

# Penningpolitisk rapport

September 2016



Rättelse 2016-09-07

Fel i tabellbilagan har korrigerats.

## 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.<sup>1</sup> Rapporten innehåller en beskrivning av de framtida inflations- och konjunkturutsikterna baserad på den penningpolitik som Riksbanken för närvarande anser är 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 6 september 2016. Rapporten går att ladda ner i pdf-format på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) där det också finns mer information om Riksbanken.

---

<sup>1</sup> 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 realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bland annat en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Denna så kallade räntebana är en prognos, inte ett löfte.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan 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**

Global återhämtning i måttlig takt medan svensk ekonomi är stark 5

Den aktuella penningpolitiken 7

Osäkerhet och risker 9

## **KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden 13**

Utvecklingen internationellt 13

Finansiella förhållanden i Sverige 15

## **KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget 18**

Inflation 18

Global och svensk konjunktur 19

## **KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna 23**

Omvärlden 23

Sverige 26

FÖRDJUPNING – Inför 2017 års avtalsrörelse 31

## **Tabeller 33**



## KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Återhämtningen i omvärlden fortsätter i en förhållandevis måttlig takt. Den ekonomisk-politiska osäkerheten är fortfarande stor, bland annat till följd av resultatet av den brittiska folkomröstningen. Konjunktursignalerna har inte varit entydiga efter valresultatet och det är ännu för tidigt att dra tydliga slutsatser om effekterna. Både omvärldens och svensk ekonomi har utvecklats i stort sett i linje med Riksbankens prognos. Den svenska konjunkturen har stärkts snabbt och utvecklingen väntas vara fortsatt stark de närmaste åren. Resursutnyttjandet stiger ytterligare och blir högre än normalt, vilket skapar förutsättningar för inflationen att fortsätta stiga. Inflationen väntas nå 2 procent under 2017.

Den expansiva penningpolitiken med en negativ reporänta och köp av statsobligationer har bidragit till den positiva utvecklingen i svensk ekonomi, med hög tillväxt, fallande arbetslöshet och stigande inflation. Den samlade bilden av konjunktur- och inflationsutsikterna har inte ändrats nämnvärt sedan den penningpolitiska rapporten i juli och penningpolitiken behöver vara fortsatt expansiv för att ge stöd åt svensk ekonomi och den stigande inflationen. Reporäntan lämnas oförändrad på -0,50 procent och väntas börja höjas långsamt först under andra halvåret 2017 då inflationen bedöms vara nära 2 procent. Köpen av statsobligationer fortsätter under den resterande delen av 2016, så som beslutades i april. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen. Riksbanken har en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om så skulle behövas.

### Global återhämtning i måttlig takt medan svensk ekonomi är stark

Den ekonomisk-politiska osäkerheten bedöms vara fortsatt stor i vår närmiljö efter att det brittiska folket röstat för ett utträde ur EU. Svängningarna på de finansiella marknaderna har däremot dämpats. I Storbritannien har resultatet i folkomröstningen lett till betydande osäkerhet och ökad pessimism. Förtroendeeffekterna i de flesta andra länder i Europa har hittills varit små, men det är ännu för tidigt att säga hur den övriga världen kommer att påverkas. Osäkerheten om utvecklingen framöver är därför fortsatt stor.

Den globala återhämtningen väntas fortsätta, om än i en förhållandevis måttlig takt. Konjunkturen förbättras i flera tillväxtländer, vilket bidrar till återhämtningen. Det ekonomiska läget bedöms också fortsätta att stärkas i USA och euroområdet, understödd av en expansiv penningpolitik.

Prognosen för omvärldens BNP-tillväxt i de länder som är viktigast för svensk ekonomi (KIX-viktad) är i stort sett oförändrad. För 2016 och 2017 ligger tillväxten nära 2 procent och för 2018 ligger den något högre, på 2,3 procent.

Inflationen i omvärlden (KIX-viktad) stiger från en låg nivå i takt med att resursutnyttjandet gradvis tilltar. Ett stigande oljepris bidrar till att det negativa bidraget från energipriserna 2016 vänds till positiva bidrag 2017.

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Fortsatt stor ekonomisk-politisk osäkerhet sedan den brittiska folkomröstningen.
Den globala återhämtningen fortsätter i måttlig takt samtidigt som inflationen är låg i många länder och penningpolitiken mycket expansiv.
Konjunkturuppgången i svensk ekonomi fortgår och resursutnyttjandet blir högre än normalt de närmaste åren.
Inflationsförväntningarna har stigit trendmässigt sedan inledningen av 2015 och inflationsuppgången fortsätter.
Slutsats: fortsatt mycket expansiv penningpolitik så att inflationen når 2 procent under 2017.

Tabell 1:2.

Revideringar i prognosen
Prognosen för omvärldens BNP-tillväxt och inflation är i stort sett oförändrad.
Prognoseerna för svensk BNP och inflation är sammantaget endast marginellt reviderade.
Prognosen för den konkurrensvägsda växelkursen, KIX, är något svagare.

Omvärldens penningpolitik bedöms vara fortsatt expansiv för att stödja återhämtningen i konjunkturen och för att få upp den låga inflationen. Bank of England sänkte styrräntan i augusti och signalerade att ytterligare sänkningar kan komma längre fram. Man valde även att utöka sitt tillgångsköpsprogram och introducera ett program för lån till banker. Vid de penningpolitiska mötena i juli lämnade både den Europeiska centralbanken och Federal Reserve i USA styrräntorna oförändrade. I euroområdet ligger den för penningpolitiken styrande inlåningsräntan kvar på -0,40 procent och tillgångsköpen kommer att fortsätta åtminstone till och med mars 2017. Marknadsprissättningen indikerar en relativt stor sannolikhet för en räntehöjning från Federal Reserve under året men prissättningen ligger ändå, framför allt på lite längre sikt, klart lägre än medianprognosen från ledamöterna i Federal Reserves penningpolitiska kommitté.

### Svensk ekonomi fortsätter att vara stark

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige har varit stark under en tid, understödd av penningpolitiken (se diagram 1:1 och 1:2). BNP-tillväxten översteg 4 procent 2015 och arbetslösheten har fallit under ett par år. Tillväxten mattades visserligen av något under det första halvåret 2016, men väntas bli fortsatt relativt stark de närmaste åren, bland annat till följd av en gradvis högre tillväxt i omvärlden och den expansiva penningpolitiken. Jämfört med i juli är prognosen för BNP-tillväxten 2016 nedreviderad till följd av svagare utfall men i princip oförändrad därefter.

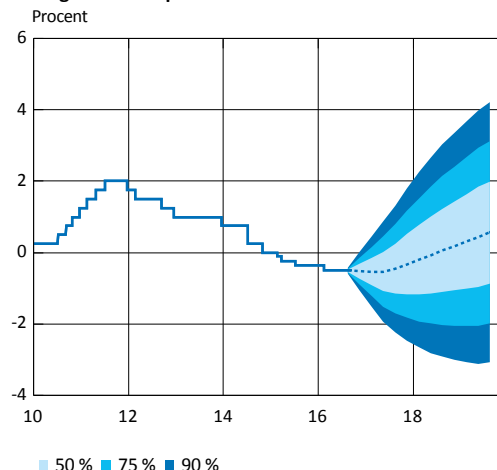
Den starka tillväxten innebär att läget på arbetsmarknaden fortsätter att förbättras och att arbetslösheten sjunker ytterligare. Flera indikatorer på resursutnyttjandet är nära eller något över sina historiska genomsnitt. Osäkerheten är dock stor och Riksbankens samlade bild är att resursutnyttjandet för närvarande är normalt. De närmaste åren blir de högre än normalt.

### Inflationen väntas nå 2 procent under 2017

Inflationen mätt med KPIF har stigit trendmässigt sedan 2014 och ligger nu strax under 1,5 procent (se diagram 1:3). Uppgången är bred och under 2016 har ökningstakten för såväl varu- som tjänstepriser varit högre än vad som har varit fallet de senaste åren. Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har KPIF både med och utan energipriser ökat något snabbare än väntat. Inflationen mätt med KPI har under en längre tid varit låg och hållits tillbaka av fallande räntekostnader. Under det senaste halvåret har den dock stigit och är för närvarande runt 1 procent (se diagram 1:4).

Förutsättningarna för en fortsatt uppgång i inflationen bedöms vara goda. Inflationen väntas fortsätta stiga gradvis i takt med att det allt högre inhemska resursutnyttjandet får genomslag på priserna och att pristrycket från omvärlden tilltar. Det generellt sett starkare ekonomiska läget bedöms dessutom göra det lättare för företagen att kunna höja sina

Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall

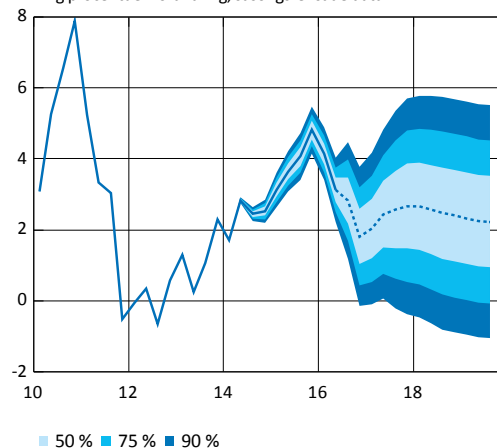


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel samt på riskpremiejusterade terminräntors prognosfel för perioden 1999 till dess att Riksbanken började publicera prognoser för reporäntan under 2007. Osäkerhetsintervallen tar inte hänsyn till att det kan finnas en nedre gräns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

Källa: Riksbanken

Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

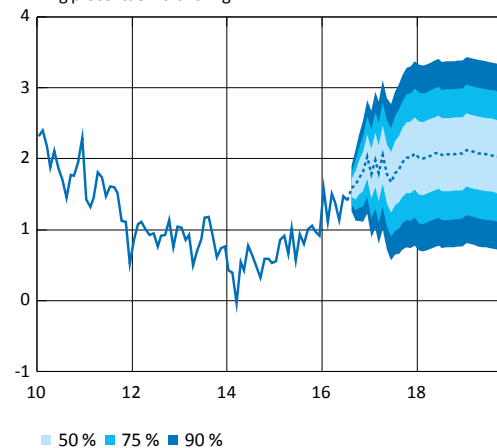


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. För BNP råder det osäkerhet även om utfallen eftersom nationalräkenskaperna revideras flera år efter första publicering.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken



priser och förbättra sina vinstandelar. Kronan försvagades i konkurrensvägda termer (KIX) efter den brittiska folkomröstningen och har under sommaren legat kvar på svagare nivåer. Under prognosperioden väntas kronan förstärkas långsamt. Den gradvisa förstärkningen bidrar till att dämpa inflationen något. Därför behöver inflationsuppgången framöver i större utsträckning drivas av prisökningar på varor och tjänster med mindre importinnehåll.

Inflationen bedöms nå 2 procent under 2017 mätt med både KPI och KPIF. Revideringarna av inflationsprognosen jämfört med den penningpolitiska rapporten i juli är överlag små (se diagram 1:5–1:7). Prognosen för kronan innebär en något svagare växelkurs jämfört med bedömningen i juli, men skillnaden är liten (se diagram 1:8).

## Den aktuella penningpolitiken

Penningpolitiken i Sverige har under en längre tid präglats av låg svensk inflation, stor osäkerhet om konjunkturutvecklingen i omvärlden och låga globala räntor. I denna miljö har svensk penningpolitik successivt förts i allt mer expansiv riktning för att värna inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen. Riksbanken har sänkt reporäntan till  $-0,50$  procent och genomfört omfattande köp av statsobligationer. I slutet av 2016 kommer dessa köp att uppgå till 245 miljarder kronor (se diagram 1:9).

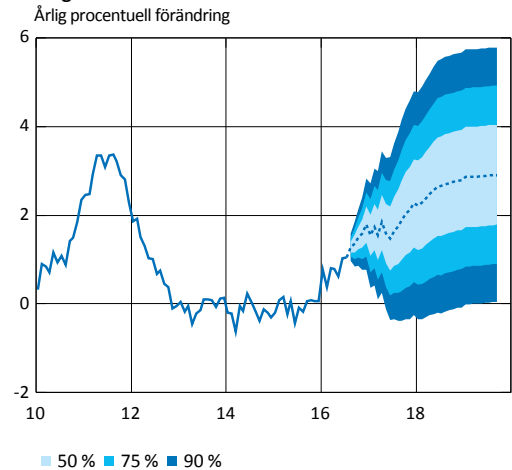
Syftet med den expansiva penningpolitiken är att inflationen ska stiga och stabiliseras runt målet på 2 procent och att inflationsförväntningarna ska hållas förenliga med inflationsmålet. Ett högt förtroende för inflationsmålet skapar förutsättningar för en väl fungerande pris- och lönebildning samt en god ekonomisk utveckling i Sverige.

### Penningpolitiken ger fortsatt stöd åt inflationsuppgången

Att Riksbanken har sänkt reporäntan under noll och genomfört omfattande köp av statsobligationer har haft ett brett genomslag och pressat ner många räntor. Den expansiva penningpolitik som bedrivs har bidragit till de senaste årens positiva utveckling i svensk ekonomi. BNP-tillväxten har varit hög och arbetsmarknaden har successivt stärkts med stigande sysselsättning och fallande arbetslöshet. Arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden är nu på en hög nivå och den samlade bilden är att resursutnyttjandet är normalt. Inflationen har stigit trendmässigt sedan början av 2014 och även om de allra senaste mätningarna visar något lägre inflationsförväntningar har också dessa stigit sedan inledningen av 2015 (se diagram 1:10).

Det penningpolitiska beslutet i juli präglades till stor del av osäkerheten i omvärlden, som ökade kraftigt i samband med den brittiska folkomröstningen om EU-medlemskapet. Resultatet av folkomröstningen har lett till ökad osäkerhet i Storbritannien medan effekterna varit små i andra länder. Det är dock för tidigt att bedöma de samlade effekterna. Den

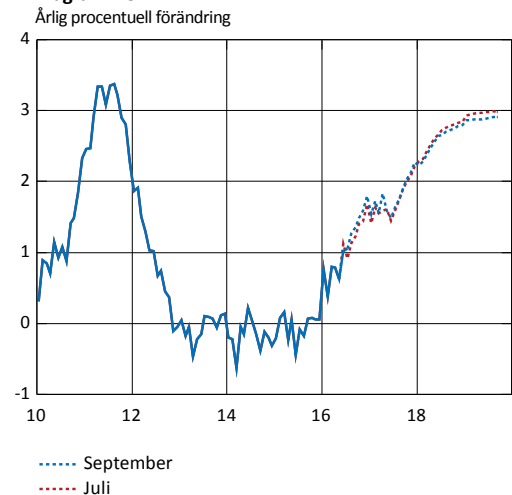
**Diagram 1:4. KPI med osäkerhetsintervall**



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

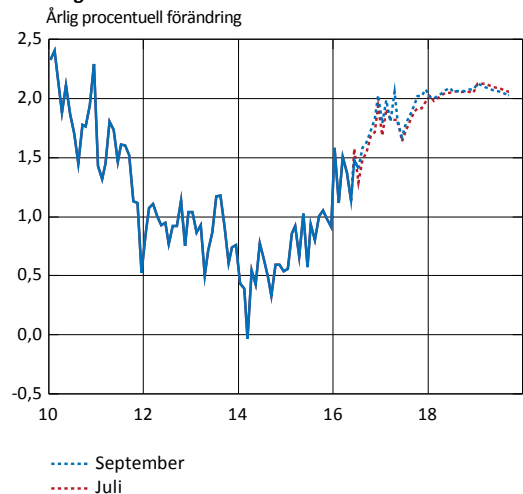
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:5. KPI**



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:6. KPIF**



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

stora ekonomisk-politiska osäkerheten kvarstår därmed, även om både omvärldens och svensk ekonomi har utvecklats i stort sett i linje med Riksbankens prognos.

Ett stigande resursutnyttjande i ekonomin påverkar normalt prisökningstakten med viss eftersläpning. Att tillväxten har varit hög och arbetsmarknaden har förbättrats under ett antal år innebär därmed att förutsättningarna för fortsatt stigande inflation finns på plats. Inflationen mätt med KPIF har stigit trendmässigt och väntas nå 2 procent under 2017. Inflationen har dock varit låg länge både i Sverige och i omvärlden och även om den väntas fortsätta stiga mot målet finns det osäkerhet om hur snabbt det kan ske. Expansiv penningpolitik i omvärlden innebär en risk för att kronan stärks snabbare än i prognosen, vilket skulle dämpa inflationsutsikterna.

Den samlade bilden av konjunktur- och inflationsutsikterna i Sverige är i stort sett oförändrad sedan i juli och bedömningen är liksom då att det behövs en fortsatt expansiv penningpolitik för att bibehålla den stigande trenden i inflationen. Reporäntan lämnas oförändrad på -0,50 procent och börjar höjas långsamt först under andra halvåret 2017 då inflationen väntas vara nära 2 procent (se diagram 1:11). Köpen av nominella och reala statsobligationer fortsätter under 2016, så som beslutades i april. Planen är att köpen ska uppgå till 245 miljarder kronor i slutet av 2016. Tills vidare återinvesteras också förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen för att upprätthålla expansiviteten i penningpolitiken.

