

Penningpolitisk rapport

December 2016



Penningpolitisk rapport

Riksbankens penningpolitiska rapport publiceras sex gånger om året. Rapporten beskriver de överväganden Riksbanken gjort när man kommit fram till vad som är en lämplig penningpolitik.¹ Rapporten innehåller en beskrivning av de framtida inflations- och konjunkturutsikterna baserad på den penningpolitik som Riksbanken för närvarande anser 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 20 december 2016. Rapporten går att ladda ned i pdf format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se där det också finns mer information om Riksbanken.

¹ Se "Penningpolitiken i Sverige" på nästa sida för en genomgång av den penningpolitiska strategin och av vad som kan betraktas som en lämplig penningpolitik.

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISK STRATEGI

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som ett mål för inflationen som innebär att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och 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

Ljusare konjunkturutsikter i både omvärlden och Sverige 5

Den aktuella penningpolitiken 7

Osäkerhet och risker 9

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden 13

Internationell utveckling 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 25

FÖRDJUPNING – Växelkursens genomslag på inflationen 29

Tabeller 32

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har utsikterna för den realekonomiska utvecklingen i omvärlden och Sverige sammantaget förbättrats något. Återhämtningen i omvärlden fortsätter de kommande åren och den globala inflationen väntas stiga från sin nu låga nivå. Den expansiva penningpolitiken i Sverige med negativ reporänta och köp av statsobligationer har bidragit till starkare konjunktur, svagare krona, högre inflation och stigande inflationsförväntningar. Det finns goda förutsättningar för att inflationen ska fortsätta stiga. I mitten av 2018 väntas den nå 2 procent.

Men inflationen har utvecklats något svagare än väntat de senaste månaderna och det är fortsatt osäkert hur snabbt inflationen kommer att stiga framöver. Inflationsuppgången behöver därför fortsatt stöd från penningpolitiken och direktionen har beslutat att utöka köpen av statsobligationer med 30 miljarder kronor, under första halvåret 2017. Därtill kommer återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen att uppgå till ungefär 30 miljarder kronor under 2017. Reporäntan behålls på –0,50 procent men reporäntebanan avspeglar att det fortsätter att finnas en större sannolikhet för att räntan sänks än att den höjs den närmaste tiden och att långsamma höjningar inte kommer att inledas förrän i början av 2018. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmållets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Ljusare konjunkturutsikter i både omvärlden och Sverige

Återhämtningen i omvärlden fortsätter i en måttlig takt. Jämfört med bedömningen i oktober ser dock utvecklingen något starkare ut. En fortsatt expansiv penningpolitik och i viss mån även en mer expansiv finanspolitik understödjer återhämtningen.

I USA förstärktes tillväxten det tredje kvartalet efter några svaga kvartal. Tillväxten väntas bli förhållandevis snabb under prognosperioden med fortsatt växande konsumtion och en god utveckling på arbetsmarknaden. De finanspolitiska stimulanser som aviserats väntas bidra positivt till den ekonomiska aktiviteten och till högre inflation de närmaste åren. Det råder dock stor osäkerhet kring den slutliga utformningen av förslagen och i vilken utsträckning de sedan genomförs. I ett längre perspektiv kan en alltför expansiv finanspolitik leda till att den offentliga skuldsättningen växer till nivåer som istället hotar tillväxten. Om aviseringar om mer protektionistisk handelspolitik och striktare immigrationslagar skulle bli verklighet bedöms detta få negativa effekter på världshandeln och global tillväxt. I euroområdet väntas återhämtningen fortsätta i måttlig takt i linje med tidigare prognos.

Prognosen för BNP-tillväxten i de länder som är viktigast för svensk ekonomi (KIX-viktad) är nu något högre 2017 än prognosen i oktober. Tillväxten bedöms stiga från 2,0 procent 2016 till 2,3 procent i slutet av prognosperioden. Ett gradvis högre resursutnyttjande i omvärlden medför att

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Den globala återhämtningen väntas fortsätta.
Omvärldens centralbanker befinner sig i olika penningpolitiska faser.
Svensk konjunktur allt starkare – resursutnyttjandet något högre än normalt och väntas stiga ytterligare.
De långsiktiga inflationsförväntningarna är tillbaka nära 2 procent och inflationen bedöms nå målet i mitten av 2018.
Inflationsuppgången behöver dock fortsatt stöd. Reporäntan behålls på –0,50 procent och köpen av statsobligationer utökas med 30 miljarder kronor under första halvåret 2017.

