernas upplåningskostnader är låga och de svenska bankerna bedöms ha lätt att finansiera sig. Räntorna på bostadsobligationer har dock inte fallit som räntorna på statsobligationer, vilket innebär att ränteskillnaden mellan dessa har ökat under året (se diagram 2:8). En del av uppgången i ränteskillnaden förklaras sannolikt av att den ökade osäkerheten har bidragit till högre kreditriskpremier, i linje med den internationella utvecklingen. Även Riksbankens köp av statsobligationer bedöms ha bidragit till den ökade ränteskillnaden.

Bankerna har valt att inte låta inlåningsräntorna för hushåll och de flesta företagskunder bli negativa, vilket har minskat bankernas inlåningsmarginaler under året. Detta har dock kompenseras av bland annat högre utlåningsvolym och högre intäkter från provisioner från handel med värdepapper. Bankerna har dessutom höjt sina utlåningsmarginaler på bolån de senaste åren. Detta

Diagram 2:7. Börsutveckling

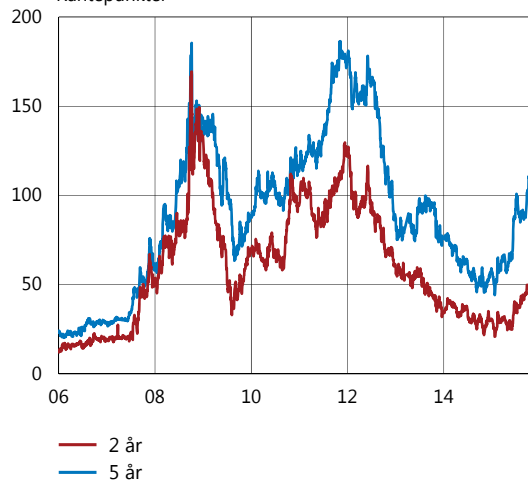
Index, 2006-01-03 = 100



Källor: Macrobond och Thomson Reuters

Diagram 2:8. Ränteskillnad mellan bostadsobligationsränta och statsobligationsränta

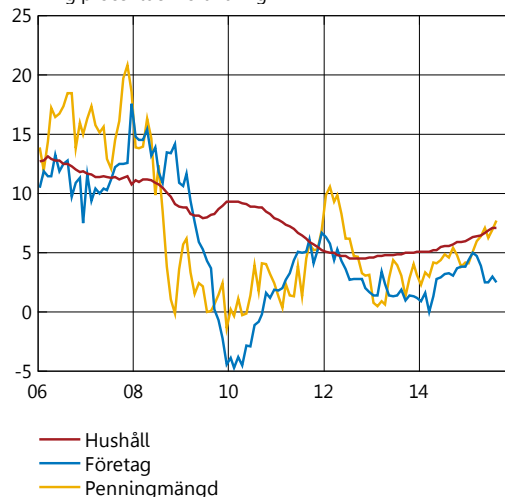
Räntepunkter



Anm. Bostadsobligationsräntan och statsobligationsräntan är nollkupongsräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel metoden.
Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:9. Utlåning till hushåll och företag

Årlig procentuell förändring



Anm. MFI:s utlåning till hushåll och icke-finansiella företag enligt finansmarknadsstatistiken justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån från 2006. Med penningmängd avses M3 utestående belopp.

Källa: SCB

beror på att de inte har sänkt sina utlåningsräntor i samma takt som deras upplåningskostnader har minskat.

Den ökade utlåningen från bankerna återspeglas också i penningmängden, där tillväxttakten stigit tydligt det senaste året (se diagram 2:9). I augusti var den årliga tillväxttakten i det bredare måttet, M3, 7,7 procent.

Tillväxttakten i företagens banklån bromsar in

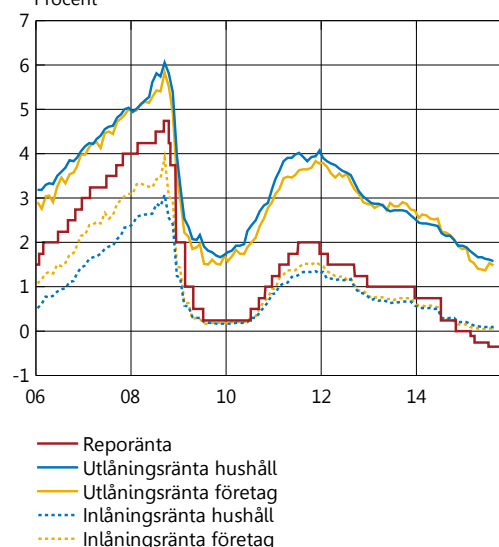
Även företagen bedöms ha lätt att finansiera sig. Enligt konjunkturbarometern har särskilt småföretagens finansieringsvillkor förbättrats under året. Sammantaget har utlåningsräntorna till företag fallit i linje med reporäntan under året. Detta trots en viss uppgång de senaste månaderna jämfört med de räntor som företagen lånade till i våras. I augusti var den genomsnittliga räntan på nya avtal 1,5 procent (se diagram 2:10).

I likhet med utvecklingen på den internationella kreditmarknaden har räntorna på svenska företagsobligationer stigit. Många företag fortsätter dock att låna billigare på obligationsmarknaden än via banklån, vilket bedöms ha bidragit till att marknadsfinansieringen ökar trots en uppgång i räntorna. I augusti var den årliga tillväxttakten för banklån 2,5 procent (se diagram 2:9) medan obligationsupplåningen ökade med 7,2 procent. Sammantaget har företagens upplåning på obligationsmarknaden och från bankerna varit relativt stabil de senaste åren med en årlig tillväxttakt på cirka 5 procent.

Hushållen lånar mer till lägre räntor

Hushållen fortsätter att låna till mycket låga räntor. Under året har den genomsnittliga boräntan justerats ned i linje med reporäntan och noterades i augusti till 1,6 procent för nya avtal (se diagram 2:10). Samtidigt fortsätter bankernas utlåning till hushållen att stiga. I augusti var den årliga tillväxttakten oförändrad på 7,1 procent (se diagram 2:9). Bostadslånen, som står för cirka 80 procent av hushållens lånestock, fortsatte att öka i en snabbare takt. Utvecklingen förklaras till stor del av de snabbt stigande bostadspriserna. I september ökade bostadspriserna, uttryckt som årlig procentuell förändring, med 20 respektive 14 procent för bostadsrätter och villor. Enligt SEB:s boprisindikator tror en majoritet av hushållen på fortsatt stigande bostadspriser, men antalet föll i oktober jämfört med månaden innan.

Diagram 2:10. Reporänta samt in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal
Procent



Anm. MFI:s genomsnittliga in- och utlåningsränta för hushåll och företag.
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 på lite längre sikt. Inflationen fortsätter att stiga från en låg nivå, om än i en ojämn takt. Återhämtningen i omvärlden fortsätter även om avmattningen i den kinesiska ekonomin tynger många länder. Efter en period av hög svensk tillväxt tyder indikatorer på att BNP växer i en något mer dämpad takt under andra halvåret 2015. Även om arbetslösheten har fortsatt att minska väntas nedgången mattas av mot slutet av året och resursutnyttjande i den svenska ekonomin bedöms fortfarande vara något lägre än normalt.

Inflation

Bred uppgång i inflationen

Sedan början av förra året har olika mått på den underliggande inflationen, som till exempel KPIF exklusive energi, vänt uppåt.⁷ Den årliga ökningstakten i KPIF exklusive energi ökade i linje med Riksbankens tidigare bedömning från 1,4 i augusti till 1,8 procent i september (se diagram 3:1). Detta är den högsta noteringen sedan juni 2010. Uppgången förklarades av snabbare prisökningstakter i livsmedel, varor och tjänster (se diagram 3:2).

Hushållen har samtidigt fortfarande jämförelsevis låga kostnader för energi och räntor, vilket har dämpat inflationen mätt med KPI och KPIF de senaste åren. Den årliga ökningstakten i KPI och KPIF är därför lägre än ökningstakten i KPIF exklusive energi (se diagram 3:1). I september innebar den svaga utvecklingen i energipriser och räntekostnader att KPI-inflationen var nästan 1,7 procentenheter lägre än KPIF-inflationen exklusive energi.

Uppgången i den underliggande inflationen har varit relativt bred, med allt högre prisökningstakter för livsmedel, varor och tjänster. De senaste årens försvagning av kronan är central för att förklara uppgången, med stigande priser framförallt på importerade varor och tjänster. På senare tid finns dock tecken på att inhemsk efterfrågan också bidrar till uppgången. Exempelvis har priserna på vissa tjänster, däribland hotell och restaurangbesök samt underhåll och reparation av fordon stigit. Priserna på många inhemskt producerade livsmedel ökar nu också snabbare än förra året.

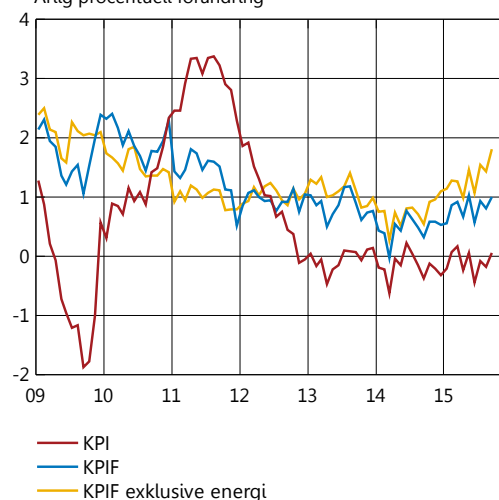
Olika indikatorer tyder på att priserna fortsätter att öka i ungefär samma takt mot slutet av 2015. Priserna på konsumtionsvaror i producentledet ökar jämfört med samma period föregående år, även om ökningstakten har

Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR september	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 1,0 procent i september, högre än i augusti.	I linje med prognos, KPIF-inflationen 1,0 procent i september.
BNP-tillväxten 4 procent det andra kvartalet.	Något högre än förväntat, BNP-tillväxten reviderad till 4,6 procent det andra kvartalet.
7,5 procents arbetslöshet det tredje kvartalet, lägre än det andra kvartalet.	Lägre arbetslöshet än förväntat, 7,2 procent tredje kvartalet.
BNP-tillväxten i euroområdet 1,2 procent det andra kvartalet.	Marginellt starkare än förväntat, BNP-tillväxten reviderad till 1,4 procent det andra kvartalet.
BNP-tillväxten i USA 2,3 procent det andra kvartalet.	Starkare än förväntat, BNP-tillväxten reviderad till 3,7 procent det andra kvartalet.