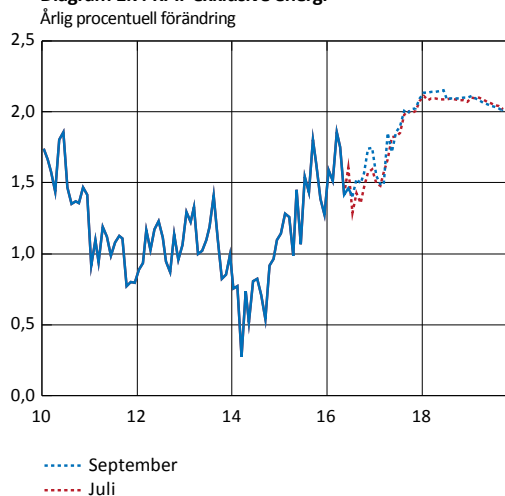
Penningpolitiken är alltså, precis som på flera andra håll i världen, mycket expansiv och kommer att vara så de kommande åren. Den reala reporäntan är exempelvis negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:12).

### Beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv

Utvecklingen i svensk ekonomi har varit positiv de senaste åren och även framöver bedöms konjunkturläget förbättras. Även om svensk ekonomi idag står väl rustad kan penningpolitiken behöva anpassas om det kommer negativa överraskningar. Om, och i så fall hur detta skulle ske beror i första hand på hur inflationsutsikterna skulle påverkas. Det viktiga för penningpolitiken är att inflationen trendmässigt närmar sig målet och att förtroendet för inflationsmålet inte försvagas.

Riksbanken har mot den bakgrunden en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om så skulle behövas. Det gäller även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena. Det finns fortfarande möjligheter att sänka reporäntan ytterligare, vilket avspeglas i reporäntebanan. Om det skulle behövas kan också köpen av värdepapper utökas, till exempel genom ytterligare köp av nominella och reala statsobligationer. Därtill kan Riksbanken vidta åtgärder i det penningpolitiska styrsystemet för att understödja den förda penningpolitiken. Riksbanken står dessutom fortsatt beredd

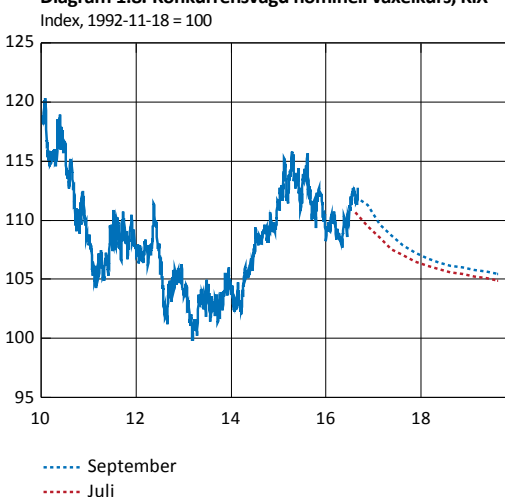
Diagram 1:7. KPIF exklusive energi



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

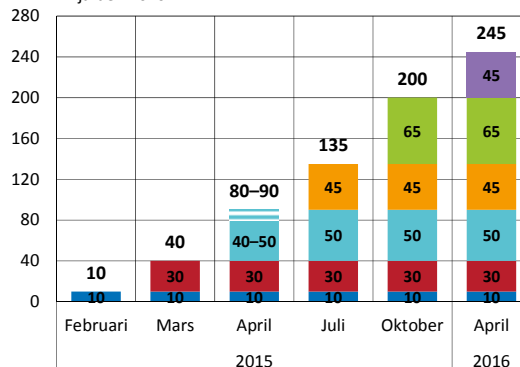
Diagram 1:8. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX



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 1:9. Riksbankens beslutade köp av statsobligationer



Anm. Köpen av statsobligationer kommer att pågå till slutet av 2016. Då Riksbanken avser att återinvestera kupongbetalningar på innehavet av nominella statsobligationer kommer inte det nominella beloppet att uppgå till exakt 245 miljarder kronor.

Källa: Riksbanken

att intervensera på valutamarknaden, om kronan stärks så snabbt att det hotar inflationsuppgången.

## Osäkerhet och risker

Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra. Detta illustreras av osäkerhetsintervallen 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. Och det är inte heller självklart hur penningpolitiken ska förhålla sig till osäkerhet och risker. Det finns tillfällen då man i den penningpolitiska avvägningen kan vilja ta speciell hänsyn till vissa risker som bedöms kunna få särskilt stora konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen. Men vid andra tillfällen kan man behöva avvakta mer information innan penningpolitiken anpassas.

### Osäkerhet kring inflationsprognosen

Det finns flera källor till osäkerhet kring prognosen för inflationen. Omvärldens utveckling är en sådan källa. Om konjunkturen i omvärlden skulle bli svagare än förväntat kan det innebära att efterfrågan på svensk export dämpas och att förtroendet bland svenska företag och hushåll försämras. Risken är då stor att arbetslösheten börjar stiga och att inflationen sjunker.

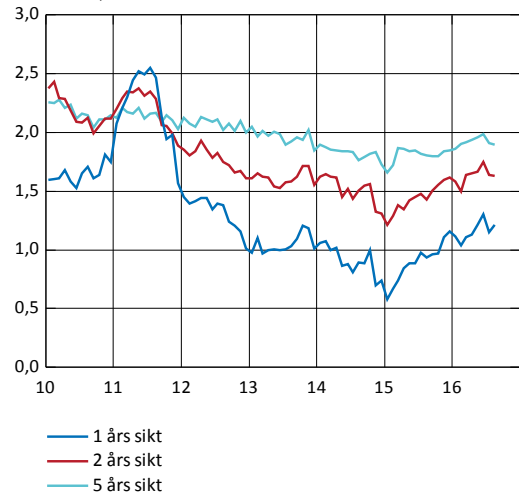
Effekterna på världsekonomin av ett brittiskt EU-utträde är en viktig osäkerhetsfaktor. De kraftiga rörelserna på de finansiella marknaderna i anslutning till folkomröstningen har visserligen dämpats men osäkerheten kan stiga igen när mer information om förhandlingarna mellan Storbritannien och EU blir tillgänglig. De mer långsiktiga konsekvenserna av ett brittiskt EU-utträde är också svåra att bedöma.

Läget i den europeiska banksektorn utgör en annan viktig omvärldsrisk. Börskurserna för flera europeiska banker föll kraftigt i samband med den brittiska folkomröstningen och har utvecklats betydligt svagare än börsen i övrigt under 2016. Många av bankerna har dålig lönsamhet och svaga balansräkningar vilket hämmar konjunkturåterhämtningen i euroområdet. Om bankernas problem förvärras kan det leda till att kreditgivningen stramas åt ytterligare, vilket skulle medföra ännu svagare återhämtning i euroområdet.

Det finns därutöver en fortsatt oro för en sämre utveckling i den kinesiska ekonomin.

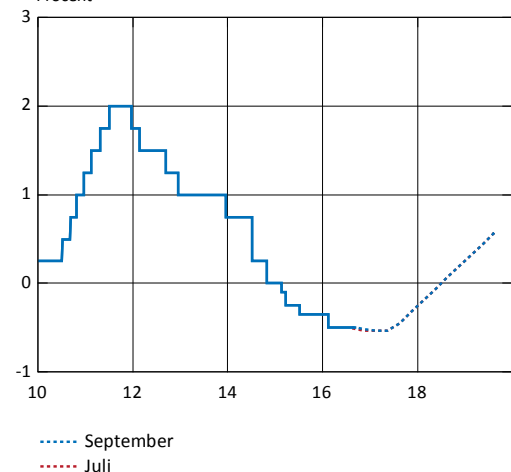
Kronan väntas gradvis förstärkas de närmaste åren. Men skulle denna förstärkning bli större eller gå snabbare än förväntat försämras förutsättningarna för exportindustrin. Det skulle dämpa efterfrågan och göra det svårare att nå inflationsmålet i den takt som prognosticerats. En stor och snabb förstärkning av växelkursen dämpar också inflationstakten via lägre prisökningar på importerade varor. Dessutom riskerar en alltför snabb växelkursförstärkning att påverka förtroendet

**Diagram 1:10. Inflationsförväntningar bland penningmarknadens aktörer**  
Procent, medelvärde



Källa: TNS Sifo Prospera

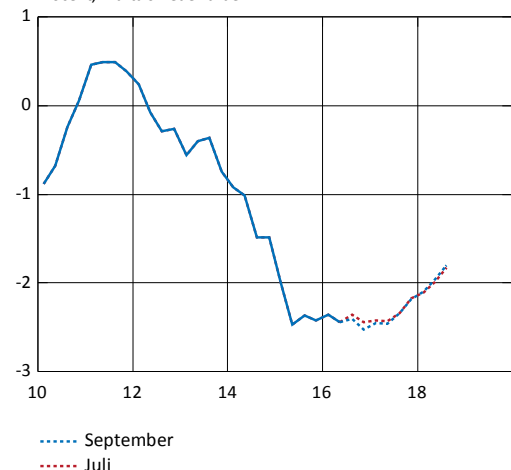
**Diagram 1:11. Reporänta**  
Procent



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

**Diagram 1:12. Real reporänta**  
Procent, kvartalsmedelvärden



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

Källor: SCB och Riksbanken

för inflationsmålet via lägre inflationsförväntningar. Denna risk är särskilt stor när inflationen varit låg under en längre tid.

Att inflationen stigit sedan början av 2014 beror bland annat på att en försvagad krona bidragit till att priserna på varor och tjänster med högt importinnehåll ökat. Det innebär att när kronan nu gradvis stärks behöver inflationsuppgången i större utsträckning drivas av prisökningar på varor och tjänster med mindre importinnehåll. Att resursutnyttjandet stiger och blir högre än normalt bör enligt historiska samband betyda att inflationen med viss eftersläpning ökar framöver. Men det är svårt att veta exakt hur snabbt det stigande resursutnyttjandet påverkar inflationen, vilket är en annan viktig källa till osäkerhet i inflationsprognosen.

Om inflationsutsikterna skulle försämrats och förtroendet för inflationsmålet försvagas kan penningpolitiken behöva bli ännu mer expansiv. Beredskapen att i så fall agera är hög.

Inflationen kan också stiga snabbare än i prognosen. Skulle den ekonomiska utvecklingen i Sverige bli bättre än förväntat kan resursutnyttjandet och därmed inflationen drivas upp snabbt. En betydligt svagare krona eller snabbt stigande energipriser är två andra faktorer som kan leda till att inflationen blir högre än förväntat. Inflationen har dock underskridit målet under en lång tid och skulle inflationen tillfälligt bli högre än i prognosen behöver det inte innebära att penningpolitiken måste göras mindre expansiv i närtid.

### Risker med låg inflation

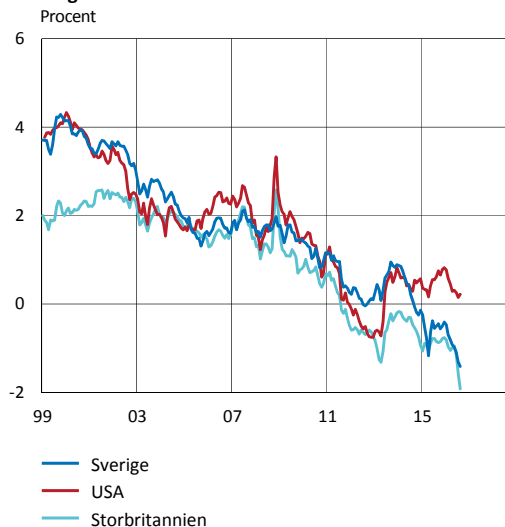
När inflationsförväntningarna är väl förankrade kring Riksbankens inflationsmål på 2 procent blir det lättare för penningpolitiken att nå målet. Om inflationen ligger under inflationsmålet en längre tid riskerar inflationsförväntningarna att bita sig fast på alltför låga nivåer. Detta kan skapa osäkerhet för hushåll och företag som ska fatta olika ekonomiska beslut. Till exempel kan det bli svårare för enskilda företag att bedöma hur de egna kostnaderna och intäkterna kommer att utvecklas, vilket kan påverka investeringar och nyanställningar negativt. Förankrade inflationsförväntningar är särskilt viktiga för att lönebildningen ska fungera väl. En väl fungerande lönebildning lägger i sin tur grunden för en god utveckling på arbetsmarknaden och i förlängningen också en stabil prisutveckling.

En låg inflation kan dessutom försvåra anpassningen av reallönerna. Det beror på att nominallönerna vanligtvis stiger och sällan sänks, vilket kan medföra högre arbetslöshet och i förlängningen ytterligare en press nedåt på inflationen.

### Risker med låga och negativa räntor

Centralbankernas styrräntor har varit låga och i vissa fall negativa under en tid. Det beror framför allt på en nedåtgående trend i realräntan men även på en expansiv penningpolitik (se diagram 1:13). Den expansiva penningpolitiken i Sverige och i andra länder är nödvändig för att stimulera den ekonomiska tillväxten och motverka riskerna med alltför låg inflation.

Diagram 1:13. Realräntor



Anm. 10-årsränta på reala statsobligationer i Sverige, Storbritannien och USA. Svenska realräntan är nollkupongsräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel-metoden.

Källor: Bank of England, Federal Reserve, Thomson Reuters och Riksbanken

### KPI, KPIF och HIKP

Det vanligaste måttet på inflation i Sverige är konsumentprisindex, KPI. KPI är målvariabel för penningpolitiken men syftet med måttet är också att beräkna den påverkan prisförändringar har på hushållens levnadskostnader och det används bland annat för att räkna ut prisbasbeloppet. I KPI ingår hushållens räntekostnader för boende som direkt påverkas av Riksbankens reporänta. Därför är det ibland lämpligt att i stället titta på KPIF, där bostadsräntorna hålls konstanta. En reporäntesänkning får inte något direkt genomslag på inflationen via lägre boräntor i KPIF, vilket den får i KPI. Det EU-harmoniserade inflationsmåttet HIKP påverkas inte heller direkt av förändrade bostadsräntor eftersom hushållens boendekostnader till stor del utelämnas. Till skillnad från KPI syftar HIKP inte till att vara ett levnadskostnadsindex, utan är i stället tänkt att vara ett mått som är bra för penningpolitiska ändamål. HIKP kallas därför ofta ett inflationsindex och är målvariabel för penningpolitiken i bland annat euroområdet och Storbritannien. Att KPI, KPIF och HIKP har olika syften innebär att de beräknas på delvis olika sätt. Trots skillnaderna i konstruktion är inflationen mätt med HIKP och KPIF likartad, medan KPI-inflationen varierar mer.

Negativa styrräntor har varit mycket sällsynta historiskt sett. Det har därför funnits en viss osäkerhet om huruvida den penningpolitiska transmissionsmekanismen fungerar som vanligt när styrräntor är negativa. Erfarenheterna så här långt tyder på att genomslaget på korta marknadsräntor varit i stort sett normalt. Flertalet av de korta räntorna har fallit i ungefär samma takt som styrräntan och blivit negativa. Riksbankens bedömning är därför att penningpolitiken haft ett tydligt genomslag på ekonomin och att det hittills inte uppstått några större problem direkt kopplade till Riksbankens negativa reporänta (se även fördjupningen "Perspektiv på den negativa reporäntan" i den penningpolitiska rapporten i juli).

Samtidigt kan det låga ränteläget leda till att tillgångar övervärderas och att olika typer av risker inte prissätts fullt ut, vilket kan öka sårbarheten i det finansiella systemet. De svenska bostadspriserna har ökat under en längre tid. Enligt Riksbankens analys är värderingen på den svenska bostadsmarknaden hög i ett historiskt perspektiv. Detta, tillsammans med en allt högre skuldsättning i hushållssektorn och att en allt större del av lånen är till rörlig ränta, har gjort både hushållen och bankerna mer sårbara.

Det låga ränteläget är en av orsakerna till den kraftiga skulduppbyggnaden och de stigande bostadspriserna. Hushållens skulder som andel av deras disponibla inkomster fortsätter att öka under prognosperioden (se diagram 1:14). I slutet av prognosperioden bedöms andelen vara runt 195 procent. En utveckling där skulderna stiger i snabbare takt än inkomsterna är inte långsiktigt hållbar. Bostadspriserna fortsätter också att stiga även om ökningstakten har avtagit en del den senaste tiden (se diagram 1:15). Amorteringskravet samt att bolåneräntorna har slutat falla efter en längre tids nedgång har sannolikt bidragit till den lägre prisökningstakten.

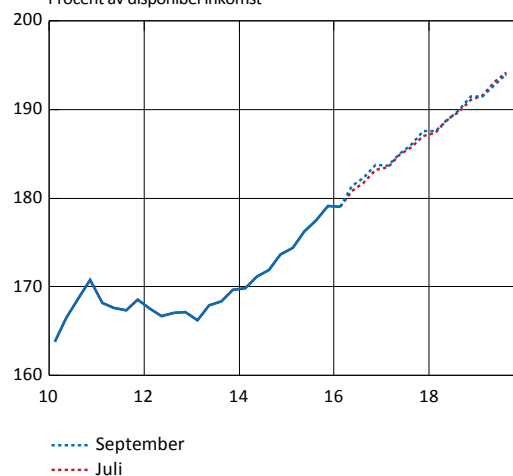
Höga skulder kan vara särskilt problematiska om den ekonomiska utvecklingen skulle bli betydligt sämre än förväntat. Högt skuldsatta hushåll kan då bli tvungna att minska sin konsumtion. Detta skulle kunna förstärka den ekonomiska inbromsningen ytterligare, i synnerhet om bostadspriserna dessutom börjar falla.