Tabell 1:2.

Viktiga revideringar i prognosen
Utfall och indikatorer pekar på en något starkare omvärldsutveckling nästa år.
Växelkursen något svagare 2017–2019.
Svensk tillväxt något starkare 2017.

inflationen ökar, även om uppgången i euroområdet är långsam. Inflationen (KIX-viktad) väntas stiga från 1,1 procent i år till 2,1 procent 2019.

Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, höjde intervallet för sin styrränta med 0,25 procentenheter till 0,5–0,75 procent vid sitt penningpolitiska möte i december. Medianprognosen från ledamöterna i den penningpolitiska kommittén justerades även upp och indikerar nu tre räntehöjningar under 2017. Marknadens förväntningar på höjningar av den amerikanska styrräntan ligger något lägre men har stigit tydligt sedan den penningpolitiska rapporten i oktober. I euroområdet beslutade den europeiska centralbanken, ECB, att förlänga stödköpsprogrammet med ytterligare nio månader till december 2017. Enligt det nya programmet kommer de månatliga köpen att dras ned från 80 miljarder till 60 miljarder euro.

Svensk konjunktur allt starkare

Resursutnyttjandet är för närvarande nära eller något över sin normala nivå enligt flera indikatorer. De kommande åren, med en tillväxt som är snabbare än normalt, väntas resursutnyttjandet stiga ytterligare.

Den svenska BNP-tillväxten har sedan en tid tillbaka, med stöd av en expansiv penningpolitik, varit stark (se diagram 1:1 och 1:2). Tillväxten för det tredje kvartalet blev 2,0 procent jämfört med andra kvartalet och uppräknat till årstakt, vilket var något högre än prognosen i oktober. Förtroendeindikatorer visar stigande optimism både i näringslivet och bland hushållen och tillväxtprognosen för 2017 är något uppreviderad.

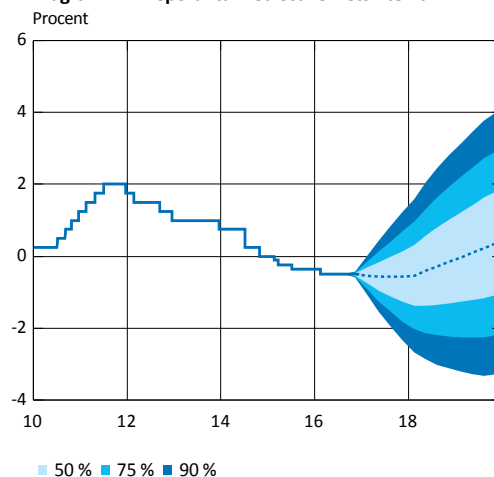
Efterfrågan på många av Sveriges viktigaste exportmarknader väntas öka de närmaste åren och den inhemska efterfrågan växer i god takt. Efterfrågan på arbetskraft är stor och arbetsmarknaden fortsätter stärkas. Sammantaget bedöms BNP växa med 3,4 procent i år. Därefter avtar tillväxttakten successivt till 2,1 procent 2019.

Inflationen stiger långsamt

Inflationen mätt med KPI har under en längre tid varit låg och hållits tillbaka av fallande räntekostnader. Under det senaste halvåret har den dock ökat och är nu 1,4 procent (se diagram 1:3). Inflationen mätt med KPIF har stigit trendmässigt sedan 2014 (se diagram 1:4). Det beror bland annat på att resursutnyttjandet och energipriserna stigit, och att kronan försvagats.

Inflationsutvecklingen de senaste månaderna har varit svagare än väntat men eftersom resursutnyttjandet bedöms fortsätta att stiga de närmaste åren är förutsättningarna för en fortsatt uppgång i inflationen goda. Resursutnyttjandet påverkar dock inflationen med en viss eftersläpning (se fördjupningen "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation" i den penningpolitiska rapporten i oktober). Det innebär att dagens goda konjunkturläge ännu inte fått fullt genomslag på prisutvecklingen.