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

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



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

⁷ KPIF exklusive energi publiceras av SCB från och med september 2015.

minskat något jämfört med i början av året. I Konjunkturbarometern uppger många företag att de har höjt sina priser den senaste tiden och en högre andel än normalt av företagen inom detaljhandeln räknar med att höja priserna de närmaste månaderna. Även i Riksbankens företagsundersökning tror flertalet företag inom handeln på fortsatt stigande priser, främst till följd av stigande inköpskostnader.

Modellprognoser kan användas för att sammanfatta informationen i olika indikatorer. Diagram 3:3 visar en sådan prognos för KPIF exklusive energi.⁸ Med hänsyn tagen till den senaste tidens utveckling av priserna i producentledet och av växelkursen förutspår modellen att inflationen kommer att vara ungefär oförändrad de närmaste månaderna. Riksbankens prognos ligger i linje med modellprognosen för det närmaste halvåret.

Hushållens energikostnader väntas fortsätta dämpa inflationen mätt med KPIF och KPI ytterligare en tid. Fallande räntekostnader bidrar till att dämpa KPI-inflationen ytterligare. De negativa effekterna på inflationen från energipriser och räntekostnader väntas dock avta under de närmaste månaderna och därmed bidra till en snabbare uppgång i KPIF- och KPI-inflationen.

Inflationsförväntningar något under 2 procent

Hushållens och företagens förväntningar om framtida inflation är centrala för inflationens utveckling på lite längre sikt. De kortsiktiga inflationsförväntningarna har i likhet med inflationen varit låga under de senaste åren men de har stigit i år. Även de långsiktiga inflationsförväntningarna har dämpats och är något lägre än inflationsmålet. Enligt Prosperas månadsvisa undersökning för oktober var inflationsförväntningarna i stort sett oförändrade och på fem års sikt väntas inflationen vara 1,8 procent (se diagram 1:15). Enligt Konjunkturbarometern i september ökade hushållens inflationsförväntningar något på ett års sikt till 1,9 procent.

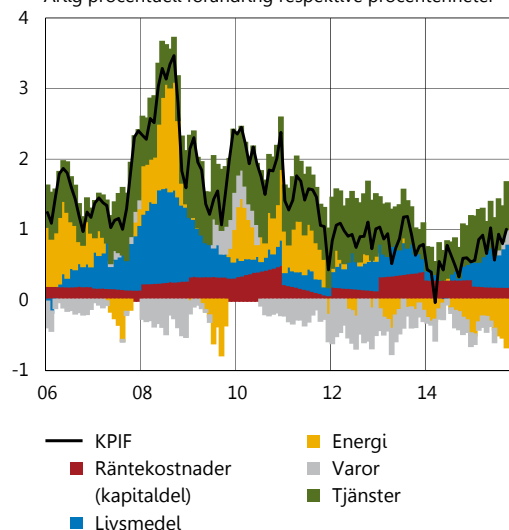
Global och svensk konjunktur

Stigande tillväxt i mer utvecklade länder

BNP-tillväxten i världsekonomin fortsätter att vara måttlig med stora regionala skillnader. Den pågående avmattningen i den kinesiska ekonomin, som svarade för ungefär en tredjedel av den globala tillväxten i fjol, har fått kännbara effekter för många länder. Exporten från många av Kinas grannländer, såsom Japan, Singapore

⁸ Modellen använder tidsserier med månadsdata för producentpriser, växelkurs och råvarupriser för att generera prognoser för KPIF exklusive energi.

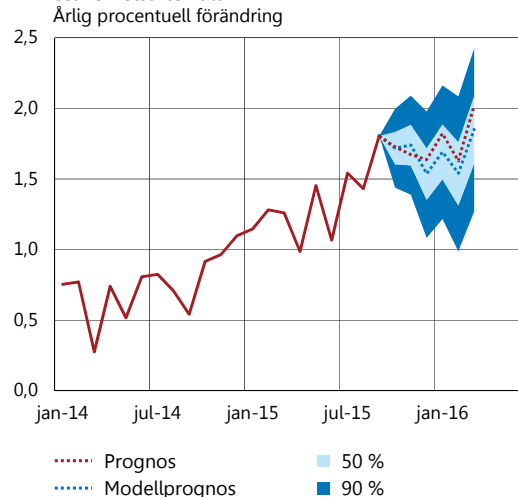
Diagram 3.2. KPIF och bidrag till KPI-inflationen
Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

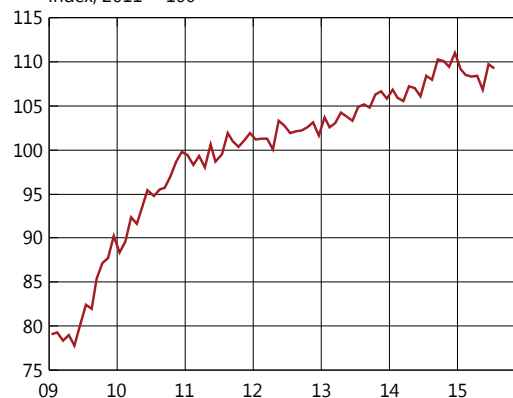
Diagram 3.3. Modellprognos KPIF exklusive energi med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på modellernas historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3.4. Global världshandelsvolym
Index, 2011 = 100



Källa: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

och Sydkorea, har påverkats negativt av lägre efterfrågan från Kina. Kinas minskade efterfrågan på råvaror har lett till lägre råvarupriser, vilket har gynnat länder med stor råvaruimport, men samtidigt haft en negativ effekt på tillväxten i råvaruproducerande länder. Den senaste tidens statistik i Kina är svårtolkad på grund av olika tillfälliga faktorer och frågetecken kring statistiska insamlingsmetoder. Riksbanken bedömer att tillväxten i den kinesiska ekonomin dämpas ytterligare något under det andra halvåret 2015.

I många av de mer utvecklade ekonomierna har den konsumtionsledda återhämtningen fortsatt och varit något starkare än väntat. Tillväxten har bland annat varit understödd av förbättringar på arbetsmarknaden och en gynnsam utveckling i de reala inkomsterna. Trots svaghetstecken på den amerikanska arbetsmarknaden i september är arbetslösheten fortsatt låg och uppgick till 5,1 procent i september. Euroområdet export har än så länge hållits uppe relativt väl då sjunkande efterfrågan från Kina delvis har kompensats av högre efterfrågan från exempelvis USA. Vissa marknadssegment och länder drabbas dock mer. Tyskland är exponerat mot Kina via en omfattande export av bilar och industrivaror. I augusti sjönk industriproduktionen i Tyskland markant samtidigt som exporten var ovanligt svag. Avmattningen i den kinesiska efterfrågan har dock ännu inte gjort något större avtryck i tyska företags förtroende för den tyska ekonomins utveckling.

I Norge, som utgör en av Sveriges största exportmarknader, har den ekonomiska aktiviteten dämpats tydligt i år till följd av lägre investeringar i oljeindustrin. Även om den privata konsumtionen har fortsatt att växa, stiger arbetslösheten och indikatorer tyder på en fortsatt svag BNP-tillväxt de närmaste kvartalen.

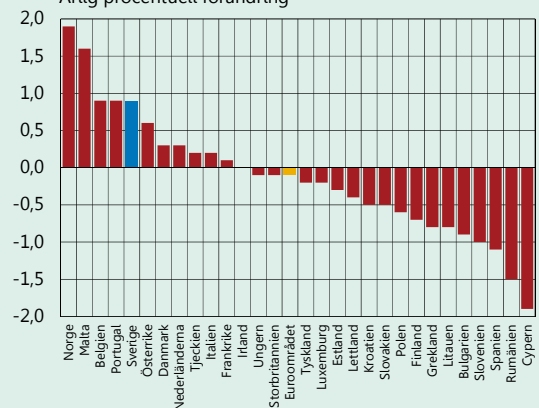
Inflationen fortsätter att vara låg hos många av Sveriges viktigaste handelspartner men väntas stiga något den närmaste tiden då de direkta effekterna på inflationen av förra årets oljeprisfall avtar. Ett lågt resursutnyttjande har bidragit till att den underliggande inflationen, där de mer volatila energi- och livsmedelspriserna räknas bort, är låg i många länder.

Avmattningen i Kina och dämpade investeringar i många länder har bidragit till att världshandeln minskade mellan januari och maj i år. En viss återhämtning har dock ägt rum i juni och juli (se diagram 3:4). Världshandeln bedöms stiga gradvis under nästa år i takt med att återhämtningen i världsekonomin fortsätter. Månadsstatistiken för den svenska utrikeshandeln och exportorderingen enligt Konjunkturbarometern och

Svensk inflation hög i ett europeiskt perspektiv

Den utdragna lågkonjunkturen i Europa innebär att många europeiska ekonomier fortfarande präglas av en stor mängd lediga resurser och låg inflation. Mätt med det EU-harmoniserade indexet för konsumentpriser (HIKP) har den europeiska inflationen utvecklats starkare under 2015 men priserna föll åter något i september. Till skillnad från 2011–2014 har Sverige under 2015 haft en snabbare ökning i HIKP än de flesta andra europeiska länder (se diagram 3:5).

Diagram 3:5. HIKP i EU-länderna och Norge
Årlig procentuell förändring

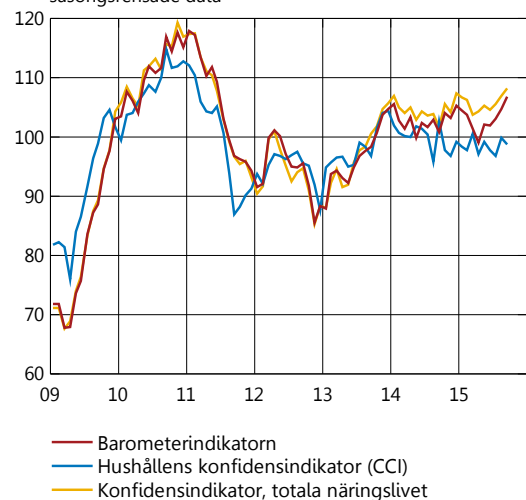


Anm. Diagrammet visar procentuell förändring i HIKP mellan september 2014 och september 2015.

Källa: Eurostat

Diagram 3:6. Konfidensindikatorer

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



Källa: Konjunkturinstitutet

inköpschefsindex tyder sammantaget på att svensk export växer i en, historiskt sett, normal takt under andra halvåret i år.