### Riskerna med hushållens skuldsättning kvarstår – brådskande att vidta åtgärder

De stigande bostadspriserna och hushållens ökande skuldsättning skapar allt större risker för den finansiella och makroekonomiska stabiliteten. Finansinspektionen har vidtagit åtgärder som amorteringskrav, bolånetak och riskviktsgolv för bolån för att dämpa utvecklingen och minska riskerna. Men ytterligare åtgärder behövs, särskilt i ett läge som präglas av låga räntor.<sup>2</sup> Bostadsmarknaden behöver reformeras så att det blir bättre balans mellan utbud och efterfrågan. Det är även viktigt med reformer som minskar hushållens vilja eller

Diagram 1:14. Hushållens skulder

Procent av disponibel inkomst

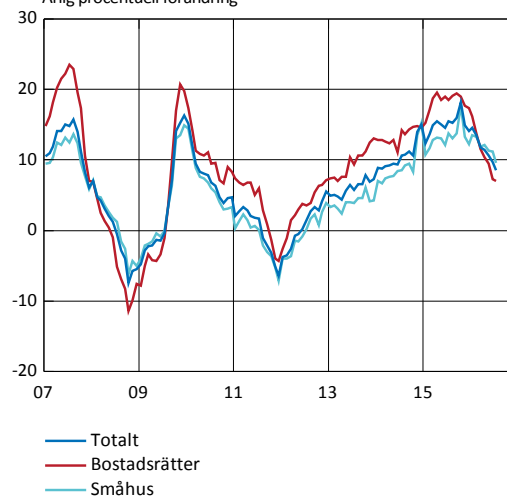


Anm. Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster summerade över de senaste fyra kvartalen.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:15. Bostadspriser

Årlig procentuell förändring



Källa: Valueguard

<sup>2</sup> För en utförligare diskussion om åtgärder se Finansiell stabilitet 2016:1.

förmåga att skuldsätta sig, så som en nedtrappning av räntevadraget.

Det är också viktigt att Finansinspektionen får den beslutskraft som behövs för att kunna bedriva en effektiv makrotillsyn. Hur stort behovet av ytterligare makrotillsynsåtgärder är beror på i vilken utsträckning de bakomliggande orsakerna till obalanserna och riskerna hanteras och hur snabbt detta sker. Ett skuldkvotstak är ett exempel på en makrotillsynsåtgärd som kan minska riskerna med hushållens skuldsättning.

Om inga åtgärder sätts in kommer detta i kombination med det låga ränteläget att öka riskerna ytterligare. Detta kan leda till ökade samhällsekonomiska obalanser och i förlängningen bli mycket kostsamt för samhällsekonomin.

För att få en långsiktigt hållbar utveckling för svensk ekonomi med stabil konjunktur och inflation behövs en kombination av åtgärder inom olika politikområden. Penningpolitiken behöver vara expansiv för att ge fortsatt stöd åt svensk ekonomi och uppgången i inflationen. En kraftigt höjd reporänta skulle förvisso bromsa skulduppbyggnaden, men till priset av en snabb förstärkning av kronan, lägre inflation och högre arbetslöshet. Det är därför angeläget med riktade åtgärder inom makrotillsynen, bostadspolitiken och skattepolitiken för att begränsa hushållens skulduppbyggnad. Jämfört med räntehöjningar kan dessa åtgärder i högre grad utformas för att specifikt hantera riskerna förknippade med hushållens skulder, och de negativa effekterna på ekonomin i övrigt kan därför bli mindre.

## KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

I samband med EU-folkomröstningen i Storbritannien var det stora rörelser på de finansiella marknaderna. Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har dock utvecklingen stabiliserats. Statsobligationsräntor i både Sverige och omvärlden är kvar på låga nivåer. Börserna har samtidigt stigit och är nu på många håll på en högre nivå än före folkomröstningen. Kronan har i konkurrensvägda termer blivit något svagare jämfört med Riksbankens prognos i juli. Räntorna för hushåll och företag är kvar på mycket låga nivåer samtidigt som utlåningstillväxten till företag har stigit sedan i juli och utlåningen till hushållen fortsätter att växa i snabb takt. Uppgången i bostadspriserna fortsätter dock att dämpas något. Riksbankens expansiva penningpolitik fortsätter att bidra till finansiella förhållanden i Sverige som är gynnsamma för den ekonomiska tillväxten.

### Utvecklingen internationellt

Efter kraftiga rörelser på de finansiella marknaderna i direkt anslutning till folkomröstningen i Storbritannien i slutet av juni, där en majoritet röstade för att lämna EU, har utvecklingen varit relativt lugn. Marknadsoron som följde efter folkomröstningen har dämpats, aktiepriser har stigit och mått på marknadsosäkerhet är tillbaka på låga nivåer. Trots en viss återhämtning för europeiska bankaktier så kvarstår oron för situationen i europeiska banksektorn. Detta till följd av fortsatt svag lönsamhet och en stor andel dåliga lån. Oljepriset föll kraftigt i juli men har därefter återhämtat sig något.

#### Statsobligationsräntor kvar på låga nivåer

Efter omröstningen i Storbritannien ökade förväntningarna på mer expansiv penningpolitik från världens centralbanker. Parallellt med att den akuta oron på finansiella marknader har avtagit så har även förväntningarna på styrräntor, som går att utläsa från prissättningen av olika finansiella instrument, skiftat tillbaka upp något i både USA och euroområdet. I Storbritannien har dock Bank of England sänkt styrräntan, utökat sitt tillgångsköpsprogram, introducerat ett nytt program för lån till banker och signalerat att ytterligare räntesänkningar kan komma framöver (se diagram 2:1).

I euroområdet lämnade den Europeiska centralbanken, ECB, sin penningpolitik oförändrad vid mötet i juli. Bankens inlåningsränta ligger kvar på -0,40 procent och tillgångsköpen om 80 miljarder euro i månaden fortlöper som planerat fram till mars 2017 eller längre om så är nödvändigt. I juni

Tabell 2:1.

Utvecklingen på finansiella marknader sedan den penningpolitiska rapporten i juli	
Statsobligationsräntor	Små rörelser i Sverige och i omvärlden. Svenska räntor lägre än före folkomröstningen i Storbritannien.
Valutamarknaden	I konkurrensvägda termer har kronan försvagats något jämfört med Riksbankens prognos i juli.
Aktiemarknaden	Något högre aktiekurser på Stockholmsbörsen. Högre än före den brittiska folkomröstningen.
Räntor till hushåll och företag	Fortsatt låga räntor till hushåll och företag.
Kredittillväxt	Utlåningen till icke finansiella företag växer snabbare och tillväxten i utlåningen till hushåll är fortsatt hög.

#### 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. Dessa påverkar i slutändan utlåningsräntorna till hushåll och företag.



påbörjade ECB både ett program för köp av företagsobligationer och en ny serie lån till banker som är utformade för att uppmuntra vidareutlåning till företag och hushåll. Tyska statsobligationsräntor sjönk till nya historiska lägstanivåer i början på juli och har därefter legat kvar på dessa nivåer (se diagram 2:2). En relativt stor andel av den utestående stocken av tyska obligationer handlas under ECB:s inlåningsränta och är därför inte möjliga att köpa inom ramen för tillgångsköpsprogrammets nu gällande regler. Det har gett upphov till diskussioner på marknaden om att ECB kan komma att behöva ändra i sitt regelverk.

Även i USA lämnade centralbanken penningpolitiken oförändrad vid sitt möte i juli. Federal Reserve noterade att riskerna för den ekonomiska utvecklingen på kort sikt minskat bland annat efter stark arbetsmarknadsstatistik de senaste månaderna. Marknadsprissättningen indikerar en relativt stor sannolikhet för en räntehöjning från Federal Reserve under året men den ligger ändå, framför allt på lite längre sikt, klart lägre än medianprognosen från Federal Reserves ledamöter. Enkäter bland analytiker visar att en majoritet förväntar sig en räntehöjning under slutet av året. Amerikanska statsobligationsräntor har stigit sedan början av juli efter stark makrostatistik, men nivåerna är alltså låga (se diagram 2:2).

I Storbritannien sänkte Bank of England sin styrränta till 0,25 procent i början av augusti. Det var den första räntesänkningen på sju år. Centralbanken valde även att återuppta och utöka sitt tillgångsköpsprogram och introducera ett program för lån till banker. Dessa lån kommer att löpa över fyra år och ha en ränta nära styrräntan. Räntan på lånen kommer vara knuten till utvecklingen i bankernas utlåning till hushåll och företag. Banken har också tydligt signalerat att det kan komma ytterligare styrräntesänkningar före årsskiftet, vilket också avspeglas i marknadsprissättningen. De brittiska statsobligationsräntorna föll kraftigt direkt efter folkomröstningen och har efter en stabilisering i juli fallit till nya rekordlåga nivåer efter Bank of Englands räntesänkning.

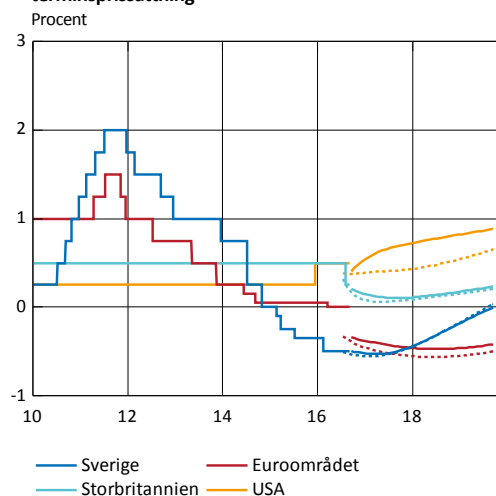
Även i andra länder har penningpolitiska lättnader genomförts under sommaren. I Australien har centralbanken sänkt sin styrränta och Bank of Japan har utökat sina tillgångsköp ytterligare.

### Återhämtning på aktiemarknaderna

Dagarna efter folkomröstningen i Storbritannien föll börskurserna i många länder kraftigt. Marknadsoron avtog dock relativt snabbt och mått på osäkerhet på de finansiella marknaderna har fallit och kurser på världens börser har återhämtat sig. I Europa har börskurserna stigit sedan publiceringen av den penningpolitiska rapporten i juli och är nu på ungefär samma nivåer som före folkomröstningen.

Resultatet av folkomröstningen gav även upphov till förnyad oro kring tillståndet i den europeiska banksektorn. Den europeiska bankmyndighetens (EBA:s) stresstester som publicerades i slutet av juli visade visserligen att motståndskraft i

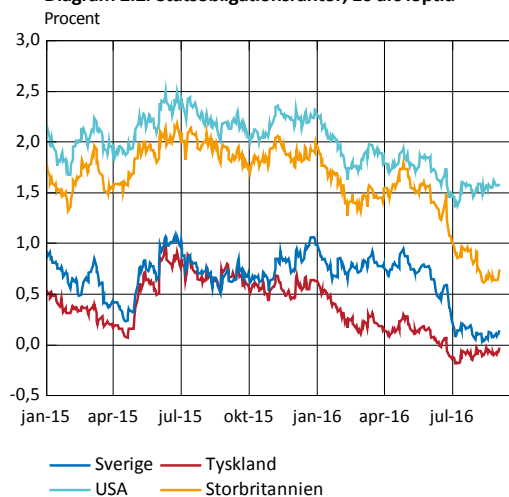
**Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning**



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan. I Sverige finns ingen publicerad dagslåneränta, men normalt följer den reporäntan väl. Heldragna linjer är skattade 2016-09-02, streckade linjer är skattade 2016-07-03.

Källor: Macrobond och Riksbanken

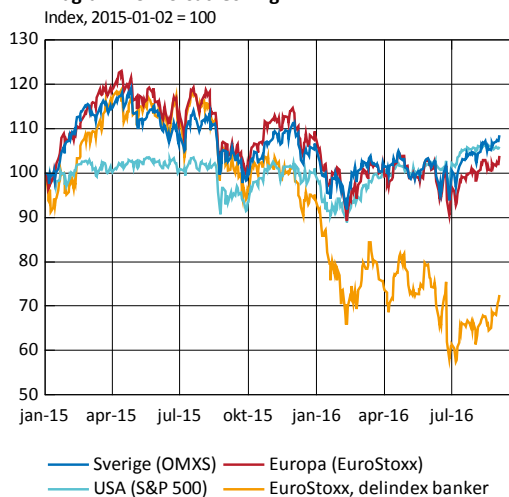
**Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid**



Anm. Nollkupongsräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel-metoden.

Källor: Macrobond och Riksbanken

**Diagram 2:3. Börsutveckling**



Källor: Macrobond och Thomson Reuters



den europeiska banksektorn har förbättrats något jämfört med de stresstester som genomfördes 2014. Så länge den ekonomiska tillväxten i eurozonen är svag väntas dock många europeiska banker även fortsättningsvis möta stora svårigheter, till exempel i form av svag lönsamhet och en stor andel dåliga lån som måste hanteras. Detta avspeglas i utvecklingen av aktiekurserna för banksektorn som har varit betydligt svagare än för börsen i övrigt under 2016. Indexet för europeiska banker är fortfarande nära 20 procent svagare än i början av året (se diagram 2:3).

I USA har börsutvecklingen varit stark och indexet S&P 500 har noterat nya historiska högsta nivåer under perioden (se diagram 2:3). Även på övriga marknader har börserna utvecklats relativt väl sedan början av juli. Den positiva utvecklingen avspeglas även på kreditmarknaden. I Europa har ränteskillnaden mellan företags- och statsobligationsräntor fortsatt att sjunka, vilket delvis kan förklaras av ECB:s köp av företagsobligationer. Även i USA har denna ränteskillnad sjunkit något under perioden.

På valutamarknaden har det varit relativt små rörelser sedan början av juli och det brittiska pundet ligger kvar på samma svaga nivå som efter folkomröstningen.

## Finansiella förhållanden i Sverige

### De finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt expansiva

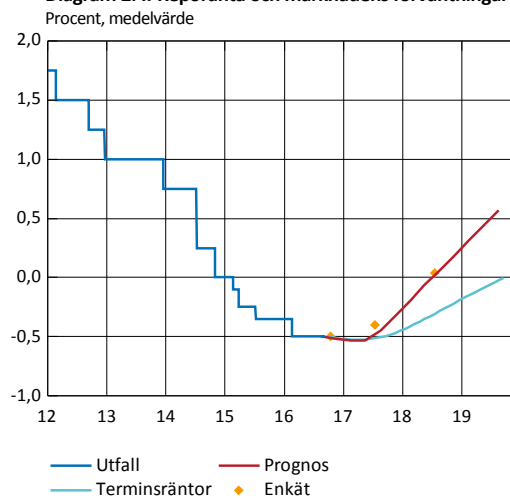
I Sverige har de finansiella förhållandena följt den internationella utvecklingen. Efter den initiala oro som följde efter folkomröstningen i Storbritannien har det skett en stabilisering. Svenska statsobligationsräntor är i princip oförändrade sedan i juli men är fortfarande klart lägre än före folkomröstningen. Samtidigt har Stockholmsbörsen stigit och kronan har försvagats något i handelsvägda termer. Räntor till hushåll och företag är i stort oförändrade på låga nivåer och kreditväxten är fortsatt hög. Sammantaget är de finansiella förhållandena fortsatt gynnsamma.

### Fortsatt tro på låga räntor

Vid det penningpolitiska mötet i juli beslutade Riksbanken att lämna reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Köpen av statsobligationer bedömdes fortlöpa till slutet av året enligt tidigare beslut. Bedömningen gjordes också att det kommer att dröja längre tid innan reporäntan börjar höjas. Det beräknades ske först under andra halvåret 2017. Beslutet var på det stora hela förväntat på de finansiella marknaderna och reaktionerna blev därför små.

Sedan det penningpolitiska beslutet i juli indikerar finansiella priser kopplade till förväntningarna på reporäntan att dessa har varit i stort sett oförändrade. Förväntningarna ligger i linje med Riksbankens reporäntebana under det närmaste året, men stiger därefter i något långsammare takt.

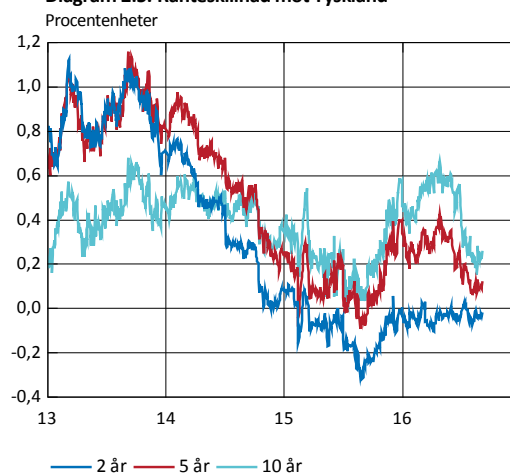
Diagram 2:4. Reporänta och marknadens förväntningar



Anm. Terminsräntorna är skattade 2016-09-02 och är ett mått på förväntad reporänta. Enkätssvar visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer den 2016-07-27.