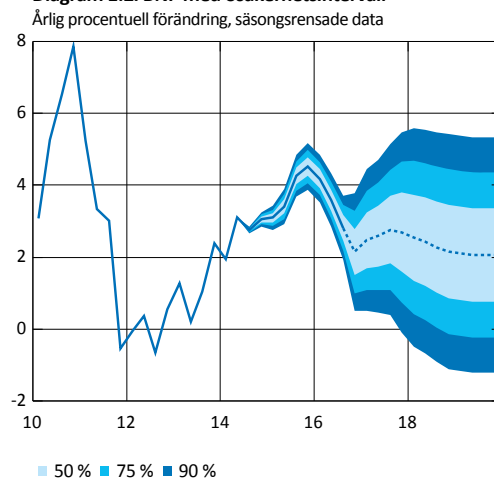
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall



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

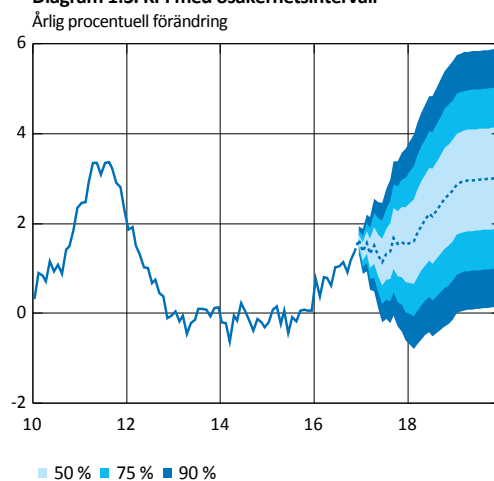
Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall



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. KPI med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

Prognosen för inflationen är i stort sett oförändrad jämfört med i oktober. Inflationen mätt med KPI, KPIF och KPIF exklusive energi väntas öka långsamt och nå 2 procent i mitten av 2018 (se diagram 1:5–1:7).

Sedan i våras har kronans växelkurs försvagats. Jämfört med Riksbankens prognos i oktober har kronan också blivit svagare än väntat. Framöver väntas kronan stärkas långsamt. Prognosen innebär en något svagare kronkurs under hela prognosperioden jämfört med bedömningen i oktober (se diagram 1:8).

Den aktuella penningpolitiken

Penningpolitiken i Sverige har under en längre tid präglats av alltför låg inflation, stor osäkerhet om konjunkturutvecklingen i omvärlden och låga globala räntor. Mot den bakgrunden har Riksbanken sänkt reporäntan till –0,50 procent och genomfört omfattande köp av statsobligationer. Syftet med den expansiva penningpolitiken är att inflationen ska stiga och stabiliseras runt målet på 2 procent och att inflationsförväntningarna ska vara förenliga med inflationsmålet. Ett högt förtroende för inflationsmålet skapar förutsättningar för en väl fungerande pris- och lönebildning samt en god ekonomisk utveckling i Sverige.

Fortsatt kraftfullt penningpolitiskt stöd

Riksbankens expansiva penningpolitik har fått ett brett genomslag och pressat ner räntorna i svensk ekonomi. Penningpolitiken har på så sätt bidragit till de senaste årens positiva ekonomiska utveckling med hög tillväxt, fallande arbetslöshet och stigande inflation. De långsiktiga inflationsförväntningarna är också tillbaka nära 2 procent (se diagram 1:9).

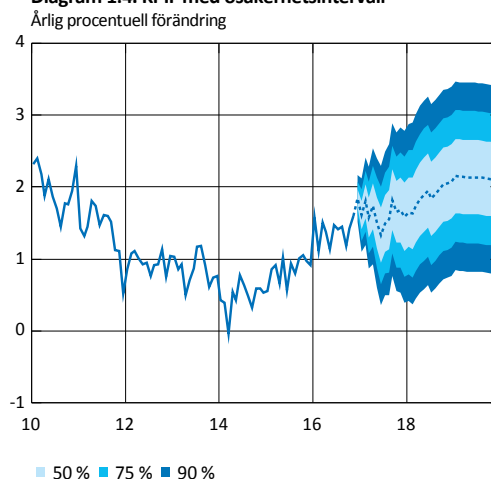
På det penningpolitiska mötet i oktober beslutade direktionen att hålla reporäntan kvar på dagens låga nivå, –0,50 procent, ett halvår längre än bedömningen i september. Prognosen för reporäntan avspeglade också att sannolikheten för en ytterligare sänkning var större än tidigare. Samtidigt betonade direktionen att den stod redo att utöka köpen av statsobligationer på det penningpolitiska mötet i december.

Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har den realekonomiska utvecklingen i omvärlden sammantaget varit något starkare än väntat. Återhämtningen i den globala konjunktoren fortsätter och jämfört med tidigare bedömning pekar utfall och indikatorer på ljusare utsikter nästa år i ekonomier som är viktiga för Sveriges export.