Dämpad svensk tillväxt under tredje kvartalet

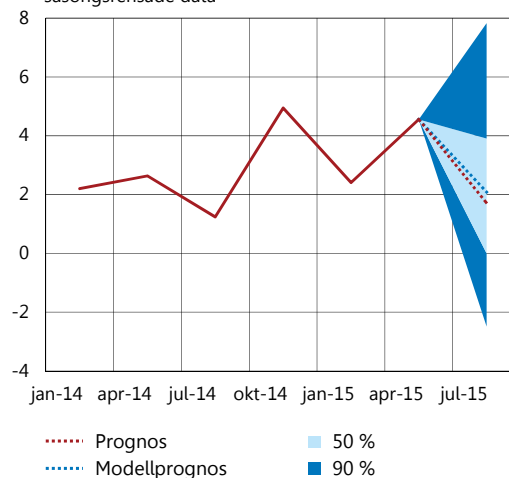
Svensk BNP växte med drygt 4,5 procent under andra kvartalet jämfört med föregående kvartal och uppräknat till årstakt. Tillväxten berodde främst på att den inhemska efterfrågan ökade. Utrikeshandeln bidrog visserligen också till tillväxten, men detta berodde till betydande del på att importen minskade.

Förtroendeindikatorer och månadsstatistik för efterfrågan och produktion ger en blandad bild av tillväxten under tredje kvartalet och av utsikterna för det fjärde kvartalet. Konjunkturinstitutets barometerindikator ökade i september för tredje månaden i rad och ligger i likhet med indikatorerna för näringslivets sektorer, på en nivå som överstiger det historiska genomsnittet (se diagram 3:6). Samtidigt försvagades indikatorn för hushållens förtroende och ligger nu något under ett historiskt genomsnitt. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin var i det närmaste oförändrat medan index för tjänstesektorn åter ökade i september, men båda dessa indikatorer ligger ändå nära ett historiskt genomsnitt. Enligt Riksbankens företagsundersökning från september är osäkerheten kring konjunkturutvecklingen större än i motsvarande undersökning i maj och synen på konjunkturläget om 6 månader är något mer pessimistisk. Månadsstatistik för detaljhandeln och hushållens konsumtion indikerar också en mer dämpad utveckling under tredje kvartalet. Näringslivets produktion återhämtade sig något i augusti efter att ha utvecklats svagt i juli.

Företagens lageruppbbyggnad har varit låg i förhållande till efterfrågan under första halvåret. Under andra halvåret väntas en mer normal lageruppbbyggnad vilket bidrar positivt till BNP-tillväxten. Samtidigt växer importen snabbare efter den svaga utvecklingen under andra kvartalet, vilket stöds av månadsstatistiken för utrikeshandeln med varor i juli och augusti.

Riksbanken använder olika statistiska modeller för att sammanfatta informationen i ett stort antal indikatorer för BNP-tillväxten de närmaste kvartalen.⁹ Riksbankens prognos för de närmaste kvartalen baseras, utöver modellbaserade prognoser, på bedömningsmässiga faktorer som modellerna inte kan förväntas ta hänsyn till. När hänsyn tas till utvecklingen i indikatorer tyder

Diagram 3:7. Modellprognos BNP med osäkerhetsintervall
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Anm. Modellprognosen är ett medelvärde av prognoser gjorda med olika statistiska modeller. Osäkerhetsintervallen är baserade på modellernas historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

Kraftigt ökad asylinvandring – hur påverkas ekonomin?

Krigen i Mellanöstern har lett till en stor humanitär katastrof och en kraftig ökning av antalet människor som är på flykt och söker skydd i Europa. I dagarna har Migrationsverket därför fördubblat sin prognos över antalet personer som väntas söka asyl i Sverige i år och även justerat upp prognosen kraftigt för nästa år. Situationen är exceptionell och innebär en stor utmaning för ett, i dagsläget, underdimensionerat svenskt mottagningssystem.

Det är för tidigt att bedöma vilka makroekonomiska effekter den ökade invandringen kan föra med sig. Utvecklingen beror bland annat på vilka politiska lösningar som kommer till stånd i Sverige och i Europa. På kort sikt kan den betydande ökningen av invandringen leda till högre tillväxt då fler människor bidrar till att öka efterfrågan på bland annat mat, bostäder, utbildning och omsorg. Nettoeffekten på efterfrågan är dock svårbedömd. De ökade offentliga utgifterna kan innebära ett ökat behov av framtida skattehöjningar i kommunerna. Det kan påverka konsumtionen och förtroendet för den ekonomiska utvecklingen negativt.

På längre sikt är ett ökat antal personer i den arbetsföra befolkningen positivt för ett lands tillväxtpotential. Detta förutsätter dock en väl fungerande arbetsmarknad där de nyanlända snabbt kan etablera sig (se fördjupningen "Invandring – möjlighet och utmaning" i kapitel 4).

⁹ Modellerna använder månadsdata från enkätundersökningarna Konjunkturbarometern och Inköpschefsindex samt månadsdata för produktion och efterfrågan för att generera prognoser för BNP-tillväxten jämfört med närmast föregående kvartal.

modellerna sammantaget på att tillväxten dämpas något det tredje kvartalet jämfört med det andra kvartalet (se diagram 3:7). Prognosen för BNP-tillväxten det tredje kvartalet är i linje med modellprognosen.

Sammantaget dämpas BNP-tillväxten efter den starka tillväxten under andra kvartalet och BNP väntas växa med i genomsnitt drygt 2 procent under tredje och fjärde kvartalet jämfört med föregående kvartal och uppräknat till årstakt. För helåret 2015 väntas en tillväxt på 3,3 procent.

Fortsatt god efterfrågan på arbetskraft

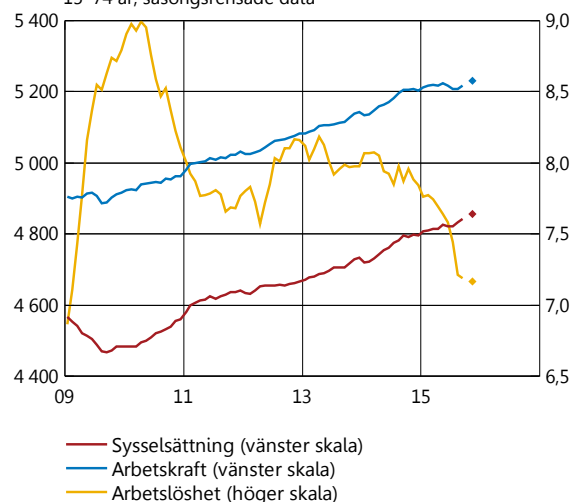
Antalet sysselsatta ökade snabbt under tredje kvartalet medan arbetskraften i stort sett var oförändrad. Sammantaget innebar detta en betydande nedgång i arbetslösheten som i säsongsrensade termer minskade till 7,2 procent det tredje kvartalet (se diagram 3:8).

Indikatorer för utvecklingen på arbetsmarknaden, som antalet varsel och antalet nyanmälda lediga platser på arbetsförmedlingen, tyder på att sysselsättningen fortsätter att växa den närmaste tiden, men i en något långsammare takt än under tredje kvartalet (se diagram 3:9). Även andra indikatorer, som till exempel företagens anställningsplaner enligt Konjunkturbarometern, ger stöd för denna bedömning. Arbetskraften bedöms växa i ungefär samma takt som sysselsättningen under fjärde kvartalet. Arbetslösheten ligger därför kvar på i stort sett samma nivå, efter nedgången under tredje kvartalet (se diagram 3:8).

Resursutnyttjandet ökar något under andra halvåret

Riksbankens RU-indikator som är ett sammanfattande mått på en mängd indikatorer på resursutnyttjandet, har fortsatt att stiga under 2015. Den ligger dock alltså något lägre än ett historiskt genomsnitt (se diagram 3:10). De senaste årens uppgång i RU-indikatorn förklaras delvis av att företagen uppger att bristen på arbetskraft har ökat något. Även SCB:s mått på industrins kapacitetsutnyttjande har fortsatt att öka under 2015 och är något högre än ett historiskt genomsnitt. Sammantaget bedöms resursutnyttjandet i den svenska ekonomin öka något under andra halvåret 2015. Att resursutnyttjandet fortsätter att stiga bidrar till uppgången i inflationen framöver.

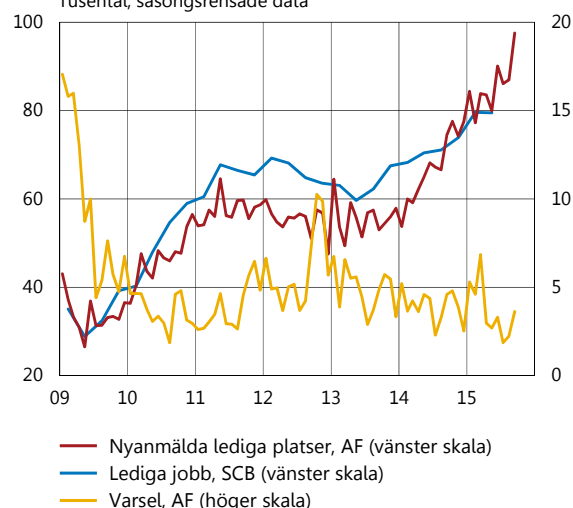
Diagram 3:8. Sysselsättning, arbetskraft och arbetslöshet
Tusentals personer respektive procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongsrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Punkterna visar prognoser för fjärde kvartalet 2015.

Källor: SCB och Riksbanken

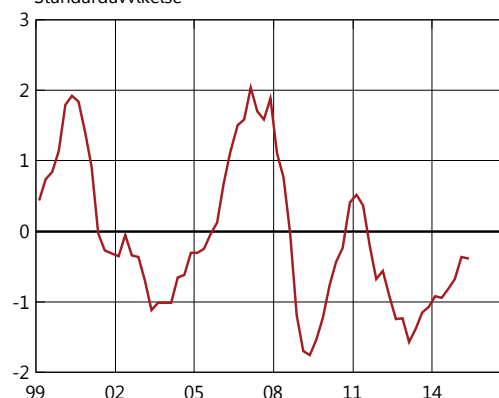
Diagram 3:9. Arbetsmarknadsindikatorer
Tusental, säsongsrensade data



Anm. Lediga jobb är kvartalsdata, nyanmälda lediga platser och varsel är månadsdata.