Källor: Macrobond, TNS Sifo Prospera och Riksbanken

Diagram 2:5. Ränteskillnad mot Tyskland



Anm. Nollkupongsräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel-metoden.

Källor: Macrobond, Thomson Reuters och Riksbanken

Förväntningarna enligt enkäter ligger väl i linje med reporäntebanan även på några års sikt (se diagram 2:4).

Svenska statsobligationsräntor, både nominella och reala, föll markant efter folkomröstningen i Storbritannien (se diagram 2:2). Sedan dess har rörelserna varit relativt små. Ränteskillnaden mot exempelvis Tyskland har sjunkit något under samma period, framförallt på längre löptider (se diagram 2:5).

### Kronan något svagare

Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har priser på mer riskfyllda tillgångar i Sverige stigit. Stockholmsbörsen har stigit i linje med börser i övriga världen. Priser på mer riskfyllda obligationer, så som företagsobligationer, har också stigit och skillnaden mellan räntan på företagsobligationer och statsobligationer har minskat.

Kronan i konkurrensvägda termer, KIX, försvagades efter folkomröstningen i Storbritannien och har under sommaren legat kvar på svagare nivåer (se diagram 1:8). Kronan har också försvagats mot euron och den amerikanska dollarn (se diagram 2:6). Jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli är nu kronan något svagare.

### Fortsatt goda finansieringsvillkor för svenska banker

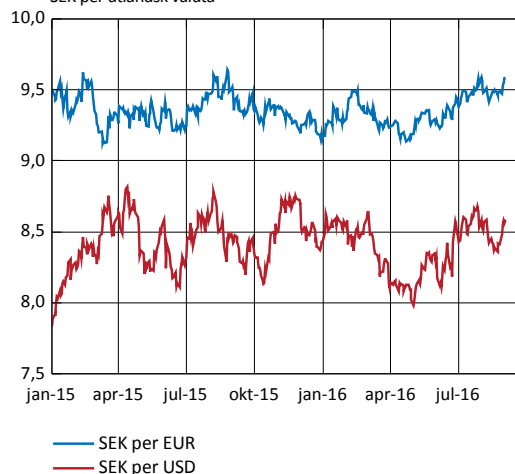
Sedan juli har räntor på bostadsobligationer utgivna av svenska banker sjunkit något. Ränteskillnaden mellan bostads- och statsobligationer, som steg relativt mycket under slutet av 2015, har succesivt minskat under våren och sommaren 2016 (se diagram 2:7). Givet det låga ränteläget bedöms de svenska bankerna fortsatt ha goda finansieringsvillkor, vilket skapar bra förutsättningar för utlåning till hushåll och företag.

### Låga räntor och hög kreditillväxt för hushåll och företag

Bankernas fortsatt goda finansieringsvillkor gör att utlåningsräntorna till hushåll och företag är kvar på historiskt låga nivåer. Den genomsnittliga bolåneräntan för nya avtal låg i juli kvar på 1,6 procent medan genomsnittsräntan för nya banklån för icke-finansiella företag uppgick till 1,4 procent. Inlåningsräntorna för hushåll och företag har varit i stort sett oförändrade sedan mitten av förra året och ligger nära noll (se diagram 2:8). Bankerna har hittills avstått från att införa negativa inlåningsräntor för hushåll och de flesta företag. Endast ett fåtal aktörer, såsom vissa större företag och kommuner, behöver betala en viss avgift för sin inlåning. Dessa aktörer har dock ofta även möjlighet att finansiera sig till negativ ränta.<sup>3</sup>

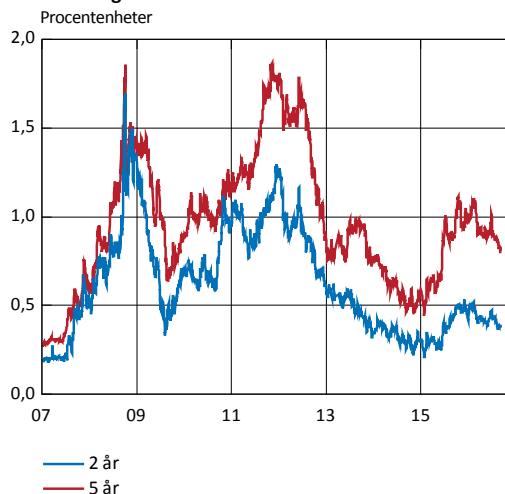
Utlåningen till hushåll fortsätter att öka i snabb takt (se diagram 2:9). Ökningen består framför allt av lån med bostadsrätter och småhus som säkerhet. Även utlåningen till icke-finansiella företag ökar och i juni var tillväxttakten för dessa lån nästan lika snabb som tillväxttakten för lånen till hushåll-

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



Källa: Macrobond

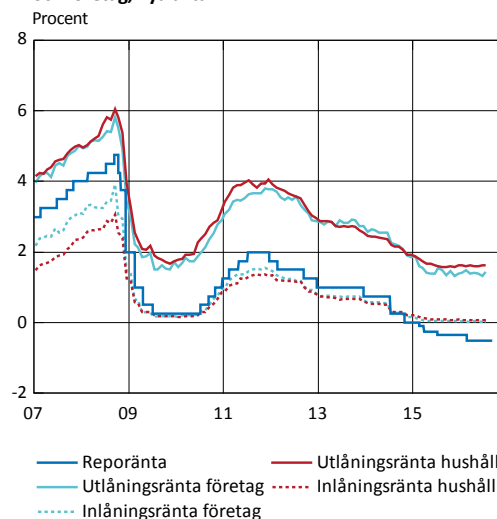
Diagram 2:7. Ränteskillnad mellan bostads- och statsobligationer  
Procentenheter



Anm. Bostadsobligationsräntan och statsobligationsräntan är nollkupongräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel metoden.

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:8. 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

<sup>3</sup> Se fördjupningen "Perspektiv på den negativa reporäntan" i Penningpolitisk rapport juli 2016.

len. Ökningen förklaras till stor del av lån med olika typer av fastigheter som säkerheter. För företagen ökar också upplåningen via värdepapper. I juli var den årliga tillväxttakten i värdepappersupplåningen 4 procent. Enkätundersökningar bekräftar också att företagen fortsatt har god tillgång till krediter.

Uppgången i bostadspriserna har fortsatt att mattas av (se diagram 1:15). Jämfört med samma tid förra året har bostadspriserna stigit med 8 procent, vilket kan jämföras med årliga ökningstakter kring 15-20 procent under förra året. Amorteringskravet, och utvecklingen i bolåneräntorna, som har slutat falla efter en längre tids nedgång, har sannolikt bidragit till denna utveckling. SEB:s boprisindikator som mäter hushållens syn på bostadspriserna framöver sjönk kraftigt i juli men återhämtade sig något i augusti. En majoritet av hushållen tror fortsatt på stigande bostadspriser framöver.

**Diagram 2:9. Utlåning till hushåll och företag**



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

Källa: SCB

## KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Den globala tillväxten är dämpad och den globala inflationen är låg. I Sverige har tillväxten bromsat in efter förra årets starka utveckling. Men även om tillväxten under andra kvartalet blev svagare än förväntat har resursutnyttjandet fortsatt att stiga. Arbetslösheten har minskat ytterligare och sysselsättningsgraden har ökat. Det högre resursutnyttjandet avspeglas också i stigande inflation. Inte minst tjänstepri- serna ökar nu snabbare än under de senaste åren.

### Inflation

#### Tjänstepriserna har ökat snabbare än väntat

Den underliggande inflationen fortsätter att stiga och inflationen enligt KPIF, KPI med fast bostadsränta, har hittills i år pendlat runt 1,5 procent (se diagram 3:1 och 3:2). Under 2016 har prisökningstakten på såväl varu- som tjänstepriser varit högre än vad som har varit fallet de senaste åren (se diagram 3:3). En viktig förklaring till detta är det stigande resursutnyttjandet i ekonomin. Det faktum att kronan försvagades kraftigt 2014 till början av 2015 bidrar också alltjämt till inflationen eftersom effekten delvis kommer med tidsfördröjning. Bidraget från kronförsvagningen blir mindre framöver.

I juli var inflationen något högre än prognosen i den senaste penningpolitiska rapporten. Det är framförallt tjänstepriserna som har ökat oväntat snabbt den senaste tiden, medan övriga prisökningar sammantaget har utvecklats i linje med prognosen. Att ökningstakten för tjänstepriserna växlat upp rejält sedan 2015 är delvis en effekt av tillfälliga faktorer.<sup>4</sup>

Men prisökningstakten stiger nu för många slags tjänster, inom områden såsom bland annat restaurangbesök, bilrelaterade tjänster och skönhetsvård. Uppgången bedöms bero på det allt starkare konjunkturläget, vilket bland annat indikeras av den stora bredden i tjänsteprisökningarna. Ökningstakten för tjänstepriserna väntas därför fortsätta stiga.

Hushållens kostnader för energiprodukter har sjunkit under flera år. Trots periodvisa fall i oljepriset de senaste månaderna, väntas energipriserna sammantaget öka något i höst och i vinter, vilket innebär högre inflation. Ökningstakten i KPI hålls dock fortfarande tillbaka av låga bolåneräntor.

#### Inflationen något högre andra halvåret i år

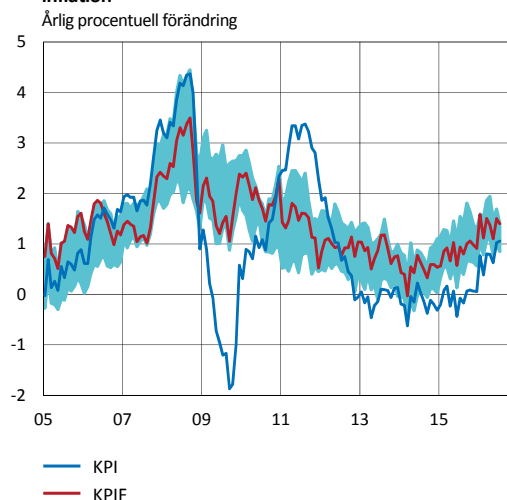
Generellt ökar priserna i omvärlden måttligt och priserna faller, i svenska kronor, på många konsumtionsvaror som importeras till Sverige. En viktig orsak till detta är att kronan förstärktes från mitten av förra året fram till i våras. Bortsett från valutaeffekten talar mycket för att prisökningstakten i importpriserna istället har stigit något den senaste tiden.

Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR juli	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 1,3 procent i juli.	Något högre än prognos. Inflationen blev 1,4 procent.
BNP-tillväxten 2,7 procent andra kvartalet.	Svagare än förväntat. BNP-tillväxten blev 1,2 procent.
Arbetslösheten 6,9 procent tredje kvartalet.	Månadsvisa utfall och indikatorer ungefär i linje med prognos.
BNP-tillväxten i euroområdet 1,5 procent andra kvartalet.	Något svagare än prognos. BNP-tillväxten blev 1,2 procent.
BNP-tillväxten i USA 2,4 procent andra kvartalet.	Svagare än förväntat. BNP-tillväxten blev 1,1 procent.

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 olika mått på underliggande inflation



Anm. Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland olika mått på underliggande inflation. De mått som inkluderas är KPIF exklusive energi, KPIF med konstant skatt, UND24, Trim85, HIKP exklusive energi och icke förädlade livsmedel, persistensviktad inflation, faktor från principalkomponentanalys och viktad medianinflation.

Källor: SCB och Riksbanken

<sup>4</sup> Se bland annat "Tidsseriebrott i KPI-indelningen av varor och tjänster" i Penningpolitisk rapport april 2016.

Hemmamarknadspriserna på konsumtionsvaror i producentledet har ökat något snabbare under året. Anledningen till det är framför allt en snabbare prisutveckling för inhemskt producerade livsmedel. Riksbankens företagsundersökning indikerar att konsumentnära företag förväntar sig måttliga prisökningar den närmaste tiden, samtidigt som Konjunkturinstitutets barometer indikerar prisökningar över genomsnittet för företag inom handeln.

Ett sätt att väga samman blandade signaler från olika indikatorer är att använda en modell. En sådan analys visar att ökningstakten i KPIF exklusive energi stiger ytterligare något under resten av 2016 (se diagram 3:4). Inflationen mätt med KPIF exklusive energi väntas uppgå till i genomsnitt 1,5 respektive 1,7 procent under tredje och fjärde kvartalet 2016. Modellprognosen ligger nära om än marginellt högre än denna prognos de närmaste sex månaderna. Den aktuella prisutvecklingen för flygbiljetter tyder på en onormalt snabb dämpning för priserna på utrikes resor efter den höga sommarnivån, och detta är information som modellen saknar.

Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har KPIF både med och utan energipriser ökat något snabbare än väntat. Sammantaget är det dock små förändringar av inflationsprognosen.

## Global och svensk konjunktur

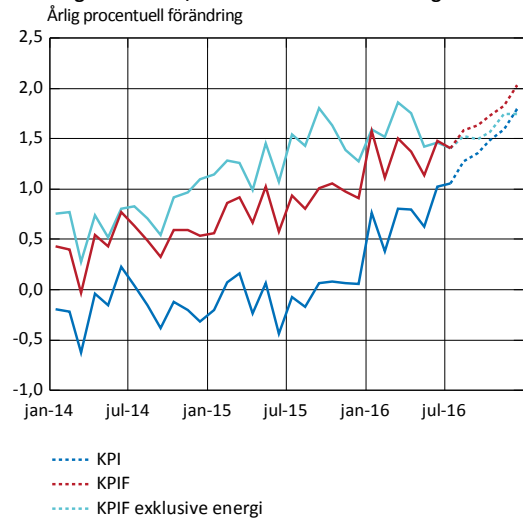
### Dämpad tillväxt i omvärlden

Den globala BNP-tillväxten dämpades ytterligare under det andra kvartalet efter ett svagt första kvartal. Samtidigt sjönk världshandeln med varor ytterligare. Tillväxten i euroområdet uppgick till 1,2 procent under andra kvartalet, jämfört med första kvartalet och uppräknat till årstakt, vilket är en halvering jämfört med första kvartalet. I USA innebar en svag investeringsutveckling och ett stort negativt lagerbidrag att BNP-tillväxten blev fortsatt låg under det andra kvartalet, trots att hushållens konsumtion utvecklades starkt. I Kina var tillväxten fortsatt hög, bland annat till följd av stigande offentliga investeringar.

### Indikatorer talar för fortsatt måttlig tillväxt tredje kvartalet

Indikatorer på företagets förtroende tyder på att den globala industrikonjunkturen har stärkts något från låga nivåer de senaste månaderna (se diagram 3:5). Variationerna länder emellan är dock stora. I USA talar stigande löner och de senaste månadernas starka sysselsättningsutveckling för en god konsumtionsdriven tillväxt under andra halvåret i år. I euroområdet ger indikatorer en blandad bild av stämningläget bland företag efter folkomröstningen i Storbritannien. EU-kommissionens företagsbarometer föll i augusti till sin lägsta nivå på fem månader efter att ha hållits uppe i juli. Det var en bred nedgång över både sektorer och länder, vilket avspeglar att förtroendet även tyngs av en avtagande draghjälp från

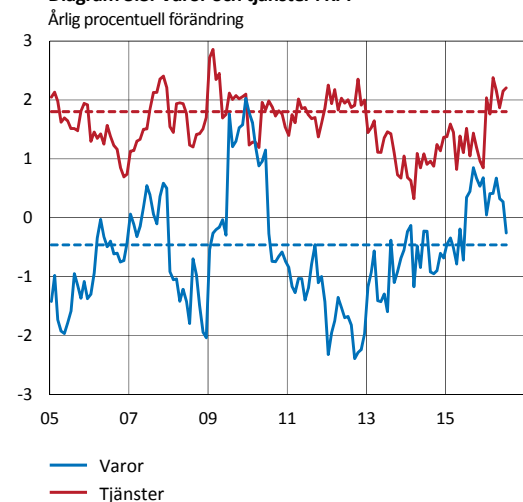
Diagram 3:2. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

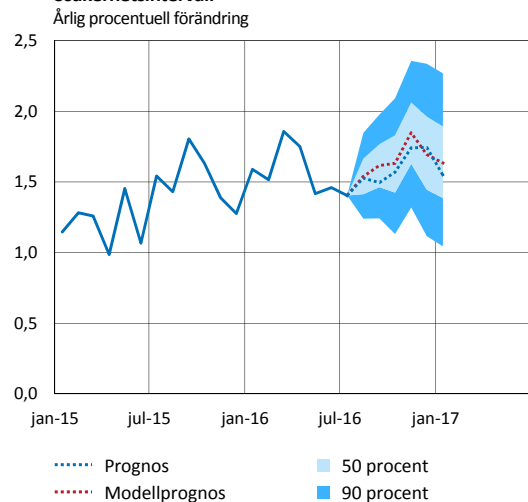
Diagram 3:3. Varor och tjänster i KPI



Anm. I delaggregatet varor inkluderas inte livsmedel. Delaggregatets vikt är 45 (tjänster) respektive 26 (varor) procent av den totala KPI-korgen. Streckade linjer avser genomsnittlig ökningstakt sedan 2000.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:4. Modellprognos KPIF exklusive energi med osäkerhetsintervall



Anm. Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på standardfelen i modellskattningen. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

tidigare fall i oljepris och försvagad växelkurs. I Tyskland, som har en betydande handel med Storbritannien, har företagen i augusti enligt exempelvis IFO blivit klart mindre optimistiska om tillväxten framöver. I euroområdet hölls visserligen det preliminära inköpschefsindexet uppe men mer framåtblickande delindex har fallit tillbaka. Den tidigare nedåtgående trenden i konsumentförtroendet har också fortsatt. Det finns än så länge lite ny information för tredje kvartalet men den tyder på en tillväxt ungefär i linje med andra kvartalet.