I Sverige är konjunktoren stark och väntas fortsätta förbättras de kommande åren. Konjunkturutsikterna ser nu också, liksom i omvärlden, lite ljusare ut än tidigare. Förtroendeindikatorer visar stigande optimism både i näringslivet och bland hushållen och efterfrågan på arbetskraft är fortsatt stor.

Samtidigt har den svenska inflationen utvecklats svagare än väntat de senaste månaderna. Den allt starkare konjunkturu-

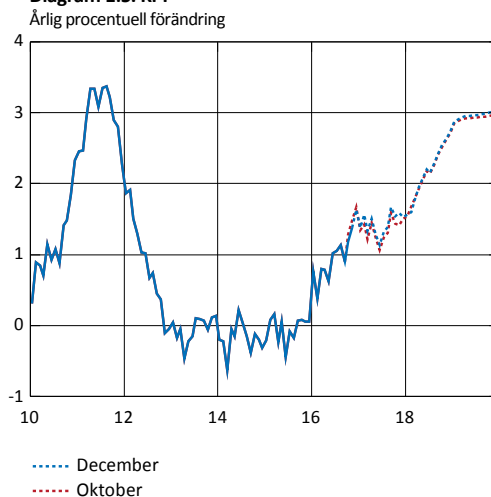
Diagram 1:4. KPIF med osäkerhetsintervall



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

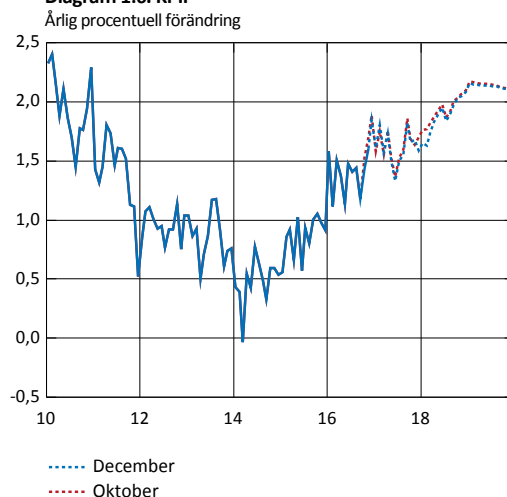
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:5. KPI



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:6. KPIF



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

ren innebär att det finns förutsättningar för en fortsatt inflationsuppgång, men det är osäkert hur snabbt inflationen påverkas och hur stor effekten blir.

Penningpolitiken i omvärlden har varit mycket expansiv under en längre tid. Men omvärldens centralbanker befinner sig nu i olika penningpolitiska faser. Den allt högre ekonomiska aktiviteten i den amerikanska ekonomin innebär att Federal Reserve har höjt intervallet för sin styrränta, samtidigt som den låga inflationen i euroområdet har föranlett ECB att ytterligare utöka sina penningpolitiska stimulanser. I denna penningpolitiska miljö är det svårt att veta hur kronans växelkurs kommer att utvecklas. I Riksbankens prognos väntas växelkursen långsamt förstärkas framöver, och för inflationsuppgången är det viktigt att förstärkningen sker just långsamt.

För att inflationen ska stiga mot 2 procent behöver penningpolitiken även fortsättningsvis vara mycket expansiv. Den något starkare realekonomiska utvecklingen förbättrar förutsättningarna för inflationsuppgången och direktionen har därför beslutat att behålla reporäntan på -0,50 procent. Den närmaste tiden fortsätter det dock att finnas en större sannolikhet för att räntan sänks än att den höjs. Reporäntebanan avspeglar också att långsamma räntehöjningar inte kommer att inledas förrän i början av 2018 (se diagram 1:10).

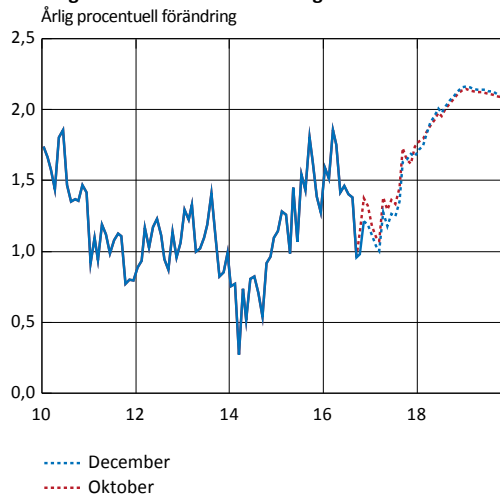
Omvärldens penningpolitik och kronans växelkurs fortsätter att skapa risker för inflationens utveckling. För att ytterligare stödja inflationen har direktionen därför beslutat att utöka köpen av statsobligationer med 30 miljarder kronor, under första halvåret 2017 (se diagram 1:11). Köpen omfattar både nominella och reala statsobligationer, motsvarande 15 respektive 15 miljarder kronor.