Källor: Arbetsförmedlingen (AF) och SCB

Diagram 3:10. RU-indikatorn
Standardavvikelse



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

Källa: Riksbanken

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Återhämtningen i världsekonomin fortsätter. Osäkerheten kring styrkan i den globala återhämtningen kvarstår dock till följd av svaghetstecken i många tillväxtekonomier. Den globala inflationen stiger långsamt i takt med att det underliggande kostnadstrycket ökar. Stigande efterfrågan i omvärlden bidrar till att konjunkturuppgången i Sverige stärks och breddas. BNP väntas öka något mer än den historiska trenden och resursutnyttjandet stiger gradvis. Sysselsättningen fortsätter att växa men arbetslösheten sjunker endast långsamt de kommande åren till följd av stigande arbetskraftsutbud. Uppgången i inflationen, som hittills i stor utsträckning berott på en försvagning av kronan, drivs framöver i allt högre grad av en starkare konjunktur i Sverige och stigande prisökningar i omvärlden. Inflationen väntas dock stiga något långsammare jämfört med Riksbankens förra bedömning i september.

Omvärlden

Gradvis återhämtning i världsekonomin

Återhämtningen i den globala ekonomin fortsätter, men takten är förhållandevis långsam och de regionala skillnaderna är betydande. Den underliggande tillväxten hämmas av åldrande befolkning, svag produktivitetstillväxt och fortsatta behov av skuldkonsolidering i många länder. Strukturella svagheter såväl i euroområdet som i flera tillväxtekonomier bidrar också till att hålla tillbaka tillväxten (se diagram 4:1). Låga råvarupriser innebär en tydlig stimulans för flertalet utvecklade länder, men bidrar samtidigt till att dämpa aktiviteten i många tillväxtekonomier.

Tillväxten fortsätter att öka i Europa och USA

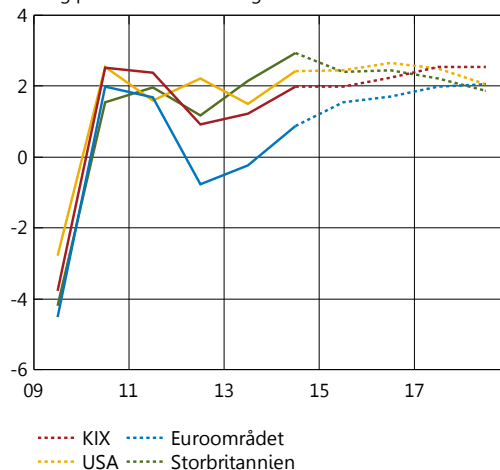
I de utvecklade länderna har återhämtningen fortsatt och framöver bedöms BNP-tillväxten stärkas med stöd av expansiv penningpolitik, låga oljepriser och en något mindre stram finanspolitik. Den amerikanska ekonomin väntas fortsätta att växa i relativt god takt med robust konsumtion som främsta drivkraft. Samtidigt stärks återhämtningen i euroområdet successivt i takt med att förbättringen på arbetsmarknaden fortgår och kreditgivningen fungerar allt bättre. Den relativt stabila återhämtningen som ägt rum hittills i år, trots uppblåsande oro i Grekland, indikerar att uppgången i euroområdet är mer motståndskraftig än tidigare. När återhämtningen väl har fått fotfäste kan tillväxten gradvis öka under hela prognosperioden utan några tydliga restriktioner från utbudssidan.

Konjunkturuppgången i USA har pågått under förhållandevis lång tid, men takten i återhämtningen har varit långsammare än vid tidigare uppgångar. Reviderad BNP-statistik tyder på att den underliggande tillväxten i USA är något lägre än vad som tidigare antagits.

Tabell 4:1.

Prognosen i korthet
Den globala tillväxten och resursutnyttjandet stiger och inflationen vänder uppåt.
Fortsatt osäkerhet kring utvecklingen i tillväxtekonomierna.
Inhemsk efterfrågan i Sverige fortsätter att växa i god takt med stöd av stark konsumtion både bland hushåll och i offentlig sektor.
BNP-tillväxten breddas i takt med att efterfrågan från omvärlden stärks och exporten och näringslivets investeringar tar fart.
Förbättringen på arbetsmarknaden fortsätter och sysselsättningen stiger. Även arbetskraften ökar, men i något lägre takt än tidigare, och arbetslösheten sjunker långsamt.
Stigande inflation i omvärlden och starkare konjunktur i Sverige bidrar till att inflationen fortsätter att stiga. Inflationsuppgången bedöms dock bli något långsammare än i föregående prognos.

Diagram 4:1. Tillväxt i olika länder och regioner
Årlig procentuell förändring



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

BNP-tillväxten väntas kulminera nästa år och därefter sjunker den långsamt tillbaka när resursutnyttjandet blir mer ansträngt och penningpolitiken gradvis normaliseras.

Den senaste tiden har oron ökat för att den amerikanska kongressen inte ska lyckas nå en uppgörelse om en höjning av skuldtaket, bland annat som en följd av intern oenighet i det republikanska partiet. Riksbankens prognos baseras på att en sådan överenskommelse kommer till stånd innan tidsfristen löper ut och att hotet om budgetkaos därmed undanröjs.

Svårbedömda effekter av flyktingkrisen

Det har skett en kraftig ökning av antalet människor som är på flykt och söker skydd i Europa, till följd av den humanitära katastrofen. Detta bidrar till en ökad osäkerhet om den framtida utvecklingen, men det är för tidigt att bedöma vilka makroekonomiska effekter den ökade invandringen för med sig. För Tyskland, som hittills tagit emot en stor del av flyktingarna, är en ökning av antalet personer i arbetsför ålder ett välkommet tillskott på en arbetsmarknad med tilltagande brist på arbetskraft och färre yrkesaktiva. Samtidigt ställs Tyskland och andra europeiska länder inför betydande utmaningar när ett så stort antal nyanlända flyktingar ska etablera sig på arbetsmarknaden. Det lär dröja flera år innan det står klart hur väl man lyckats med detta. I det kortare perspektivet kan man förvänta sig en högre tillväxt till följd av den ökade flyktinginvandringen, via både högre privat och offentlig konsumtion. De på kort sikt ökade offentliga utgifterna kan i förlängningen innebära ökade behov av skattehöjningar och/eller utgiftsnedskärningar på andra områden. Samtidigt förs en diskussion inom EU om att nuvarande exceptionella läge kan föranleda en mindre strikt tolkning av EU:s budgetregler och att finanspolitiken i Europa därmed skulle kunna bli något mer expansiv.

Osäkerhet kring tillväxtekonomierna

Medan BNP-tillväxten i de utvecklade länderna har stärkts ungefär i linje med bedömningen i föregående penningpolitiska rapport kvarstår osäkerheten kring utsikterna för tillväxtekonomierna. Försvagningen i dessa länder har sin grund både i landspecifika problem och i faktorer som är gemensamma för många länder. Osäkerhet kring effekterna av den förväntade penningpolitiska normaliseringen i USA, i kombination med en mer negativ syn på de underliggande tillväxtutsikterna, har lett till kapitalutflöden i många tillväxtekonomier. I många av

dessa länder har den privata skuldsättningen ökat kraftigt de senaste åren. Särskilt utsatta är länder med stor upplåning i dollar. I dessa länder har skuldbördan stigit kraftigt i takt med att dollarn apprecierat. Råvaruproducerande länder har även påverkats negativt av den senaste tidens fall i råvarupriser.

Ett exempel på landspecifika faktorer är den åtstramande finanspolitiken och den politiska instabiliteten i Brasilien. Ett annat är Rysslands allt sämre investeringsklimat och höga inflation – delvis förvärrat av sanktioner och motsanktioner mellan å ena sidan Ryssland och å andra sidan USA och EU. Spänningarna innebär därtill en fortsatt osäkerhetsfaktor, inte minst vad gäller konflikten i Ukraina som riskerar att förvärras.

Samtidigt finns länder som Indien som uppvisar en stabil utveckling och där den robusta tillväxten väntas fortsätta med stöd av stark konsumtion och stora offentliga investeringar. Indien gynnas dessutom av de låga oljepriserna.

Gradvis inbromsning mest troliga scenariot för Kina

Den största osäkerhetsfaktorn i den globala ekonomin har att göra med tillväxtutsikterna för Kina. Olika indikatorer ger blandade signaler såväl om den underliggande styrkan i ekonomin som om hur ombalanseringen av ekonomin fortskrider i riktning mot mer konsumtionsdriven tillväxt. Av central betydelse för att åstadkomma en mer uthållig tillväxt i Kina är att komma tillrätta med obalanserna på bostadsmarknaden och den höga skuldsättningen i företagen.

Riksbankens bedömning är att de kinesiska myndigheterna har verktygen och förmågan att kunna motverka eventuella negativa störningar med en mer expansiv politik och att tillväxten således bara gradvis mattas av. Vidare antas reformer implementeras som stödjer den pågående ombalanseringen av den inhemska efterfrågan från investeringar till konsumtion. Även en sådan gradvis dämpning av tillväxten, där efterfrågan i allt högre grad styrs över från råvaror och investeringsvaror mot tjänster och konsumtionsvaror, innebär i sig en viss avmattning av tillväxtbidragen till den globala handeln.

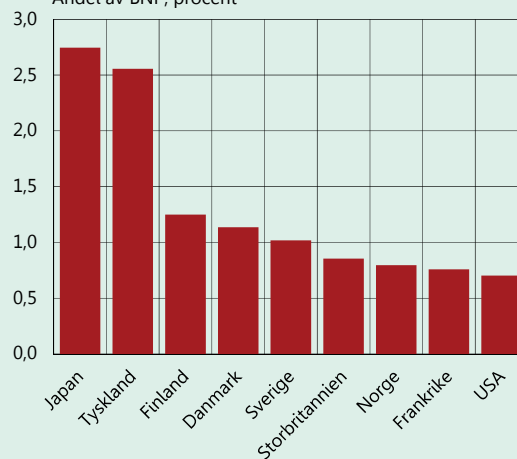
Sammantaget bedöms den globala tillväxten stiga från 3,1 procent 2015 till 3,6 respektive 3,8 procent de kommande två åren. Detta är en marginellt svagare tillväxt jämfört med bedömningen som gjordes i PPR september. KIX-vägd BNP, som bättre avspeglar utvecklingen i de länder som är viktigast för svensk ekonomi, väntas växa med 2 procent i år. Den KIX-vägd tillväxten stiger sedan till knappt 2,5 procent de kommande åren.