I Storbritannien är det ännu för tidigt att se några stora effekter annat än i förtroendeindikatorerna efter folkomröstningen om EU-medlemskapet (se kapitel 4 för en vidare diskussion kring effekterna av folkomröstningsresultatet). Under andra halvåret väntas dock tillväxten bli svag då förtroendet, i synnerhet bland hushåll, sjunkit kraftigt (se diagram 4:1).

Sammantaget talar indikatorerna för en fortsatt måttlig BNP-tillväxt på kort sikt i de ekonomier som är viktiga för Sveriges utrikeshandel.

### Fortsatt låg global inflation

Efter att ha stigit sedan årsskiftet har oljepriset fallit något sedan i juli. Sammantaget bidrar det senaste årets utveckling av energipriserna till att dämpa inflationen hos viktiga handelspartners för Sverige, om än i gradvis mindre omfattning. HIKP-inflationen i euroområdet har stigit något de senaste månaderna även om den underliggande inflationen är fortsatt dämpad. I USA är den underliggande inflationen alltjämt lägre än Federal Reserves mål på 2 procent, men har hittills varit högre i år än förra året (se diagram 3:6).

### BNP-tillväxten i Sverige normaliseras

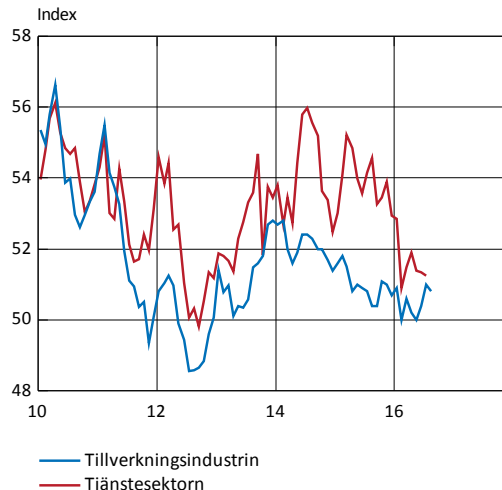
Efter förra årets höga tillväxt dämpades BNP-tillväxten i Sverige under första halvåret i år. Enligt snabbversionen av nationalräkenskaperna ökade BNP med 1,2 procent andra kvartalet 2016, jämfört med första kvartalet och uppräknat till årstakt. Både exporten och den slutliga inhemska efterfrågan utvecklades svagare än förväntat. Konjunkturutsikterna är dock fortfarande ljusa, och under andra halvåret bedöms BNP öka något snabbare än under första halvåret.

Enligt Konjunkturbarometern har näringslivets förtroende dämpats under 2016, men det är fortfarande något högre än sitt historiska genomsnitt. Optimismen är störst i byggsektorn, mycket tack vare att bostadsbyggandet ökar snabbt.

Hushållen är mindre optimistiska än företagen och i augusti föll konsumentförtroendet ytterligare. Detaljhandelns försäljning har utvecklats svagt den senaste tiden och bilförsäljningen ökar inte längre i samma snabba takt som de senaste åren. Konsumtionen väntas därmed öka i måttlig takt de närmaste kvartalerna. Samtidigt ökar offentlig konsumtion snabbt under andra halvåret, delvis till följd av det stora antalet asylsökande i fjol.

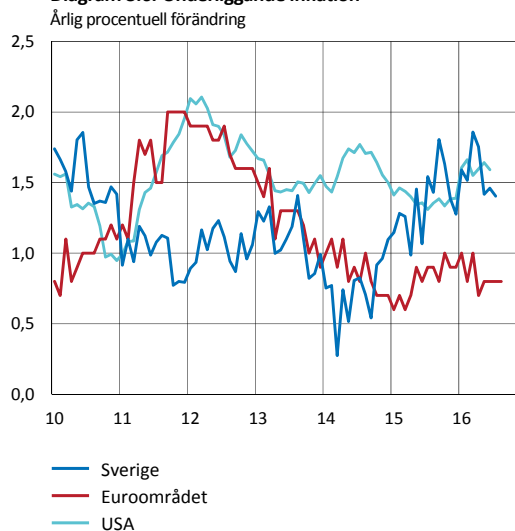
Likt världshandeln har exporten dämpats under året. Framåtblickande indikatorer som exportorderingsgången tyder

Diagram 3:5. Globalt inköpschefsindex



Källa: Markit

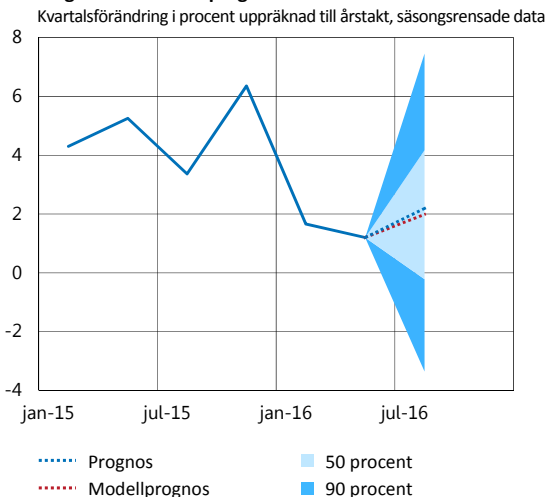
Diagram 3:6. Underliggande inflation



Anm. För euroområdet visas HIKP exklusive energi och icke-förädlade livsmedel. För USA visas PCE exklusive energi och livsmedel och för Sverige visas KPIF exklusive energi.

Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och SCB

Diagram 3:7. Modellprognos BNP med osäkerhetsintervall



Anm. Modellprognosen är ett medelvärde av prognoser gjorda med olika statistiska modeller som tar hänsyn till månadsstatistik för efterfrågan och produktion samt enkätdata i Konjunkturbarometern och inköpschefsindex. Osäkerhetsintervallen är baserade på modellernas historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

också på att exporten växer lite långsammare än det historiska genomsnittet den närmaste tiden.

Företagens behov av att ytterligare öka sina lager antas vara något mindre under andra halvåret efter att lagerinvesteringarna ökat under de två inledande kvartalen 2016. Det innebär att lagerinvesteringarna bedöms bidra negativt till tillväxten det tredje kvartalet.

Informationen i indikatorerna för BNP-tillväxten de närmaste kvartalen kan sammanfattas i olika statistiska modeller. För tredje kvartalet indikerar modellprognoserna att BNP växer i linje med ett historiskt genomsnitt. Riksbankens prognos ligger nära modellprognosen (se diagram 3:7). BNP väntas öka med i genomsnitt drygt 2 procent under tredje och fjärde kvartalet jämfört med närmast föregående kvartal och uppräknat till årstakt. Jämfört med i juli är prognosen för BNP-tillväxten 2016 nedreviderad till följd av svagare utfall.

### Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras

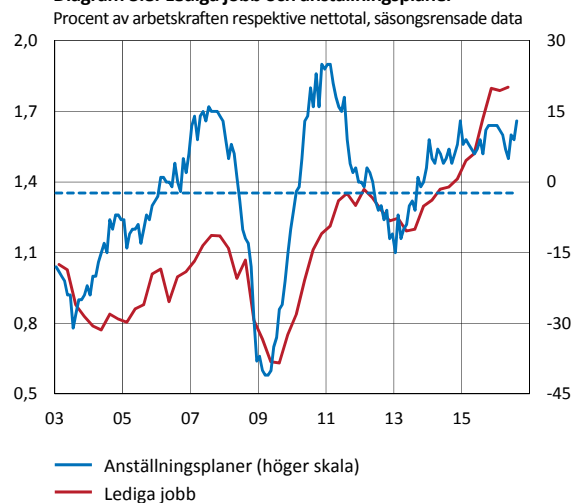
I juni föll arbetslösheten till den lägsta nivån sedan slutet av 2008, men i juli steg den åter. Statistik för utvecklingen på arbetsmarknaden under sommarmånaderna ska dock tolkas med viss försiktighet.<sup>5</sup> Sammantaget har arbetsmarknaden fortsatt att utvecklas gynnsamt.

Indikatorerna för utvecklingen på arbetsmarknaden framöver är också fortsatt positiva, vilket pekar på att arbetsmarknaden kommer att fortsätta att stärkas. Antalet varsel om uppsägning är på en mycket låg nivå och både antalet nyanmälda lediga platser enligt Arbetsförmedlingen och lediga jobb enligt SCB ligger på höga nivåer. Anställningsplanerna i näringslivet enligt Konjunkturbarometern steg ytterligare i augusti och befinner sig över det historiska genomsnittet, vilket tyder på fortsatt stark sysselsättningstillväxt (se diagram 3:8). Sysselsättningen fortsätter att öka relativt snabbt under andra halvåret, om än i något långsammare takt än under det första halvåret. Sysselsättningsgraden är mer eller mindre oförändrad under andra halvåret, medan arbetslösheten tillfälligt bromsar in under tredje kvartalet för att åter minska under fjärde kvartalet (se diagram 3:9).

### Resursutnyttjandet bedöms vara ungefär normalt

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar bedömningen av BNP-tillväxten framöver, men även prognoserna för löner och priser på lite sikt. Riksbanken använder en mängd indikatorer som stöd i bedömningen av resursutnyttjandet. En sådan indikator är andelen företag som rapporterar brist på personal i Konjunkturbarometern. Samtidigt som utvecklingen på arbetsmarknaden fortsatt att förbättras och arbetslösheten minskat har andelen företag som rapporterar brist på arbetskraft stigit enligt Konjunkturbarometern. Under andra kvartalet steg bristtalen till den högsta nivån sedan 2007 (se

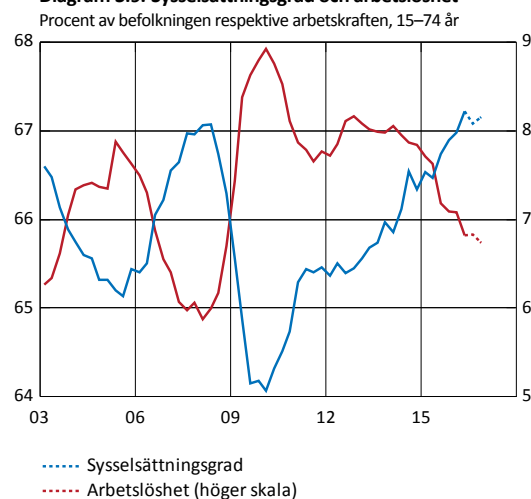
Diagram 3:8. Lediga jobb och anställningsplaner



Anm. Anställningsplaner avser förväntningar om antal anställda i näringslivet på tre månaders sikt. Streckad linje avser genomsnittet sedan 2003.

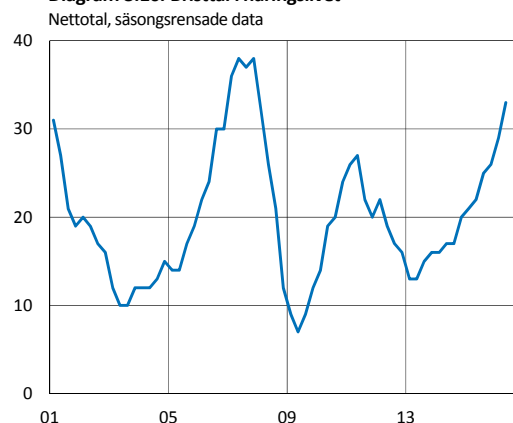
Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 3:9. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:10. Bristtal i näringslivet



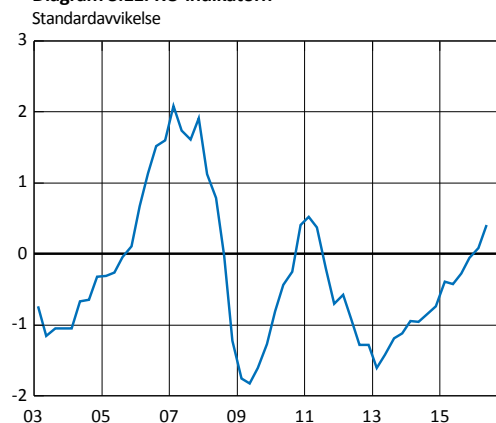
Källa: Konjunkturinstitutet

<sup>5</sup> Under sommaren är ungdomsgruppen extra volatil då många går in och ut ur arbetskraften i samband med sommarjobb. Bortfallet i AKU är också i genomsnitt högre på sommaren, vilket kan medföra att statistiken blir mer svårtolkad.

diagram 3:10). Det indikerar att det börjar bli svårare för företagen att hitta den kompetens de efterfrågar. Det var framförallt inom tillverkningsindustrin och de privata tjänstenäringarna som bristtalen steg. Enligt Arbetsförmedlingen ökar även andelen offentliga arbetsgivare som har svårt att rekrytera. Stigande bristtal talar för att priser och löner kommer att öka snabbare framöver.

Riksbankens RU-indikator, som är ett sammanfattande mått på en mängd indikatorer på resursutnyttjandet, steg ytterligare under andra kvartalet (se diagram 3:11). Flera indikatorer på resursutnyttjandet är nära eller något över sina historiska genomsnitt. Osäkerheten är dock stor och Riksbankens samlade bild är att resursutnyttjandet i ekonomin för närvarande är normalt och väntas vara så även under andra halvåret 2016.

**Diagram 3:11. RU-indikatorn**



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

Den måttliga återhämtningen i omvärlden fortsätter. Den ekonomisk-politiska osäkerheten är fortsatt stor efter att det brittiska folket röstat för att lämna EU. I Storbritannien har hushållens förtroende fallit. I Sverige har den inhemska efterfrågan bidragit starkt till konjunkturuppgången och väntas göra så även framöver. Den svenska tillväxten får ytterligare draghjälp när tillväxten i omvärlden tilltar från mitten av nästa år. Arbetsmarknaden fortsätter också att förbättras, men allt större rekryteringsproblem och den redan höga sysselsättningsgraden medför att sysselsättningstillväxten väntas bromsa in något nästa år. Den trendmässiga uppgången i inflationen fortsätter när det allt högre resursutnyttjandet underlättar för företagen att höja priserna och KPIF-inflationen väntas nå 2 procent under 2017.

### Omvärlden

#### Fortsatt måttlig återhämtning

Den globala återhämtningen väntas fortgå i en förhållandevis måttlig takt de kommande åren. I de utvecklade länderna understöds tillväxten av en fortsatt expansiv penningpolitik. Återhämtningen i dessa ekonomier väntas fortsätta drivas av hushållens konsumtion, även om också investeringarna bedöms öka i snabbare takt framöver. Att flera tillväxtekonomier bedöms vara på väg ur recession bidrar också till att den globala tillväxten stärks successivt. Ett gradvis högre resursutnyttjande de kommande åren bidrar till att inflationen i omvärlden stiger.

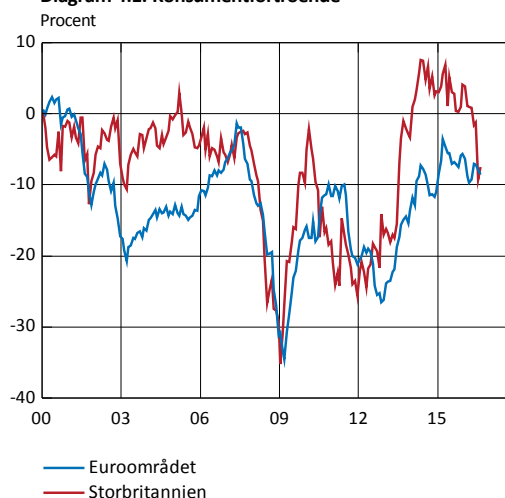
Den globala utvecklingen står dock inför strukturella utmaningar. Tillväxten hämmas fortsatt av en svag underliggande produktivitetstillväxt och en ogynnsam demografisk utveckling som medför låg arbetskraftstillväxt. Lägre förväntningar på tillväxten hämmar investeringarna och bidrar till låga reala räntor. Samtidigt är inflationen låg i flera utvecklade ekonomier.

Flera faktorer bidrar till att omvärldsutvecklingen är osäker. Visserligen har osäkerheten på de finansiella marknaderna dämpats sedan den initiala oron kring den brittiska folkomröstningen. Den ekonomisk-politiska osäkerheten bedöms dock vara fortsatt stor i vår närmiljö. Det är oklart hur utträdesprocessen för Storbritannien kommer att se ut och vilka relationer landet kommer att ha med sin omvärld efter ett utträde. Att bedöma de ekonomiska effekterna av beslutet är därför alltså mycket svårt. Särskilt de brittiska hushållen har blivit tydligt mer pessimistiska, medan motsvarande effekt hittills inte syns i euroområdet (se diagram 4:1). Det är emellertid för tidigt att dra tydliga slutsatser om effekterna. För Europa kan banksektorn även fortsatt komma att möta svårigheter då de har svag lönsamhet och en stor andel dåliga lån som måste hanteras.