Ett flertal risker för tillväxten i Kina

En central frågeställning kring kinesisk ekonomi är hur väl myndigheterna lyckas åstadkomma en ombalansering av ekonomin, bort från beroendet av investeringar till förmån för konsumtion. En annan viktig fråga är hur obalanserna på bostadsmarknaden hanteras. Såväl i ett historiskt perspektiv som vid en internationell jämförelse framstår bostadsbyggandet i Kina som högt. Som ett resultat har antalet osålda bostäder ökat tydligt. De senaste åren har också kreditillväxten i företagssektorn ökat snabbt. Skuldsättningen är nu därför hög i jämförelse med andra länder med liknande inkomstnivåer. Kreditillväxten har varit särskilt snabb i statligt ägda företag och i fastighetsbranschen, det vill säga just de delar av kinesisk ekonomi som har problem med överkapacitet. Erfarenheter från andra länder med liknande utveckling av kreditillväxten visar att sådana perioder ofta följs av en längre tid av svagare ekonomisk tillväxt och/eller finansiella kriser.

En risk är att den nödvändiga anpassningen av bostadsbyggande och skuldsättning sker okontrollerat och utlöser en hårdlandning av kinesisk ekonomi. Detta skulle få märkbara effekter på den globala ekonomin, i första hand via effekter på världshandeln. Lägre tillväxt i Kina skulle främst drabba de närliggande länderna i Asien, men även effekten på råvaruproducerande länder skulle bli märkbar. Länder som har stor export av varor till Kina, som till exempel Tyskland, skulle troligen också drabbas förhållandevis hårt (se diagram 4:2). En annan trolig effekt är att inflationen i omvärlden skulle sjunka till följd av lägre priser på råvaror när Kinas efterfrågan på dessa minskar. Lägre priser på importerade varor och tjänster från Kina kan också förväntas, i synnerhet om den kinesiska valutan försvagas.

Diagram 4.2. Varuexport till Kina, 2014
Andel av BNP, procent



Källor: Nationella källor

Uppväxlingen beror framför allt på en gradvis högre tillväxt i euroområdet.

Svagt i Norge och Finland

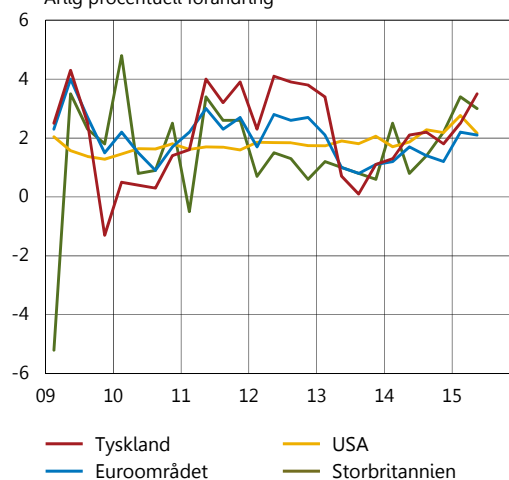
Norden bidrar förhållandevis lite till KIX-vägd BNP-tillväxt till följd av svag utveckling i Norge och Finland. De negativa tillväxtpulserna till norsk ekonomi från låga oljepriser, via framför allt fallande investeringar i oljesektorn, bedöms delvis kunna pareras genom mer expansiv finans- och penningpolitik. Tillväxten väntas dock ändå ligga klart under den trendmässiga nivån under prognosperioden. Den finländska ekonomin, som brottas med strukturella problem inom telekomsektorn och pappersindustrin, samt en ogynnsam demografi, har krympt tre år i rad. Finland väntas ta sig ur den segdragna recessionen, men på kort sikt hålls inhemsk efterfrågan tillbaka av åtgärder som syftar till att återställa konkurrenskraften och förbättra de offentliga finanserna.

Högre löneökningar bidrar till gradvis stigande inflation i omvärlden

Inflationstrycket i omvärlden är fortfarande lågt. I många av de utvecklade länderna ligger inflationen nära noll. Även om man exkluderar volatila komponenter som energi och livsmedel är inflationen låg. Samtidigt har resursutnyttjandet på arbetsmarknaden i flera länder som USA, Storbritannien och Tyskland stigit tydligt och ligger nu ungefär på normala nivåer. I dessa länder syns tecken på att löneökningarna är på väg upp från låga nivåer, även om olika statistikällor ger delvis motstridiga signaler. Tydligast har uppgången varit i Storbritannien och Tyskland, medan den i USA har skett långsammare och mer gradvis (se diagram 4:3). I Tyskland väntas löneökningarna hamna över 3 procent i år, bland annat som en följd av införandet av en lagstadgad minimilön. I resten av euroområdet finns dock få tecken på någon uppgång i löneökningstakten och den höga arbetslösheten innebär sannolikt också att en sådan uppgång dröjer. Även i de nordiska grannländerna utvecklas lönerna svagt.

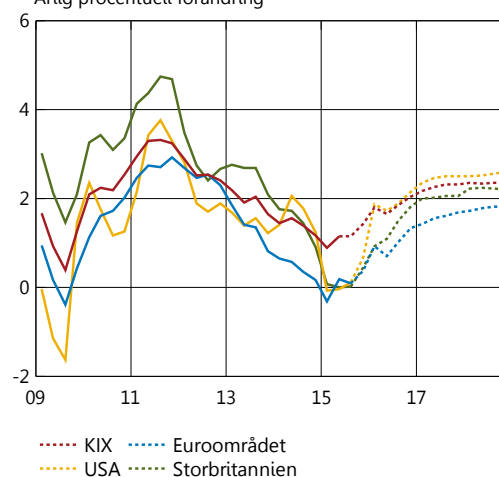
I takt med att arbetslösheten i omvärlden fortsätter att sjunka bedöms löneökningstakten gradvis stiga framöver. När det underliggande kostnadstrycket stiger ökar också priserna i snabbare takt. En starkare konjunktur och högre efterfrågan innebär att möjligheterna för företagen att höja sina priser ökar. Den KIX-vägda inflationen bedöms stiga från 1,2 procent i år till 2,3 procent under prognosperioden (se diagram 4:4). Detta är en något långsammare uppgång i inflationen jämfört med

Diagram 4:3. Löner i omvärlden
Årlig procentuell förändring



Källor: Bureau of Labor Statistics och Eurostat

Diagram 4:4. 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

prognosen i september, i första hand beroende på en ny bedömning av inflationen i USA.

Sverige

Återhämtning i omvärlden bidrar till bredare konjunkturuppgång i Sverige

En stark utveckling av hushållens inkomster och förmögenheter och ökat bostadsbyggande har varit viktiga drivkrafter bakom de senaste årens tillväxt i den svenska ekonomin. Samtidigt har den utdragna lågkonjunkturen hos många av Sveriges handelspartners präglad utländsk efterfrågan och verkat dämpande på svensk export och investeringar.

Framöver bedöms återhämtningen i omvärlden stärkas och efterfrågan på svensk export stiger i takt med att efterfrågan på Sveriges exportmarknader ökar (se diagram 4:5). Även importtillväxten stiger när efterfrågekomponenter med stort importinnehåll som export och investeringar ökar i snabbare takt.

Trots att vissa indikatorer tyder på en något mer dämpad utveckling den närmaste tiden, talar ändå flera faktorer för en fortsatt stabil tillväxt i konsumtionen de kommande åren. Arbetsmarknadsläget fortsätter att förbättras och bidrar till en god inkomstutveckling. Dessutom har de senaste årens stigande tillgångspriser stärkt hushållens förmögenhetsställning. Ett i utgångsläget högt sparande talar också för en god konsumtionsutveckling framöver (se diagram 4:6).

Låga räntor och goda lånemöjligheter innebär dessutom att de finansiella förhållandena är gynnsamma för både hushåll och företag. Företagens investeringsbehov bedöms också öka som en följd av den starkare exportutvecklingen. Samtidigt är bostadsinvesteringarna höga i utgångsläget, och ökningstakten väntas dämpas framöver och bidrar därigenom allt mindre till BNP-tillväxten.

Förslagen i höstens budgetproposition, samt redan beslutade åtgärder, innebär att regeringen genomför fullt ut finansierade reformer för 52 miljarder kronor under 2016. En del av dessa reformer och den demografiska utvecklingen bidrar till att offentlig konsumtion ökar relativt starkt de kommande åren. Finansieringen via högre skatter innebär samtidigt att hushållens inkomstutveckling dämpas. De flesta av regeringens reformer i budgetpropositionen var kända sedan tidigare och de makroekonomiska effekterna har därmed redan beaktats i Riksbankens tidigare prognoser.

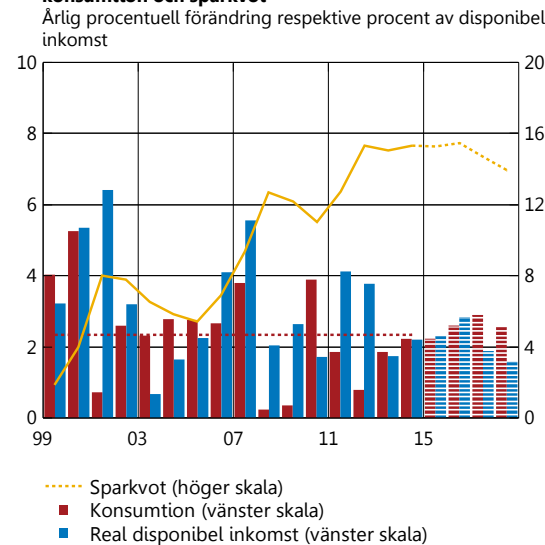
Diagram 4:5. Export och svensk exportmarknad
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



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 4:6. 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

Den kraftigt ökade invandringen, en osäkerhetsfaktor för prognosen

Det är för tidigt att bedöma de makroekonomiska effekterna av den allra senaste tidens kraftigt stigande asylinvandring. Utvecklingen beror bland annat på vilka politiska lösningar som kommer till stånd både i Sverige och i Europa. Riksbanken följer utvecklingen noga och prognoserna kommer successivt att justeras. I det korta perspektivet kan man förvänta sig högre tillväxt, via både högre privat och offentlig konsumtion. Samtidigt ökar de offentliga utgifterna, vilket i förlängningen kan innebära ett ökat behov av skatthöjningar i kommunerna. På längre sikt kan invandringen väntas höja tillväxtpotentialen i ekonomin och minska försörjningsbördan eftersom den bidrar positivt till befolkningen i arbetsför ålder. De makroekonomiska effekterna av den ökade immigrationen beror dock i slutändan främst på hur snabbt och i vilken utsträckning de nyanlända etableras på arbetsmarknaden (se fördjupningen "Invandring – möjlighet och utmaning").