Tabell 4:1.

Prognosen i korthet
Konjunkturen i omvärlden förbättras, men osäkerheten kring utvecklingen är fortsatt stor efter resultatet i den brittiska folkomröstningen om EU-medlemskap.
Ett stigande resursutnyttjande medför att inflationen i omvärlden stiger, i Europa är uppgången långsam.
Svensk konjunktur stärks med inhemska efterfrågan som viktig drivkraft. Framöver får svensk ekonomi ytterligare draghjälp av tilltagande omvärldstillväxt.
Hög sysselsättningsgrad och svårigheter att rekrytera bidrar till att sysselsättningstillväxten bromsar in. Arbetslösheten sjunker initialt, men planar sedan ut och stiger svagt.
Stigande resursutnyttjande bidrar till att inflationen når 2 procent 2017.

Diagram 4:1. Konsumentförtroende



Källa: DG ECFIN

Ytterligare en osäkerhetsfaktor för världsekonomin är de ökade företagsskulderna i Kina. Liknande snabba uppgångar i skulder har historiskt sett generellt följts av antingen en bankkris eller låg tillväxt under lång tid.<sup>6</sup>

Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har råoljepriset efter att först ha fallit, återvänt till cirka 50 dollar per fat (se diagram 4:2). Terminspriseringen indikerar att oljepriset ska stiga till knappt 60 dollar vid slutet av prognosperioden, vilket är i linje med föregående prognos.

### Inbromsning i Storbritannien och långsam återhämtning i euroområdet

Tidpunkten och formerna för ett brittiskt EU-utträde är fortsatt ytterst osäkra. De negativa förtroendeeffekterna har varit stora bland hushållen men förtroendet bland brittiska företag har återhämtat sig efter ett initialt fall. Prognosen för tillväxten innevarande år är något högre jämfört med bedömningen i juli då första halvåret blivit starkare än väntat. Nästa år bedöms dock den brittiska tillväxten bromsa in och prognosen för 2017 är något nedreviderad. Även om exempelvis detaljhandeln utvecklades positivt i juli förväntas tydligt mer pessimistiska hushåll i Storbritannien medföra att hushållens konsumtion bromsar in framöver. Särskilt hushållens syn på sina köp av sällanköpsvaror under kommande 12 månader har blivit pessimistisk. Samtidigt visar enkätundersökningar från Bank of England att företagen tror att valresultatet kommer vara tydligt negativt för såväl investeringar som sysselsättning. Mest pessimistisk är byggsektorn. Mer dämpade disponibla inkomster till följd av lägre sysselsättningstillväxt och stigande inflation samt en mer dämpad bostadsmarknad bedöms leda till en lägre tillväxt i hushållens konsumtion framöver. Mer gynnsamma finansiella förhållanden med en återhämtning på den brittiska börsen och fallande räntor efter Bank of Englands penningpolitiska lättnader bidrar dock till att mildra inbromsningen något framöver. Försvagningen av pundet medför att inflationen väntas stiga och dämpar samtidigt till viss del inbromsningen i ekonomin genom att stimulera exporten. Detta gynnar särskilt tillverkningssektorn som också blivit något mer optimistiska i augusti.

Konjunktoren i euroområdet hade börjat dämpas redan före den brittiska folkomröstningen och BNP blev något lägre under andra kvartalet än vad som antogs i juliprognosen. Bedömningen är att den ökade ekonomisk-politiska osäkerheten till följd av valresultatet kommer att tynga utvecklingen av både privat konsumtion och investeringar från och med tredje kvartalet i år. Förtroendeindikatorer gällande nuläget i euroområdet har gett en blandad bild av stämningläget sedan valresultatet. Mer framåtblickande indikatorer har dock fallit något, bland annat i Tyskland. Enbart en kort tid har gått efter omröstningen och den ekonomisk-politiska osäkerheten bedöms kvarstå. Euroområdet tyngs också fortfarande av

Diagram 4:2. Pris på råolja



Anm. Brentolja, terminspriserna är beräknade som ett 15-dagars genomsnitt. Utfallet avser månadsgenomsnitt av spotpriser.

Källor: Macrobond och Riksbanken

### Effekter av den brittiska folkomröstningen

Den 23 juni röstade en majoritet av britterna för ett EU-utträde. I Riksbankens penningpolitiska rapport i juli beskrevs den stora osäkerhet som detta innebär. Valresultatet väntas få brittiska företag att skjuta upp investeringar och nyanställningar, samt få hushållen att minska sin konsumtion. Vid ett utträde lämnar Storbritannien EU:s inre marknad och omförhandlingen av handelsavtalen som då ska ske är en komplicerad process. Hur stor den negativa effekten på brittisk handel kommer att bli beror på hur de nya handelsavtalen kommer att se ut.

I juli reviderade Riksbanken ned prognosen för Storbritanniens BNP-nivå med 2 procent i slutet av prognosperioden, samtidigt som inflationen reviderades upp då pundet väntades vara svagare. För euroområdet reviderades BNP-nivån ned med 0,5 procent i slutet av prognosperioden. BNP-prognosen för Sverige skrevs samtidigt ned ungefär i linje med övriga Europa. En kronförsvagning bedömdes dämpa den förhöjda orons effekter på svensk BNP. Begränsade effekter antogs på svensk inflation.

För lite ny information har tillkommit sedan i juli för att utvärdera valresultatets effekter. Sammantaget har de initiala förtroendeeffekterna varit stora bland hushållen i Storbritannien, medan de varit små i de flesta andra länder. Samtidigt har brittiska företags förtroende återhämtat sig i augusti efter ett initialt fall i juli. Bedömningen av den samlade effekten av den brittiska folkomröstningen är så här långt i princip oförändrad, även om de negativa tillväxteffekterna i Storbritannien väntas komma något senare. Den ekonomisk-politiska osäkerheten är fortsatt stor i såväl Storbritannien som andra europeiska länder.

<sup>6</sup> IMF (2015), "People's Republic of China, Staff Report for the 2015 Article IV Consultation", Country Report no 1/234, IMF.

efterdyningarna från finanskrisen, bland annat i form av höga skulder och en banksektor som fortsatt präglas av låg lönsamhet och en hög andel dåliga lån. Att draghjälpen från lägre oljepriser och tidigare växelkursförsvagningar har börjat avta bidrar också till att dämpa tillväxten på kort sikt. På lång sikt innebär dock en gradvis förbättring av omvärldsefterfrågan, expansiv penningpolitik och förbättringar på arbetsmarknaden att förutsättningar finns för att tillväxten ska stärkas något. Tillväxten i euroområdet väntas bli 1,5 procent i år för att därefter mattas ytterligare till 1,4 procent 2017 innan den återhämtar sig till 1,7 procent 2018.

#### Amerikansk konjunktur stärks efter svag inledning av året

Tillväxten i den amerikanska ekonomin blev svagare än väntat första halvåret 2016. Detta bedöms i stor utsträckning bero på tillfälliga effekter. Framöver väntas tillväxten bli högre, till stor del tack vare fortsatt stark inhemsk efterfrågan. Ökad sysselsättning och stigande löneökningar bidrar positivt till hushållens inkomstutveckling, samtidigt som högre bostads- och aktiepriser stärker deras förmögenheter. Industrin gynnas av att den tidigare negativa utvecklingen inom den oljeproducerande sektorn har vänt till en svagt positiv tillväxt. Den stärks också av att de exportorienterade företagen drar fördel av en viss dollarförsvagning under 2016. Sammantaget väntas tillväxten i USA, efter det svaga första halvåret, bli 1,5 procent i år, för att därefter stärkas till 2,4 procent 2017 och 2,1 procent 2018.

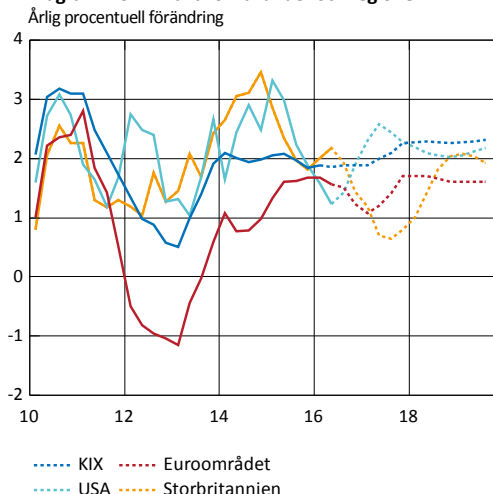
#### Gradvis inbromsning i Kina med växande skulduppbyggnad

För att uppnå sina uppsatta tillväxtmål har Kina fört en expansiv penningpolitik, vilket bidragit till en hög kredit tillväxt, särskilt i början av året. Därmed har de statliga investeringarna kunnat växa snabbt, och bidra till att den årliga BNP-tillväxten var lika hög andra kvartalet som första. Den privata sektorns investeringar har samtidigt bromsat in. På sikt utgör lånetillströmningen till den redan högt skuldsatta företagssektorn dock en risk för tillväxten. Bedömningen är dock alltför snabb inbromsning i ekonomin under prognosperioden och att tillväxten ombalanseras från investeringar till inhemsk konsumtion. Tillväxten förväntas vara fortsatt hög och falla gradvis, från ungefär 7 procent föregående år till runt 6 procent 2018.

#### Omvärlden återhämtar sig långsamt, inflationen stiger från låg nivå

Tillväxten i KIX-viktad BNP, som illustrerar utvecklingen i de länder som är viktiga för svensk ekonomi, väntas stiga från cirka 2 procent 2016 och 2017 till 2,3 procent 2018 (se diagram 4:3). Jämfört med bedömningen i juli har utfallen för andra kvartalet blivit något lägre än väntat, vilket i stor utsträckning bedöms bero på tillfälliga faktorer. Tillväxten är därefter i stort sett oförändrad. Även om den senaste tidens statistik indikerar små spridningseffekter på exempelvis euro-

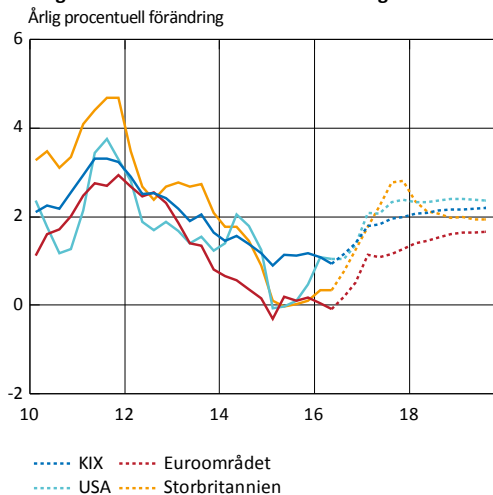
Diagram 4:3. Tillväxt i olika länder och regioner



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

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

Diagram 4:4. Inflation i olika länder och regioner



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

området av det brittiska valresultatet är det för tidigt att säga hur det kommer att se ut framöver och utvecklingen är därför mycket osäker.

Inflationen i euroområdet och många utvecklade länder är låg. Ett oljepris som stiger framöver gör att energipriserna går från att ha bidragit negativt till inflationen till att bidra positivt nästkommande år. Ett gradvis stigande resursutnyttjande bidrar också till att inflationen långsamt stiger.

Den amerikanska inflationen har varit kring 1 procent de senaste månaderna, medan den underliggande inflationen legat betydligt högre. I USA, som ligger relativt långt fram i konjunkturcykeln, tyder flera mått på att lönetillväxten nu följer en svagt stigande trend. Ett gradvis högre kostnadstryck, kombinerat med högre energipriser, innebär att inflationen stiger fram till början av nästa år. Därefter stabiliserar den något över 2 procent (se diagram 4:4).

I euroområdet har inflationen de senaste månaderna stigit över nollstrecket. Den underliggande inflationen ligger strax under 1 procent. Sysselsättningstillväxten har varit förhållandevis stark, men arbetslösheten är alltjämt för hög för att löneökningstakten ska ta fart. Den underliggande inflationen i euroområdet väntas dock öka långsamt i takt med att resursutnyttjandet stiger. Sammantaget väntas inflationen bli 0,2 procent i år för att därefter gradvis stiga till 1,5 procent 2018.

Den sammanvägda inflationen för KIX-länderna stiger tydligt fram till första kvartalet 2017, främst till följd av att energipriserna bidrar mer positivt. I takt med att resursutnyttjandet ökar stiger också det underliggande pristrycket och inflationen väntas bli runt 2 procent 2017 och 2018.

## Sverige

### Tillväxten dämpas till mer uthålliga nivåer

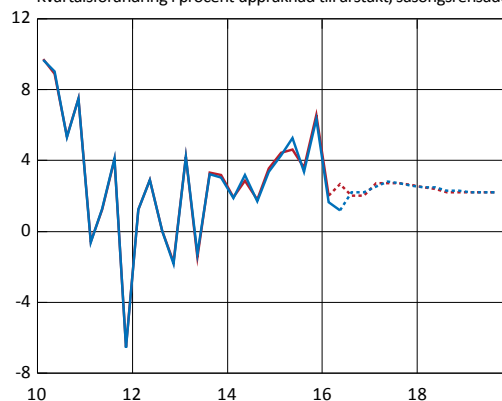
Tillväxten i Sverige dämpas i år efter förra årets höga tillväxttal (se diagram 4:5). Produktionen är dock fortsatt hög och resursutnyttjandet normalt. Den expansiva penningpolitiken bidrar till en stark inhemsk efterfrågan även framöver och när tillväxten i omvärlden tilltar nästa år får svensk ekonomi ytterligare draghjälp.

Förra årets starka sysselsättningstillväxt i kombination med låga räntor bidrog till att hushållens reala disponibla inkomster ökade snabbt. Hushållens reala inkomster växer snabbt även i år, för att därefter öka något långsammare till följd av högre inflation och gradvis stigande räntor (se diagram 4:6). Samtidigt skapar de senaste årens prisökningar på bostäder och aktier, kombinerat med att hushållen redan sparat ganska mycket, förutsättningar för fortsatt konsumtionstillväxt. Sammantaget väntas konsumtionen öka i en, historiskt sett, god takt de kommande åren.

I år väntas den offentliga konsumtionen öka förhållandevis snabbt, främst till följd av det stora antalet asylsökande i

**Diagram 4:5. BNP i Sverige**

Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data

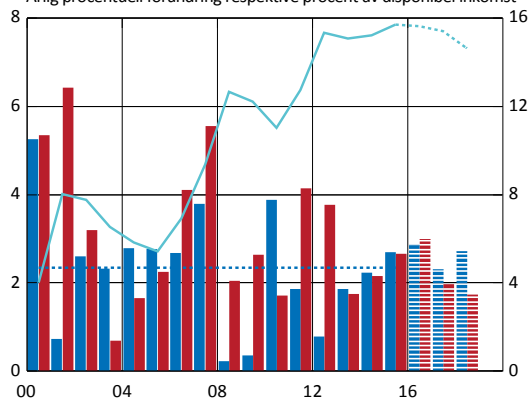


..... September  
..... Juli

Källor: SCB och Riksbanken

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

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



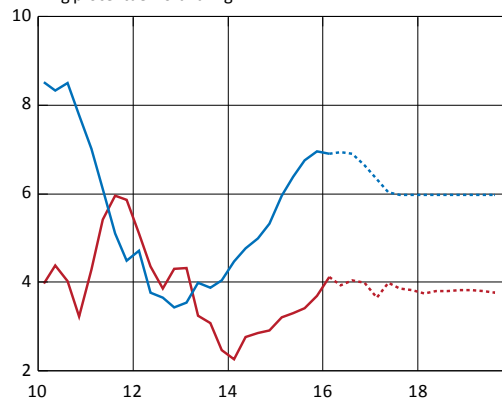
..... Sparkvot (höger skala)  
■ Konsumtion (vänster skala)  
■ Real disponibel inkomst (vänster skala)

Anm. Sparkvoten är inklusive kollektivt försäkringssparande. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator. Streckad linje avser genomsnitt av konsumtionen mellan 1994 och 2015.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:7. Hushållens skulder och disponibla inkomst**

Årlig procentuell förändring



..... Hushållens skulder  
..... Disponibel inkomst

Källor: SCB och Riksbanken

fjol. Att barn och äldre utgör en allt större andel av befolkningen bidrar också till ökningen. Det starka konjunkturläget innebär också att skatteintäkterna ökar, vilket leder till att det offentliga sparandet gynnas och blir positivt under prognosperioden.

Bostadsinvesteringarna har ökat mycket snabbt de senaste åren och ligger nu på den högsta nivån på drygt 20 år, cirka 5 procent av BNP. Trots att behovet av nya bostäder bedöms vara stort väntas tillväxten i bostadsinvesteringarna minska framöver, bland annat till följd av kapacitetsbegränsningar. Det innebär att bostadsinvesteringarna bedöms bidra allt mindre till tillväxten de kommande åren. I stället väntas näringslivets övriga investeringar öka snabbare i takt med att produktionen stiger ytterligare.