Sammantaget förväntas svensk BNP växa med nästan 3 procent i genomsnitt 2016–2018, vilket motsvarar en utveckling som är något starkare än den historiskt genomsnittliga tillväxten. Jämfört med föregående bedömning i september är BNP-tillväxten 2015 något högre beroende på att utfallet reviderats upp. Framöver förutses dock en något svagare utveckling av BNP än i septemberprognosen. Det förklaras dels av att marknadstillväxten för svensk export väntas bli något lägre, dels av en nedrevidering av konsumtionen (se diagram 4:7).

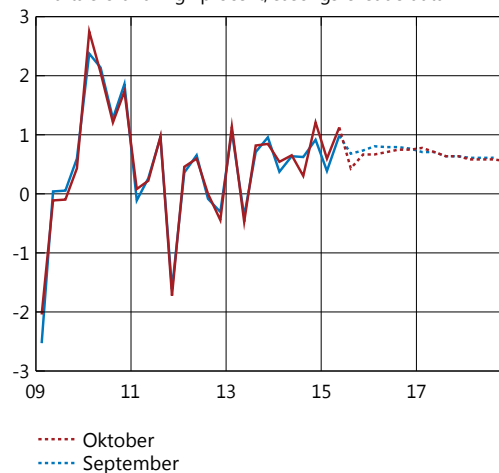
Då befolkningen väntas öka kraftigt växer BNP per capita klart långsammare än BNP. I genomsnitt blir BNP-tillväxten per capita 1,3 procent per år 2016–2018 (se diagram 4:8).

Stigande bostadspriser och ökad skuldsättning

De faktorer som bedöms gynna hushållens konsumtion, som stigande inkomster, låga räntor och starkare arbetsmarknad, bidrar även till att efterfrågan på bostäder förblir hög under de kommande åren. Samtidigt är utbudet av bostäder på många håll otillräckligt. Bostadspriserna förväntas därmed fortsätta att stiga, men prisökningarna blir något mer dämpade, i takt med att den ekonomiska politiken blir mindre expansiv och hushållens inkomster ökar långsammare. Utvecklingen på bostadsmarknaden förväntas också innebära att skuldsättningen bland hushållen ökar ytterligare och att skuldernas andel av hushållens disponibla inkomst, den så

Diagram 4:7. BNP

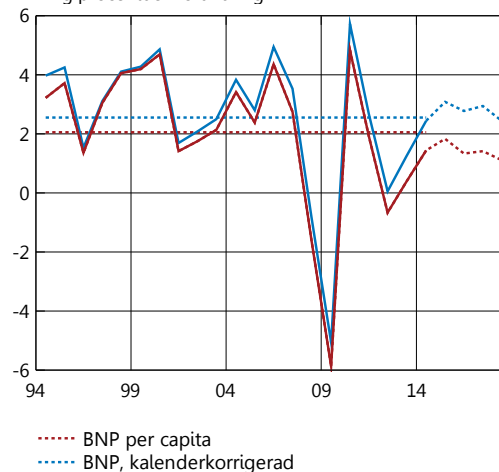
Kvartalsförändring i procent, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:8. BNP och BNP per capita

Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser genomsnitt mellan 1994 och 2014.

Källor: SCB och Riksbanken

kallade skuldkvoten, ökar till drygt 190 procent i slutet av 2018 (se diagram 1:17).

Läget på arbetsmarknaden fortsätter att förbättras

Läget på arbetsmarknaden fortsätter att förbättras i takt med att konjunkturen stärks. Antalet sysselsatta som andel av befolkningen i arbetsför ålder (15–74 år), den så kallade sysselsättningsgraden, har ökat gradvis sedan 2010. Samtidigt har också arbetskraftsdeltagandet stigit, vilket delvis motverkat en nedgång i arbetslösheten. Indikatorer som antalet lediga platser och varsel om uppsägning tyder på en fortsatt stark utveckling på arbetsmarknaden. Sysselsättningen väntas framöver växa i takt med befolkningsutvecklingen. Eftersom andelen av befolkningen som tillhör grupper med lågt arbetskraftsdeltagande ökar kommer emellertid också tillväxten i arbetskraftsdeltagandet att minska (se diagram 4:9 samt fördjupningen "Invandring – möjlighet och utmaning").

Riksbanken bedömer att det för närvarande finns lediga resurser på arbetsmarknaden (se diagram 4:10). Sysselsättningen kan därmed fortsätta att växa utan några allvarigare flaskhalsproblem. Sammantaget bedöms arbetslösheten sjunka långsamt ned mot en nivå strax under 7 procent mot slutet av prognosperioden (se diagram 4:11).

Arbetskostnaderna per producerad enhet stiger under prognosperioden

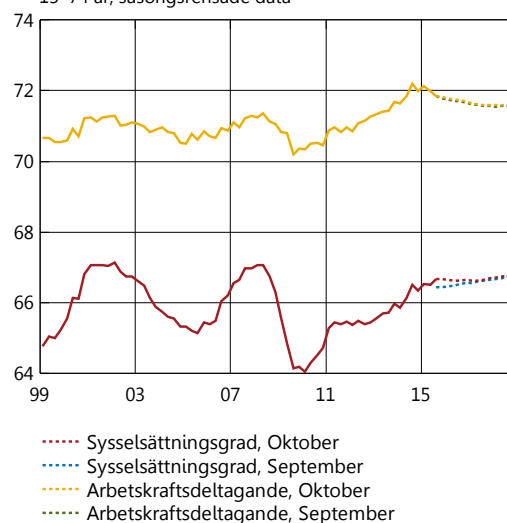
Under nästa år löper närmare 500 kollektivavtal ut och avtalen, som berör ungefär 3 miljoner anställda, kommer att förhandlas om. Riksbanken bedömer att ett högre resursutnyttjande och en stigande inflation bidrar till högre nominella löneökningar de kommande åren. Löneökningstakten, det vill säga summan av avtalsmässiga löneökningar och löneökningar utöver avtal, bedöms stiga från 2,6 procent i år till närmare 3,5 procent 2018.

Arbetskraftskostnaderna innefattar förutom löner också lagstadgade och avtalsenliga arbetsgivaravgifter. Den slojade nedsättningen av sociala avgifter, som genomförs i två steg med start den 1 augusti 2015, innebär att arbetskraftskostnaderna ökar något snabbare än lönerna i år och nästa år, för att därefter öka i linje med lönerna.

Utvecklingen av arbetskraftskostnader och produktivitet innebär att arbetskraftskostnaderna per producerad enhet väntas växa med nära 2 procent under perioden 2016–2018 (se diagram 4:12).

Diagram 4:9. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande

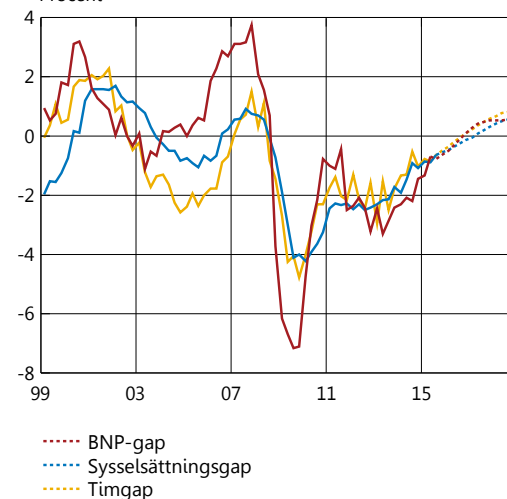
Sysselsättning och arbetskraft i procent av befolkningen, 15–74 år, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:10. BNP-gap, sysselsättningsgap och timgap

Procent

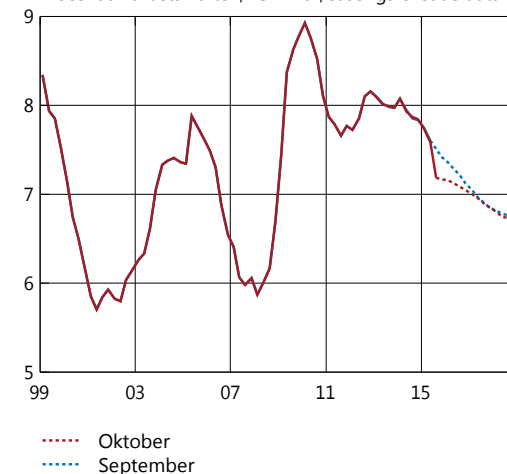


Anm. BNP-gap avser BNP:s avvikelser från sin trend beräknat med en produktionsfunktion. Tim- respektive sysselsättningsgap avser arbetade timmar och antal sysselsattas avvikelser från Riksbankens bedömda trender.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:11. Arbetslöshet

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Långsamt starkare krona framöver

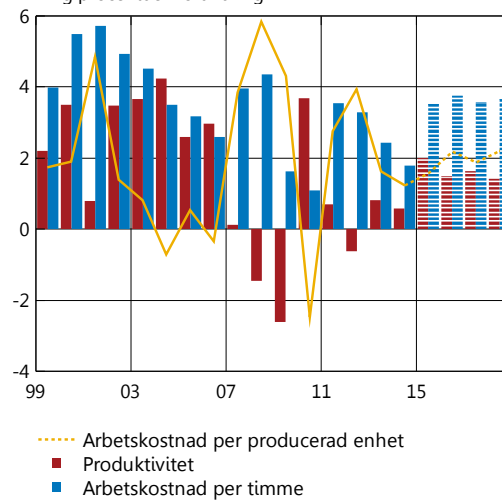
Kronans försvagning sedan våren 2013 har bidragit till högre priser på importerade varor och tjänster och har varit en viktig drivkraft bakom uppgången i inflationen sedan ett och ett halvt år tillbaka. Jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i september är dock kronan något starkare i närtid. Framöver väntas kronan ligga kvar på nuvarande nivåer en tid innan den åter stärks i långsam takt (se diagram 1:6). På grund av den mer expansiva penningpolitiken bedöms kronan vara något svagare mot slutet av prognosperioden jämfört med bedömningen i september.

Ökade kostnader och stigande resursutnyttjande ger högre inflation framöver

Den underliggande inflationen i Sverige stiger, vilket är särskilt tydligt om man ser på mått som exkluderar priser på energi. En viktig förklaring till detta är de senaste årens försvagning av kronan som bidragit till att driva upp importpriserna. Priserna på importerade konsumtionsvaror har ökat i snabbare takt i år än i fjol. Till en början slog den svagare växelkursen igenom främst på vissa livsmedelspriser, men de senaste månaderna har även priserna på kläder och skor påverkats tydligt. Den gradvisa förstärkning av kronan som förutses under prognosperioden innebär att de positiva bidragen till inflationen från växelkursen efter hand klingar av.

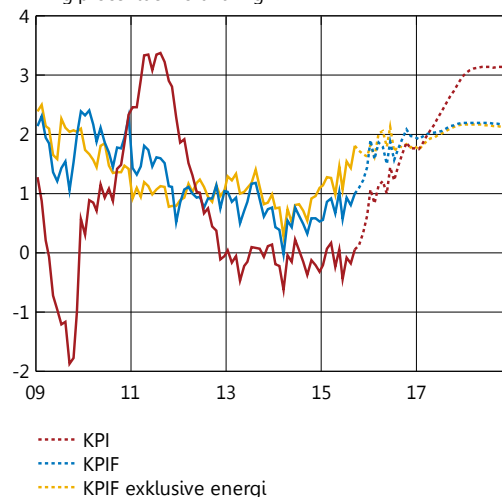
På sikt bidrar en starkare konjunktur i omvärlden både till högre internationella priser och en högre efterfrågan på svenska varor och tjänster. Detta medför, tillsammans med en successivt starkare inhemsk efterfrågan, att företagen lättare kan höja priserna i takt med ett högre resursutnyttjande och stigande kostnadstryck. Från 2016 bidrar också skattehöjningar till högre inflation. Begränsningen i avdragen för RUT och ROT påverkar inflationen under 2016, medan ändrad indexering av energiskatter höjer inflationen under hela prognosperioden. Höjda arbetsgivaravgifter för unga bedöms pressa upp inflationen gradvis de kommande åren. Inflationen, mätt med KPIF exklusive energi väntas stiga successivt innan en stabilisering kring 2 procent nås under 2017 (se diagram 4:13). Inflationsprognosen har reviderats ned något jämfört med prognosen i september. Det beror delvis på lägre inflationsutsikter i omvärlden, kopplat till osäkerheten kring den globala återhämtningen, men också på att det nu bedöms krävas en något starkare efterfrågan för att stabilisera inflationen runt 2 procent när de positiva bidragen till inflationen från växelkursen klingar av.

Diagram 4:12. Kostnadstryck i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:13. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Skillnaden mellan KPI och KPIF

I KPI ingår räntekostnader för egnahemsboende. Det innebär att inflationen, mätt med KPI, direkt påverkas av ränteförändringar. Om penningpolitiken blir mer expansiv genom att räntan sänks, sjunker också KPI, trots att syftet med sänkningen är att höja inflationstrycket i ekonomin. För att korrigera inflationstakten för de direkta effekterna av förändrade bostadsräntor publicerar SCB på uppdrag av Riksbanken måttet KPIF. I det måttet hålls räntesatsindexet konstant men förändringar i fastighetspriserna får samma effekt på KPIF som på KPI. De senaste 20 åren har räntorna sjunkit trendmässigt. Därmed har KPI i genomsnitt varit lägre än KPIF. På lång sikt, när räntan har stabiliserats, kommer ökningstakten i KPI och KPIF att bli densamma.

De senaste åren har KPIF-inflationen mestadels varit lägre än ökningstakten i KPIF exklusive energi. Både fallande el- och drivmedelspriser har bidragit till denna utveckling. Framöver väntas dock priserna på både el och drivmedel att stiga. Därmed ökar KPIF i ungefär samma takt som KPIF exklusive energi under den senare delen av prognosperioden.

Liksom i fallet med energipriserna, väntas räntekostnaderna vända upp efter de senaste årens nedgång. Efter hand kommer KPI-inflationen därmed att överstiga ökningstakten i KPIF. KPIF-inflationen är något lägre än i föregående prognos och följer nedrevideringen av KPIF exklusive energi. Till följd av att ränteprognosen är lägre jämfört med i september blir också nedrevideringen av KPI-inflationen större än för KPIF.

Fördjupning: Invandring – möjlighet och utmaning

Den demografiska utvecklingen är en central faktor för tillväxt och offentliga finanser på längre sikt. I Sverige har den arbetsföra befolkningen vuxit kontinuerligt tack vare nettoinvandringen, vilket har motverkat den demografiska utvecklingen med en åldrande befolkning. Den humanitära katastrofen till följd av kriget i Mellanöstern har lett till en kraftig ökning av antalet människor som är på flykt till Europa och Sverige. Den snabbt ökande asylinvandringen kommer att ställa stora krav på arbetsmarknaden framöver. För att på bästa sätt ta till vara den potential som den ökade invandringen innebär är det mycket viktigt deras etablering på den svenska arbetsmarknaden blir mer effektiv. Arbetskraftsdeltagandet har stigit bland utlandsfödda de senaste åren, men det är fortfarande för få som kommer i arbete.

Tillväxten i den arbetsföra befolkningen hålls uppe av de utlandsfödda

Hur tillväxt och offentliga finanser i ett land utvecklas på sikt beror till stor del på hur dess befolkning förändras. Sverige har, likt många västerländska länder, en åldrande befolkning. Den demografiska försörjningskvoten har ökat sedan mitten av 2000-talet och fram till år 2030 väntas försörjningskvoten stiga med ytterligare 9 procentenheter till nästan 84 procent.¹⁰

Sverige är ett land där den arbetsföra befolkningen växer tack vare nettoinvandring. Detta bidrar till att dämpa uppgången i försörjningskvoten. Det beror på att en stor del av de utlandsfödda är i arbetsför ålder. Omkring 75 procent är i åldern 20–64 år, medan motsvarande siffra för den svenskfödda populationen är betydligt lägre, 54 procent.

Asylinvandringen påverkar befolkningstillväxten

SCB:s befolkningsprognoser har kontinuerligt reviderats upp de senaste åren (se diagram 4:14). I den senaste prognosen, som publicerades i maj 2015, beräknades drygt 400 000 fler personer ingå i den arbetsföra befolkningen 2030 jämfört med föregående prognos. Upprederingen förklarades helt av den ökade invandringen. I prognosen ökar den arbetsföra befolkningen med drygt 820 000 personer 2015–2030 (se diagram 4:15).

I ljuset av dagens flyktingsituation är befolkningsprognosen redan utdaterad. Den humanitära katastrofen innebär att ett kraftigt ökat antal människor söker skydd i Europa. I dagarna har Migrationsverket därför kraftigt reviderat upp prognosen för antalet asylsökande till Sverige. Jämfört med prognosen som beaktades i SCB:s befolkningsframskrivning är det en fördubbling, från cirka 80 000 till cirka 160 000 personer i år, och en kraftig ökning, från 80 000 till 135 000, nästa år¹¹. Eftersom detta är ett viktigt underlag till SCB kommer därmed prog-

nosen för den totala ökningen av befolkningen också att revideras upp när SCB gör nästa befolkningsprognos.¹²

Riksbankens prognoser

Det är för tidigt att bedöma vilka makroekonomiska effekter den ökade invandringen för med sig. Utvecklingen beror bland annat på vilka politiska lösningar som kommer till stånd i Sverige och i Europa. Riksbanken följer utvecklingen noga och prognoserna kommer successivt att justeras. På kort sikt kan den ökade asylinvandringen innebära positiva effekter för tillväxten i form av både högre privat och offentlig konsumtion, då efterfrågan ökar på till exempel mat, bostäder, utbildning och omsorg. Högre efterfrågan kan också generera högre sysselsättning i form av till exempel lärare, vårdpersonal och byggarbetare. Den ökade offentliga konsumtionen som krävs för att tillgodose dessa behov ökar samtidigt de offentliga utgifterna.

På längre sikt är ett ökat antal personer i den arbetsföra befolkningen positivt då arbetskraftsutbudet och därmed sysselsättningen kan växa mer. En högre befolkningsprognos kommer att påverka Riksbankens prognoser för utvecklingen på arbetsmarknaden. Jämfört med nu liggande arbetsmarknadsprognos kan arbetskraften förväntas växa snabbare. Men osäkerheten är stor både om hur snabbt de nyanlända kan komma in i arbetskraften och i sysselsättning.

Arbetskraftsdeltagandet bland utlandsfödda har stigit...

För att på bästa sätt ta till vara på den potential den ökade invandringen innebär är det mycket viktigt att de nyanlända snabbt kan etablera sig på arbetsmarknaden. Jämfört med många andra länder är arbetskraftsdeltagandet i Sverige högt, ungefär 72 procent. Arbetskraftsdeltagandet är generellt lägre bland utlandsfödda, men skillnaden jämfört med svenskfödda har minskat de sen-

¹⁰ Den demografiska försörjningskvoten är ett mått som beskriver antalet barn och äldre i förhållande till antal personer i yrkesaktiv ålder, 20–64 år.

¹¹ Se "Verksamhets- och utgiftsprognos Oktober 2015", Migrationsverket 2015.

¹² Hur stor den sammantagna effekten av den ökade asylinvandringen blir på befolkningsprognosen beror på flera beräkningsantaganden som SCB gör avseende till exempel återutvandring och anhöriginvandring.

aste åren (se diagram 4:16). Ett fortsatt ökat arbetskraftsdeltagande bland utlandsfödda är viktigt för en gynnsam utveckling av den aggregerade arbetskraften, och därmed den aggregerade sysselsättningen, framöver.

...men sysselsättningsgraden har inte hängt med

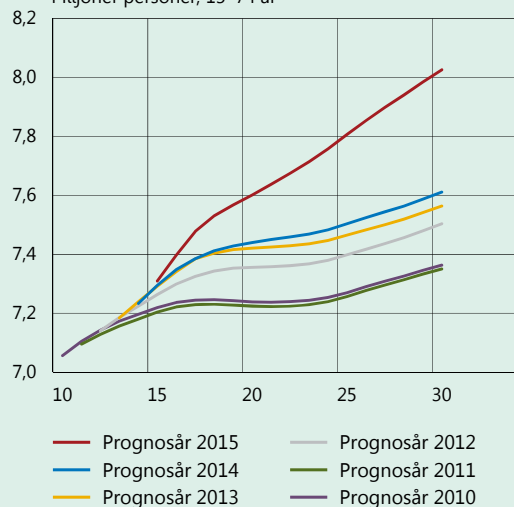
Den svenska arbetsmarknaden fungerar bra på många sätt med hög aggregerad sysselsättningsgrad. Men det råder fortfarande stor skillnad i sysselsättningsgrad mellan svensk- och utlandsfödda (se diagram 4:16). Sysselsättningsgraden bland samtliga utlandsfödda har visserligen återhämtat sig till ungefär samma nivå som före finanskrisen 2008–2009, men för personer som är födda utanför Europa har sysselsättningsgraden legat förhållandevis stilla strax under 55 procent de senaste åren.