Återhämtningen på svenska exportmarknader går trögt, vilket dämpar efterfrågan på svenska varor och tjänster. Men under nästa år stärks konjunktoren i omvärlden, vilket leder till att exporten ökar snabbare. Jämfört med tidigare konjunkturuppgångar rör det sig ändå om en långsam uppgång. Sammantaget väntas BNP-tillväxten i genomsnitt uppgå till 2,5 procent per år 2016–2018.

#### Bostadspriserna ökar långsammare

Bostadspriserna har ökat mycket snabbt under flera år, men den årliga ökningstakten har dämpats under 2016. Amorteringskravet, och utvecklingen i bolåneräntorna, som har slutat falla efter en längre tids nedgång, har sannolikt bidragit till denna utveckling. I takt med att räntan så småningom börjar höjas och de reala disponibla inkomsterna ökar långsammare väntas prisökningstakten dämpas ytterligare.

Eftersom bostadsköp till stor del finansieras med lån väntas även hushållens skulder gradvis öka långsammare än under senare år. Men de väntas ändå fortsätta att öka snabbare än hushållens inkomster framöver (se diagram 4:7). I slutet av 2019 väntas hushållens skulder som andel av disponibel inkomst uppgå till cirka 195 procent.

#### Sysselsättningstillväxten bromsar in

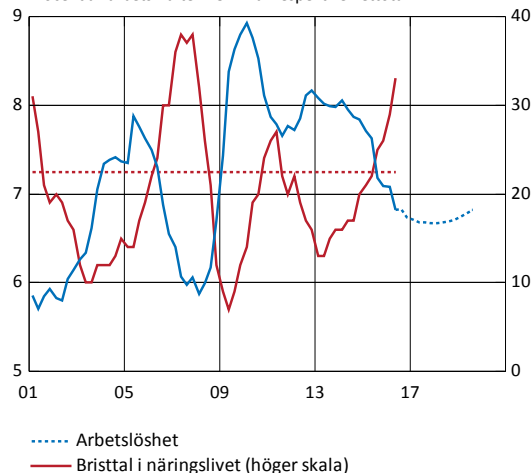
Både antalet arbetade timmar och antalet sysselsatta har ökat starkt det första halvåret i år. Det andra kvartalet i år uppgick arbetslösheten till 6,8 procent och sysselsättningsgraden ligger på en hög nivå i vissa grupper. Även antalet undersysselsatta, det vill säga sysselsatta som velat och kunnat arbeta fler timmar än vad de gjort, har minskat.

Samtidigt som sysselsättningsgraden stigit och arbetslösheten minskat har andelen företag som rapporterar om brist på arbetskraft i näringslivet ökat till en relativt hög nivå (se diagram 4:8). Efterfrågan på arbetskraft är därmed fortsatt hög. Den redan höga sysselsättningsgraden och att det blivit svårare att rekrytera medför att sysselsättningstillväxten väntas bromsa in något nästa år.

Den goda efterfrågan på arbetskraft har ökat möjligheterna för arbetslösa att finna ett arbete. Därmed har jobbchan-

**Diagram 4:8. Arbetslöshet och bristtal**

Procent av arbetskraften 15–74 år respektive netttotal

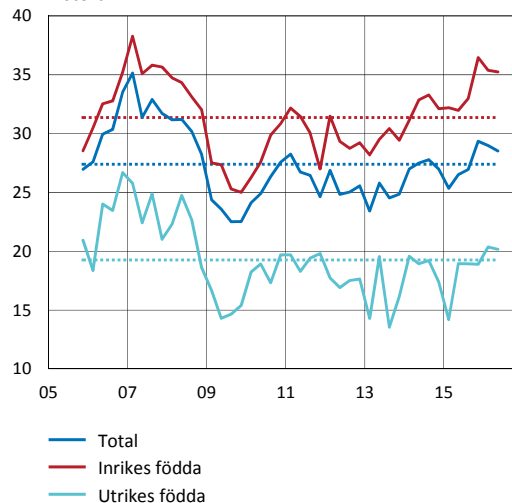


Anm. Röd streckad linje avser medel för bristtal från 1996 till och med senaste utfall.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

**Diagram 4:9. Jobbchans för olika grupper**

Procent

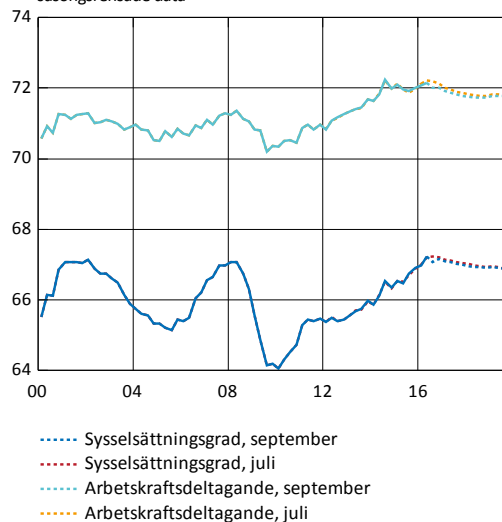


Anm. Antalet personer, fördelat på olika grupper, som har övergått i arbete aktuellt kvartal som andel av antalet arbetslösa föregående kvartal. Streckade linjer avser medel från fjärde kvartalet 2005 till och med senaste utfall.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:10. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande**

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



Källor: SCB och Riksbanken

sen, det vill säga andelen av de arbetslösa som övergår till sysselsättning från ett kvartal till ett annat, stigit för både inrikes och utrikes födda (se diagram 4:9). Jobbchansen bland utrikes födda är dock avsevärt lägre än bland inrikes födda. Till skillnad från för inrikes födda, befinner den sig bland utrikes födda fortsatt på en betydligt lägre nivå än före finanskrisen.

Till följd av ändrade migrationsregler har antalet asylsökande fallit, från cirka 163 000 personer under helåret 2015 till knappt 18 000 under de första sju månaderna 2016. Det stora inflödet i fjol har dock medfört långa handläggningstider hos Migrationsverket, vilket bidrar till att det dröjer innan dessa asylsökande kan komma att ingå i befolkningen. Tack vare invandringen växer likväl befolkningen i arbetsför ålder fortsatt i en snabbare takt än genomsnittet för 2000-talet under de kommande åren. Det tar dock tid för nyanlända att etablera sig på arbetsmarknaden och utrikes födda har i genomsnitt lägre arbetskraftsdeltagande och sysselsättningsgrad än den arbetsföra befolkningen som helhet. Att andelen utrikes födda i befolkningen ökar medför därmed att både arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden minskar något de kommande åren (se diagram 4:10). I takt med att de nyanlända i allt större utsträckning träder in i arbetskraften planar arbetslösheten ut och stiger sedan svagt (se diagram 4:8).

Riksbanken bedömer att resursutnyttjandet i ekonomin i nuläget är normalt. De kommande åren växer både BNP och antalet arbetade timmar så pass snabbt att resursutnyttjandet i ekonomin väntas stiga ytterligare framöver (se diagram 4:11).

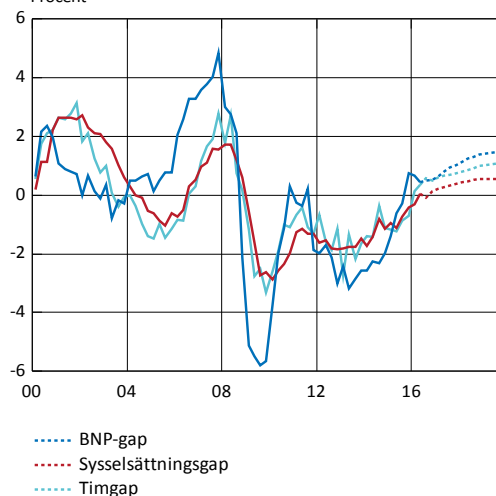
### Högre kostnadstryck

De preliminära utfallen för konjunkturlönestatistiken har de senaste månaderna kommit in mycket lågt. De definitiva utfallen kommer med ett års fördröjning. Många avtal slöts under dessa månader och i likhet med utfallen efter avtalsrörelserna 2010 och 2013 bedöms de preliminära utfallen revideras upp (se diagram 4:12). Bedömningen är sammantaget att lönerna 2016 växer med 2,7 procent. I höst påbörjas en ny avtalsrörelse och nästan lika många avtal ska slutas under våren 2017 som i år (se fördjupningen "Inför 2017 års avtalsrörelse"). Eftersom avtalen utgör en stor del av de totala lönerna tar Riksbanken hänsyn till nivån på avtalen vid bedömningen av löneutvecklingen och följer diskussionerna kring avtalsförhandlingarna noga.

Löneutvecklingen utöver avtalad lön påverkas av flera faktorer, bland annat tillgången och efterfrågan på arbetskraft. Att bristtalen i näringslivet inte varit så höga som idag sedan 2007, och att det även råder brist på arbetskraft för flera yrkesgrupper inom den offentliga sektorn bedöms medföra att lönerna pressas upp.

Att socialavgifter höjts för de under 26 år, och att särskild löneskatt införts för de som fyllt 65 år, bidrog till att arbets-

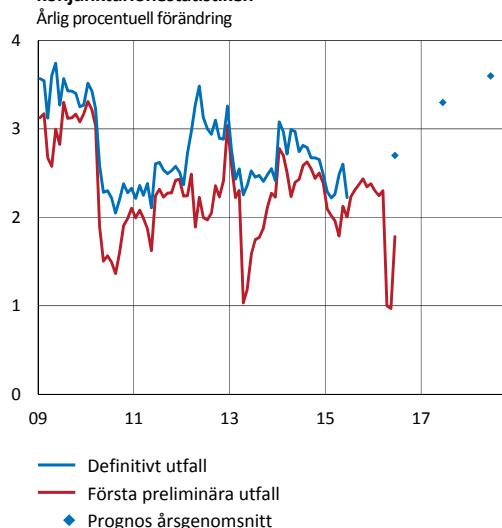
Diagram 4:11. BNP-gap, sysselsättningsgap och timgap  
Procent



Anm. Gapen avser BNP:s, antalet arbetade timmars, respektive antalet sysselsattas avvikelse från Riksbankens bedömda trender.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:12. Första preliminära och definitiva utfall för konjunkturlönestatistiken



Anm. Konjunkturlönestatistiken revideras tolv månader tillbaka. De första preliminära utfallen avser den första publiceringen av utfall och de definitiva utfallen de reviderade utfallen. Riksbankens prognos avser de definitiva utfallen.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

kostnaderna, summan av löner och arbetsgivaravgifter, väntas öka mer än timlönerna 2016. Därefter bedöms arbetskostnaderna stiga i linje med timlönerna. Arbetskostnaderna bedöms öka mer än produktiviteten, vilket leder till att arbetskostnaden per producerad enhet stiger de kommande åren (se diagram 4:13).

### Kronan förstärks långsamt framöver

Kronan i konkurrensvägda termer (KIX) förstärktes under 2015, men har sedan försvagats under 2016, i synnerhet under senare tid. Den nominella växelkursen har blivit något svagare än vad Riksbanken väntade sig i juli. Effekten på den reala växelkursen är dock mindre eftersom omvärldsinflationen samtidigt reviderats ned 2016. Under prognosperioden väntas kronan förstärkas långsamt både i nominella och reala termer, bland annat till följd av en relativt god ekonomisk utveckling i Sverige jämfört med omvärlden (se diagram 4:14).

Men kronans utveckling är osäker och beror bland annat på hur konkurrenskraftig den svenska ekonomin är och hur penningpolitiken utformas i relation till omvärldens. Sverige har under en lång tid haft stora överskott i bytesbalansen (se diagram 4:15), vilket är förenligt med att den reala växelkursen i genomsnitt varit svagare än sin långsiktiga nivå. Men bytesbalansöverskottet har minskat sedan 2007 och förstärkningen av den reala växelkursen i prognosen är förenlig med att bytesbalansöverskottet minskar ytterligare framöver. Sammantaget bör kronan stärkas på längre sikt, men med hur mycket, och hur snabbt detta sker, är osäkert.

### Inflationen stiger mot 2 procent

Den underliggande inflationen mätt med KPIF har stigit trendmässigt senaste året och bedöms fortsätta stiga från dagens ungefär 1,4 procent till nära 2 procent under 2017 (se diagram 4:16). Inflationen är i dagsläget lägre enligt KPI än enligt KPIF, på grund av att hushållens bostadsräntor fallit det senaste året. År 2018 och 2019 bedöms KPI öka snabbare än KPIF. Det beror på att räntekostnaderna övergår från att bidra negativt till att bidra positivt till KPI-inflationen när reporäntan börjar höjas. Den underliggande inflationen mätt med KPIF exklusive energipriser bedöms stiga snabbare under 2017, efter att det senaste året ha pendlat runt 1,5 procent. Att inflationen stiger beror bland annat på snabbare prisökningar på många tjänster allteftersom resursutnyttjandet stiger. Mäts inflationen med det EU-harmoniserade inflationsmättet HIKP är den lägre än mätt med KPIF i år, men 2017 och 2018 är skillnaden liten (se diagram 4:17). Jämfört med den penningpolitiska rapporten i juli är revideringarna i inflationsprognosen överlag små (se diagram 1:5–1:7).

Två viktiga orsaker till att inflationen är högre nu jämfört med 2014 är att kronan har försvagats och att resursutnyttjandet i svensk ekonomi samtidigt har stigit. Båda dessa faktorer bedöms bli viktiga för prisutvecklingen även framöver. Kronan är svag i ett historiskt perspektiv, och som diskuteras

Diagram 4:13. Kostnadstryck i hela ekonomin

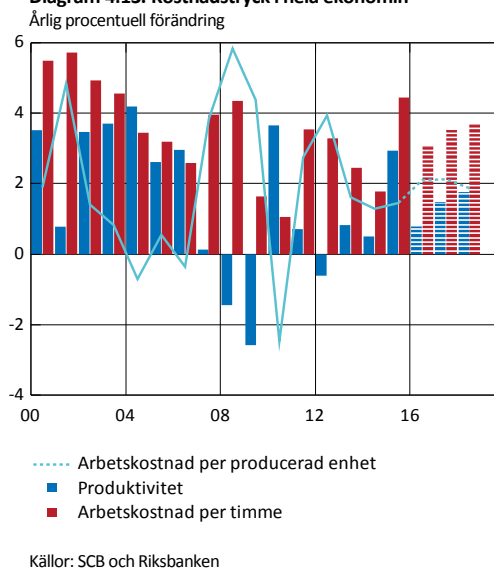
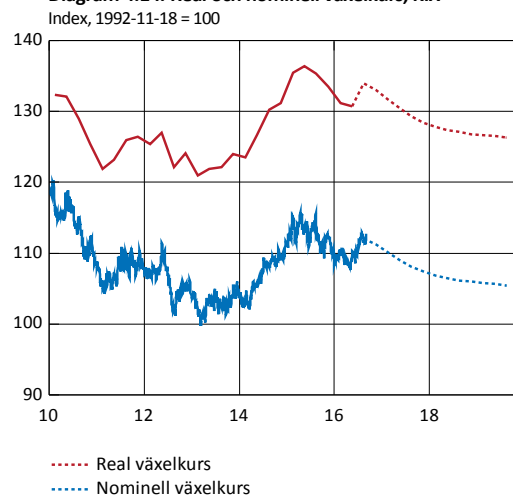


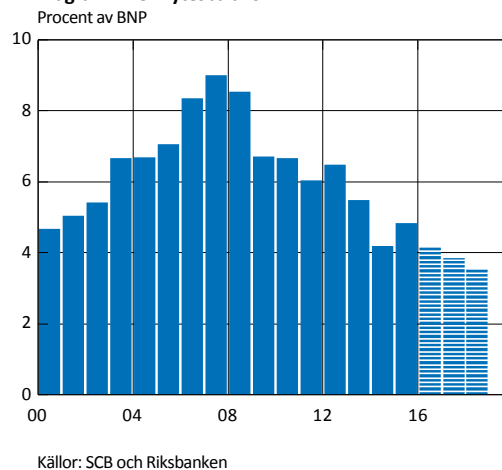
Diagram 4:14. Real och nominell växelkurs, KIX



Anm. Real växelkurs är deflaterad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Utfall är dagsdata för nominell växelkurs, utfall för real växelkurs samt prognoser avser kvartalsmedelvärden. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

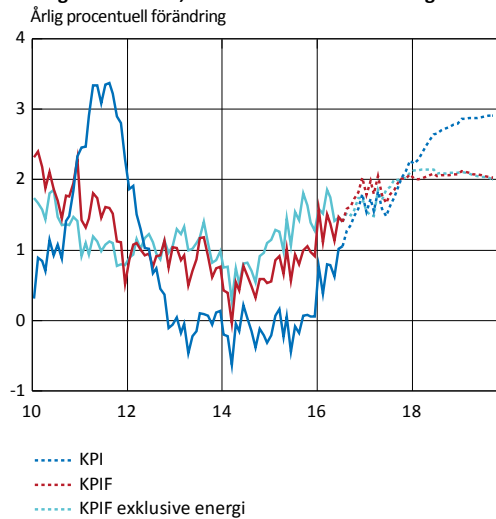
Diagram 4:15. Bytesbalans



ovan, väntas den stärkas gradvis framöver (se diagram 4:14). Sammantaget bedöms det positiva bidraget från växelkursen till inflationen minska i år, för att under prognosperioden dämpas ytterligare. Det ökade resursutnyttjandet bidrar nu i allt högre grad till att inflationen stiger. Det allt starkare konjunkturläget leder, med viss eftersläpning, till att företagen lättare kan höja sina priser kommande år.