Etableringen på svensk arbetsmarknad tar förhållandevis lång tid

I jämförelse med andra länder har Sverige en hög andel flykting- och anhöriginvandring, vilket bidrar till att etableringen på arbetsmarknaden för dessa grupper tar förhållandevis lång tid. Arbetsförmedlingens verksamhetsstatistik visar att jobbchanserna för utrikes födda är låga, det gäller i synnerhet de som är födda utanför Europa. Att invandringen nu ökar kraftigt på kort tid innebär att etableringen på den svenska arbetsmarknaden riskerar att ta ännu längre tid framöver. Situationen är exceptionell och innebär en stor utmaning för ett, i dagsläget, underdimensionerat svenskt mottagningssystem. Hög belastning medför att handläggningstiderna riskerar att förlängas vilket fördröjer besked om uppehållstillstånd, möjligheten att hitta boende och möjligheten att komma in i etableringsprogram.¹³

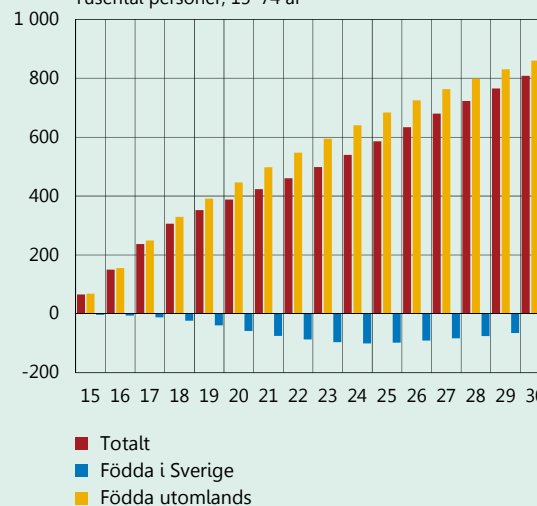
Det finns inga enkla lösningar för att de nyanlända snabbt ska etablera sig på arbetsmarknaden. Utöver att förbättra själva asylprocessen behövs åtgärder för att förbättra arbetsmarknadens funktionssätt och sänka trösklarna in på arbetsmarknaden.¹⁴ En viktig faktor är också en väl fungerande bostadsmarknad och behovet av ett ökat bostadsbyggande har tilltagit. Den mycket expansiva penningpolitiken bidrar till att öka efterfrågan i ekonomin och på så sätt också till högre efterfrågan på arbetskraft, men de strukturella utmaningarna på arbetsmarknaden kan inte penningpolitiken lösa.

Diagram 4:14. Befolkningen i arbetsför ålder
Miljoner personer, 15–74 år



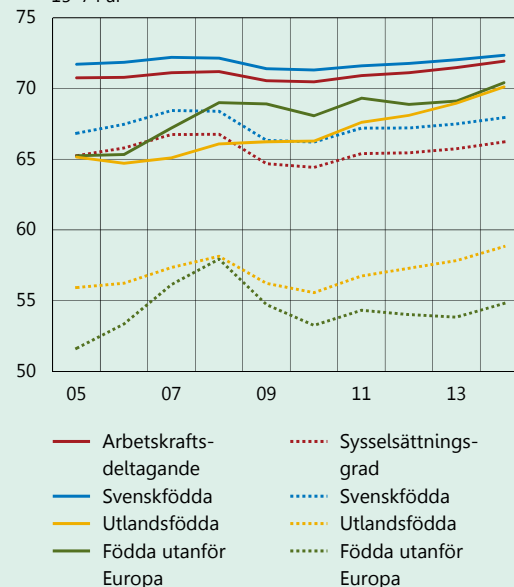
Källa: SCB Befolkningsprognosen 2010–2015

Diagram 4:15. Ackumulerad befolkningsökning
Tusental personer, 15–74 år



Källa: SCB Befolkningsprognoser

Diagram 4:16. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande
Sysselsättnings- och arbetskraft i procent av befolkningen, 15–74 år



Källa: SCB Arbetskraftsundersökningarna (AKU)

¹³ Migrationsverket beräknar att den förväntade handläggningstiden för den som söker asyl idag är mellan 15 och 24 månader.

¹⁴ Se "2015 Article IV Consultation with Sweden Concluding Statement of the IMF Mission" och "Konjunkturinstitutets lönebildningsrapport 2015".

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporäntepronos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2015 kv 3	2015 kv 4	2016 kv 1	2016 kv 4	2017 kv 4	2018 kv 4
Reporänta	-0,3	-0,4 (-0,4)	-0,4 (-0,4)	-0,4 (-0,2)	0,1 (0,4)	0,7

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2014	2015	2016	2017	2018
KPI	-0,2	0,0 (0,0)	1,4 (1,8)	2,4 (2,8)	3,1
KPIF	0,5	0,9 (0,9)	1,8 (2,0)	2,1 (2,2)	2,2
KPIF exkl. energi	0,7	1,4 (1,4)	1,8 (2,0)	2,0 (2,1)	2,1
HIKP	0,2	0,8 (0,8)	1,7 (1,8)	2,1 (2,1)	2,2

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	2018
Reporänta	0,5	-0,3 (-0,3)	-0,4 (-0,3)	-0,1 (0,2)	0,5
10-årsränta	1,8	0,8 (0,8)	1,3 (1,5)	2,3 (2,5)	3,0
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	106,7	112,7 (113,0)	110,4 (110,1)	107,3 (106,3)	105,6
Offentligt finansiellt sparande*	-1,7	-1,1 (-1,4)	-0,6 (-0,8)	-0,3 (-0,4)	-0,1

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2014	2015	2016	2017	2018
Euroområdet	0,14	0,46	0,9	1,5 (1,3)	1,7 (1,7)	2,0 (2,0)	2,1
USA	0,16	0,09	2,4	2,5 (2,5)	2,7 (3,0)	2,5 (2,8)	2,1
Japan	0,05	0,03	-0,1	0,7 (0,6)	0,7 (0,7)	0,4 (0,4)	0,5
Kina	0,15	0,08	7,5	6,8 (6,6)	6,4 (6,3)	6,1 (6,1)	6,0
KIX-vägd	0,75	1,00	2,0	2,0 (1,9)	2,2 (2,3)	2,5 (2,6)	2,5
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,4	3,1 (3,2)	3,6 (3,7)	3,8 (3,8)	3,8

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen enligt IMF. Konjunkturinstitutet uppdaterar vikterna för kronindexet KIX i början av varje år, med tre års eftersläpning. Siffrorna i tabellen är baserade på nya KIX-vikter för 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	2018
Euroområdet (HIKP)	0,4	0,1 (0,1)	1,0 (1,0)	1,6 (1,7)	1,8
USA	1,6	0,2 (-0,2)	1,9 (1,7)	2,5 (2,8)	2,5
Japan	2,7	0,9 (0,9)	1,4 (1,4)	2,1 (2,1)	2,1
KIX-vägd	1,4	1,2 (1,1)	1,8 (1,8)	2,3 (2,4)	2,3

	2014	2015	2016	2017	2018
Styrränta i omvärlden, procent	0,2	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,3 (0,4)	0,6
Råoljepris, USD/fat Brent	99,6	54,7 (54,4)	53,9 (53,4)	58,5 (58,6)	61,0
Svensk exportmarknad	3,0	1,8 (2,5)	4,2 (4,8)	5,0 (5,3)	5,1

Anm. Styrränta i omvärlden avser en sammanvägning av USA, euroområdet, Norge och Storbritannien. Översyn av ingående utfallsserier har lett till revideringar av svensk exportmarknad, främst 2014 och 2015.

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

Tabell 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2014	2015	2016	2017	2018
Hushållens konsumtion	2,2	2,2 (2,2)	2,6 (3,0)	2,9 (2,8)	2,6
Offentlig konsumtion	1,6	1,9 (2,3)	2,7 (2,8)	1,9 (1,9)	1,8
Fasta bruttoinvesteringar	7,6	5,6 (4,3)	5,6 (5,9)	4,6 (4,5)	4,4
Lagerinvesteringar*	0,1	-0,1 (0,0)	0,2 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0
Export	3,5	4,0 (3,8)	4,8 (5,4)	4,4 (4,9)	4,7
Import	6,3	2,9 (2,9)	6,2 (6,2)	5,4 (5,8)	5,9
BNP	2,3	3,3 (3,1)	3,0 (3,4)	2,7 (2,6)	2,3
BNP, kalenderkorrigerad	2,5	3,1 (2,8)	2,8 (3,2)	2,9 (2,9)	2,5
Slutlig inhemsk efterfrågan*	3,1	2,8 (2,6)	3,2 (3,5)	2,9 (2,9)	2,7
Nettoexport*	-0,9	0,6 (0,5)	-0,4 (-0,1)	-0,3 (-0,2)	-0,4
Bytesbalans (NR), procent av BNP	5,4	6,3 (6,7)	5,7 (6,2)	5,2 (5,6)	4,6

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 6. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2014	2015	2016	2017	2018
Folkmängd, 15–74 år	0,7	0,7 (0,8)	1,1 (1,1)	1,2 (1,2)	0,9
Potentiellt arbetade timmar	0,7	0,7 (0,7)	0,7 (0,8)	0,7 (0,8)	0,7
BNP, kalenderkorrigerad	2,5	3,1 (2,8)	2,8 (3,2)	2,9 (2,9)	2,5
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,8	1,1 (1,0)	1,3 (1,3)	1,3 (1,3)	1,0
Sysselsatta, 15–74 år	1,4	1,3 (1,2)	1,1 (1,2)	1,2 (1,3)	1,1
Arbetskraft, 15–74 år	1,3	0,8 (0,8)	0,8 (0,8)	1,0 (1,0)	0,9
Arbetslöshet, 15–74 år*	7,9	7,4 (7,6)	7,1 (7,2)	6,9 (6,9)	6,8

* 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	2018
Timplön, KL	2,8	2,6 (2,6)	3,1 (3,2)	3,4 (3,4)	3,5
Timplön, NR	1,8	3,2 (3,0)	3,2 (3,3)	3,6 (3,6)	3,7
Arbetsgivaravgifter*	0,0	0,3 (0,3)	0,5 (0,5)	0,0 (0,0)	0,0
Arbetskostnad per timme, NR	1,8	3,5 (3,2)	3,8 (3,8)	3,6 (3,6)	3,7
Produktivitet	0,6	2,0 (1,8)	1,5 (1,8)	1,6 (1,5)	1,4
Arbetskostnad per producerad enhet	1,2	1,5 (1,4)	2,2 (2,0)	1,9 (2,0)	2,2

* 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)