Inflationsprognosen påverkas också av flera förändringar i skatter och subventioner, bland annat två skatteändringar som aviserats den senaste tiden. För det första ämnar regeringen sänka effektskatten på kärnkraft och finansiera sänkningen med höjd energiskatt på el, vilket höjer konsumentpriset på el från och med januari 2017. Sänkningen av effektskatten bedöms samtidigt inte påverka elpriset på den nordeuropeiska marknaden Nord Pool nämnvärt. För det andra väntas en skatt på kemikalier i viss elektronik införas från juli 2017, vilket innebär högre kostnader för producenter och återförsäljare. Riksbanken bedömer att en del av dessa kostnader kommer att föras över till konsumentledet och på marginalen höja inflationen. Sammantaget ger alltså de aviserade förändringarna något högre uppmätt inflation från och med 2017.

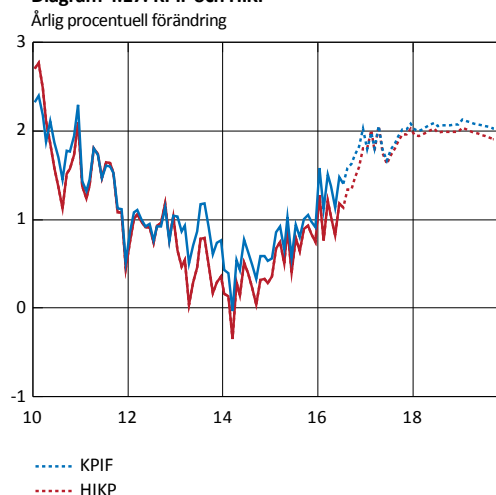
**Diagram 4:16. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi**



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:17. KPIF och HIKP**



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken



## FÖRDJUPNING – Inför 2017 års avtalsrörelse

De flesta avtal i den senaste avtalsrörelsen slöts på ett år, vilket innebär att nya avtal för nästan 2,5 miljoner anställda ska träffas redan under 2017. Jämfört med läget inför 2016 års avtalsrörelse har såväl den faktiska inflationen som parternas inflationsförväntningar stigit tydligt. Arbetsmarknaden har stärkts ytterligare med högre sysselsättningsgrad och lägre arbetslöshet. I dagsläget upplever företag på många håll i ekonomin problem med att rekrytera, vilket avspeglas i höga bristtal och långa rekryteringstider. Understödd av en expansiv penningpolitik bedöms resursutnyttjandet i ekonomin fortsätta att stiga och leda till en utveckling mot mera normala löneökningar efter flera år av låga utvecklingstal.

### Riksbanken värnar inflationsmålet

Inflationsmålet har sedan slutet av 1990-talet fungerat som en gemensam utgångspunkt för arbetsmarknadens parter i deras förhandlingar. Det är tydligt att det har gynnat den allmänna ekonomiska utvecklingen i Sverige. Stora svängningar i priser och löner försvårar för alla aktörer och skapar samhällsekonomiska kostnader. Tydliga spelregler och förutsägbarhet minskar istället osäkerheten och skapar stabilitet i ekonomin. Penningpolitiken i Sverige har under en längre tid präglats av låg svensk inflation, stor osäkerhet om konjunkturutvecklingen i omvärlden och låga globala räntor. Riksbanken har vidtagit kraftfulla åtgärder för att inflationen ska stiga och stabiliseras runt målet på 2 procent och att inflationsförväntningarna ska hållas förenliga med inflationsmålet. Reporäntan har sänkts till -0,50 procent och Riksbanken har genomfört omfattande köp av statsobligationer. Den expansiva penningpolitiken har bidragit till de senaste årens positiva utveckling i svensk ekonomi. På så sätt värnar Riksbanken förtroendet för inflationsmålet.

### Dags för en stor avtalsrörelse igen

Under 2016 omförhandlades avtal för cirka 3 miljoner anställda. De flesta av dessa avtal löper på ett år vilket innebär att nya avtal för nästan 2,5 miljoner anställda ska träffas under 2017. För drygt hälften av dessa arbetstagar, däribland de industrianställda, löper avtalen ut den sista mars 2017. Förberedelser inför avtalsrörelsen är redan i full gång. I mitten av oktober beslutar LO och dess förbund vilka krav de ska ställa på avtalens allmänna villkor och konstruktion. Senare under hösten presenteras sifferfatta yrkanden från LO och Facken inom industrin. Förhandlingarna inom industrin ska inledas senast tre månader innan gällande avtal löper ut, vilket innebär att avtalskraven ska växlas mellan arbetstagar och arbetsgivare före årsskiftet.

### Osäkerhet kring industrins normering

Sedan Industriavtalets tillkomst 1997 har industrins avtal varit normerande för resten av arbetsmarknaden. Inför 2016 års avtalsrörelse var dock industrins lönenormerande roll ifrågasatt från flera håll och förbunden inom LO lyckades inte enas om en samordning av sina krav. Flera fackförbund yrkade på högre löneökningar än vad Facken inom industrin begärt och arbetsgivarna yrkade på avsevärt lägre löneökningar. Till slut hamnade de flesta avtal ändå i linje med industrins avtal, det vill säga 2,2 procents arbetskostnadsökningar på ett år. Kommunals avtal med Sveriges kommuner och landsting utgör ett viktigt undantag. De slöt ett treårigt avtal och en särskild satsning på undersköterskor i avtalet ger högre löneökningar för denna grupp såväl det första som de kommande två avtalsåren. Denna särskilda satsning var dock förankrad hos industrifacken.

Även inför 2017 års avtalsrörelse har det uttryckts en osäkerhet kring acceptansen för industrins lönenormerande roll och samordningen inom LO. Bland annat finns en spänning mellan industrifacken och de mer hemmamarknadsorienterade förbunden som delvis bottenar i skillnader avseende konjunkturläget och utvecklingen på arbetsmarknaden. Från industrifacken finns också en oro för att industrins avtal ska bli ett golv för andra grupper bland annat mot bakgrund av den allt större andelen sifferlösa avtal, framför allt inom offentlig sektor. Att överge industrins lönenormerande roll medför dock risker, särskilt som det i dagsläget saknas konkreta alternativ.

### Lönebildningen påverkas av många faktorer

På lång sikt bestäms löneutvecklingen i teorin av produktivitetstillväxten och prisutvecklingen. I det kortare perspektiv som en avtalsperiod sträcker sig över, normalt 1–3 år, är också konjunkturutvecklingen viktig för utfallet av löneförhandlingarna. I praktiken vägs också den internationella konkurrenskraften in, då lönebildningen även i en liten öppen ekonomi med rörlig växelkurs inte kan frikopplas från kostnadsutvecklingen i omvärlden. Även

vinstläget kan vara en viktig faktor i förhandlingarna. Det är parternas förväntningar på dessa bestämningsfaktorer som är avgörande för resultatet av förhandlingarna.

De totala löneökningarna bestäms dock inte bara av utfallet i de centrala (förbundsvisa) förhandlingarna. På en allt större del av arbetsmarknaden sker lönebildningen lokalt och individuellt. Därutöver tillkommer traditionell löneglidning och effekter på löneökningarna av olika strukturella förändringar som till exempel en ändrad sammansättning av arbetskraften. Utöver lönerns utveckling påverkas företagens arbetskostnader, och i förlängningen inflationen, också av lagstiftade och avtalade kollektiva avgifter.

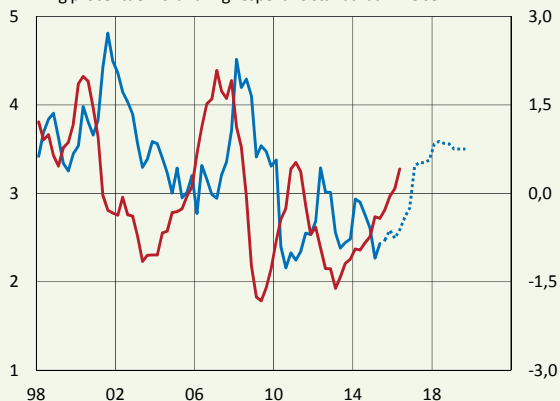
### Stigande löneökningstakt framöver

Under innevarande år har löneökningarna generellt blivit lägre än väntat. Utfallet i avtalsrörelsen var i stort sett i linje med 2013 års avtal, trots ett betydligt starkare läge på arbetsmarknaden. Under de närmaste åren bedömer Riksbanken att löneökningstakten tilltar. Den expansiva penningpolitiken har bidragit till att resursutnyttjandet och inflationen har stigit, vilket brukar innebära att löneökningstakten så småningom stiger (se Diagram 4:18).

Jämfört med upptakten till 2016 års avtalsrörelse har såväl den faktiska inflationen som parternas inflationsförväntningar stigit (se Diagram 4:19). Bilden av det aktuella vinstläget i näringslivet är inte entydig. Olika enkäter pekar på att företagen bedömer lönsamheten som normal. Vinstandelen är dock fortfarande låg i ett historiskt perspektiv, något som delvis kan bero på strukturella faktorer såsom förändringar av branschammansättningen. Arbetsmarknaden har samtidigt stärkts ytterligare med stigande sysselsättningsgrad och fallande arbetslöshet. Redan i dagsläget upplever företag på många håll i ekonomin problem med att rekrytera, vilket avspeglas i höga bristtal och långa rekryteringstider. Resursutnyttjandet

Diagram 4:18. Resursutnyttjande och löner

Årlig procentuell förändring respektive standardavvikelse



— Konjunkturlöner  
 ..... Prognos  
 — RU-indikatorn (höger skala)

Anm. RU-indikatorn är ett mått på resursutnyttjandet. Den är normaliserad så att medelvärde är 0 och standardavvikelsen är 1. Prognos innefattar även en bedömning av hur utfall kommer att revideras.

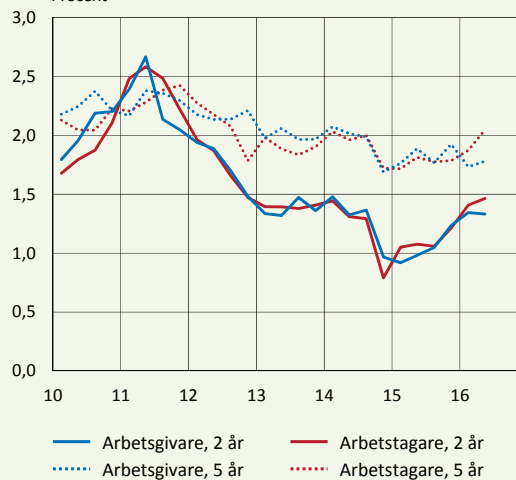
Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

bedöms fortsätta stiga de närmaste åren och detta stöder en utveckling mot högre och mera normala löneökningar efter flera år av historiskt låga utvecklingstal.

Riksbankens prognos för de totala löneökningarna innebär fortsatt måttliga ökningstal i år på drygt 2,5 procent som successivt stiger till cirka 3,5 procent de kommande åren, det vill säga ungefär i linje med det historiska genomsnittet (se Diagram 4:20). Prognosen innebär att reallönerna ökar ungefär i linje med produktiviteten. Att resursutnyttjandet bedöms vara högre än normalt de närmaste åren skulle kunna tala för att löneökningarna blir högre än i prognosen. En faktor som å andra sidan kan hålla tillbaka löneökningarna är att löneutvecklingen väntas bli dämpad i flera konkurrentländer.

Diagram 4:19. Inflationsförväntningar bland arbetsmarknadens parter

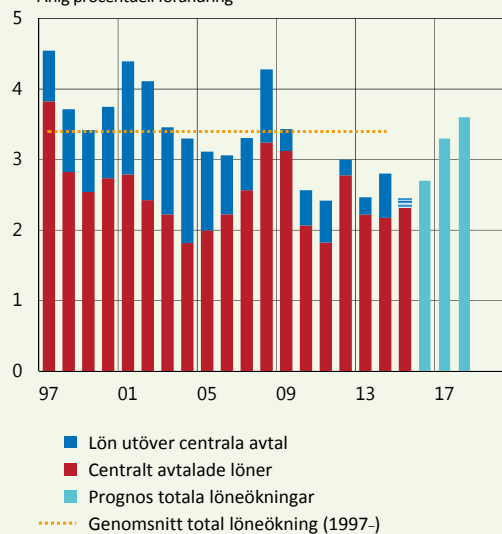
Procent



Källa: TNS Sifo Prospera

Diagram 4:20. Totala och avtalade löner

Årlig procentuell förändring



Anm. Medlingsinstitutet ändrade 2009 metoden för beräkningen av avtal. De exkluderade då sifferlösa avtal från beräkningen, tidigare lades sifferlösa avtal in med värdet noll. Det innebär att avtal före 2009 är något underskattade och restposten är något överskattad.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

## Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

**Tabell 1. Reporänteprognos**

Procent, kvartalsmedelvärden

	2016 kv 2	2016 kv 3	2016 kv 4	2017 kv 3	2018 kv 3	2019 kv 3
Reporänta	-0,5	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,5)	0,1 (0,1)	0,6 (0,6)

Källa: Riksbanken

**Tabell 2. Inflation**

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2015	2016	2017	2018
KPI	0,0	1,1 (1,0)	1,8 (1,7)	2,6 (2,6)
KPIF	0,9	1,5 (1,5)	1,9 (1,8)	2,1 (2,0)
KPIF exkl. energi	1,4	1,6 (1,5)	1,8 (1,8)	2,1 (2,1)
HIKP	0,7	1,2 (1,2)	1,9 (1,8)	2,0 (2,0)

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

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning**

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2015	2016	2017	2018
Reporänta	-0,3	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,5)	0,0 (0,0)
10-årsränta	0,8	0,4 (0,7)	1,0 (1,5)	2,1 (2,5)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	112,6	110,5 (109,8)	108,7 (107,4)	106,4 (105,8)
Offentligt finansiellt sparande*	-0,1	0,1 (0,0)	0,0 (0,1)	0,2 (0,3)

\* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 4. Internationella förutsättningar**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2015	2016	2017	2018
Euroområdet	0,14	0,47	1,6	1,5 (1,5)	1,4 (1,4)	1,7 (1,7)
USA	0,16	0,08	2,6	1,5 (1,9)	2,4 (2,2)	2,1 (2,2)
Japan	0,05	0,02	0,6	0,5 (0,7)	0,9 (1,1)	0,9 (1,1)
Kina	0,15	0,08	6,9	6,6 (6,5)	6,1 (6,0)	5,9 (5,9)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,0	1,9 (1,9)	2,1 (2,1)	2,3 (2,3)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,1	3,1 (3,2)	3,5 (3,5)	3,6 (3,6)

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen enligt IMF. Riksbanken uppdaterar vikterna för kronindexet KIX i början av varje år, med tre års eftersläpning. Siffrorna i tabellen är baserade på KIX-vikter för 2013 som används för 2016 och ett antagande om att vikterna under kommande prognosår kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de tidigare fem åren.

KPI	2015	2016	2017	2018
Euroområdet (HIKP)	0,0	0,2 (0,3)	1,2 (1,3)	1,5 (1,5)
USA	0,1	1,1 (1,3)	2,2 (2,2)	2,4 (2,2)
Japan	0,8	-0,1 (0,1)	0,9 (1,1)	1,6 (1,7)
KIX-vägd	1,1	1,1 (1,3)	1,9 (2,1)	2,1 (2,1)

	2015	2016	2017	2018
Styrränta i omvärlden, procent	0,1	-0,1 (-0,1)	-0,2 (-0,2)	-0,1 (-0,1)
Råolja, USD/fat Brent	53,5	44,8 (45,8)	52,0 (53,0)	54,7 (54,7)
Svensk exportmarknad	3,1	1,4 (2,0)	3,0 (3,0)	4,0 (4,0)

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

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

**Tabell 5. Försörjningsbalans**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

\* 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

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

\* Procent av arbetskraften

Anm. Med potentiellt arbetade timmar avses den långsiktigt hållbara nivån på antal arbetade timmar enligt Riksbankens bedömning.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin**

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

	2015	2016	2017	2018
Timlön, KL	2,4	2,7 (2,8)	3,3 (3,3)	3,6 (3,6)
Timlön, NR	3,5	2,7 (3,1)	3,5 (3,5)	3,8 (3,8)
Arbetsgivaravgifter*	0,9	0,4 (0,5)	0,0 (0,0)	-0,1 (-0,1)
Arbetskostnad per timme, NR	4,4	3,0 (3,6)	3,5 (3,5)	3,7 (3,7)
Produktivitet	2,9	0,8 (1,3)	1,5 (1,4)	1,8 (1,7)
Arbetskostnad per producerad enhet	1,5	2,2 (2,2)	2,0 (2,1)	1,9 (1,9)

\* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken





**SVERIGES RIKSBANK**  
103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)  
Tel 08 - 787 00 00  
Fax 08 - 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK.  
ISSN 1654-1049 (tryckt)  
ISSN 2000-1932 (online)