Tills vidare återinvesteras också förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen. Under 2017 kommer dessa förfall och kupongbetalningar att uppgå till ungefär 30 miljarder kronor. Ett stort förfall sker i augusti, men återinvesteringarna kommer att inledas efter årsskiftet 2016/17 och planeras fortgå under hela året. Vid mitten av 2017 kommer Riksbankens köp att uppgå till 275 miljarder kronor, exklusive återinvesteringar.

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

Svensk ekonomi har utvecklats positivt de senaste åren och utsikterna ser ljusa ut även framöver. Men även om svensk ekonomi idag står väl rustad kan det komma negativa överraskningar framöver som gör att penningpolitiken behöver anpassas. Riksbanken har därför en fortsatt beredskap att göra penningpolitiken mer expansiv om den trendmässiga inflationsuppgången skulle hotas och förtroendet för inflationsmålet försvagas. Alla de verktyg som Riksbanken har redogjort för i tidigare penningpolitiska rapporter, senast i september, kan fortfarande användas.

Diagram 1:7. KPIF exklusive energi

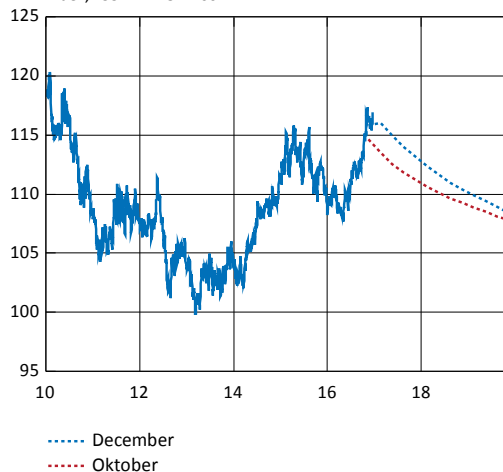


Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:8. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100

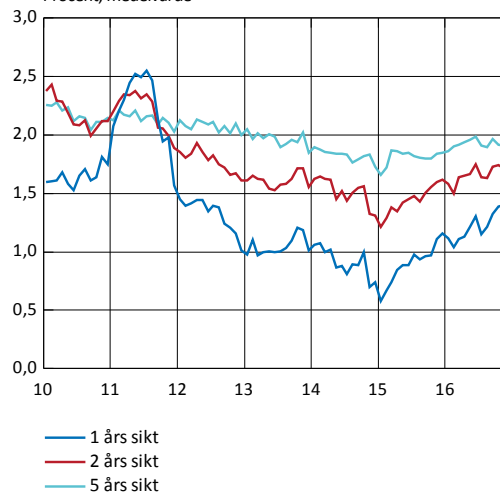


Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 1:9. Inflationförväntningar bland penningmarknadens aktörer

Procent, medelvärde



Källa: TNS Sifo Prospera

Penningpolitiska överväganden

Hur penningpolitiken utformas beror på en mängd faktorer och överväganden. Den penningpolitiska diskussionen har denna gång i stor utsträckning handlat dels om huruvida reporäntan bör sänkas ytterligare, dels om huruvida köpen av värdepapper ska utökas och i så fall på vilket sätt.

I dagsläget kännetecknas svensk ekonomi av en tillväxt som är något starkare än normalt och en arbetsmarknad som blir allt mer ansträngd. Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober ser också de realekonomiska utsikterna för både Sverige och omvärlden något ljusare ut. Dessa omständigheter talar för att behovet av en mer expansiv penningpolitik är litet.

Men inflationsutfallen, och i synnerhet den underliggande inflationen, har blivit lägre än väntat de senaste månaderna och det är fortsatt osäkert hur snabbt inflationen kommer att stiga framöver. Det är i detta sammanhang särskilt oroande att tjänstepriserna har utvecklats svagt under hösten, även om en viss uppgång har skett den senaste månaden. Historiskt har prisförändringar på tjänster varit relativt ihållande och dämpningen har föranlett Riksbanken att revidera ner inflationsprognosen och anpassa penningpolitiken tidigare under 2016. Ett svagare underliggande inflationstryck skulle kunna innebära att det tar längre tid för inflationen att nå 2 procent. Detta skulle tala för en mer expansiv penningpolitik.

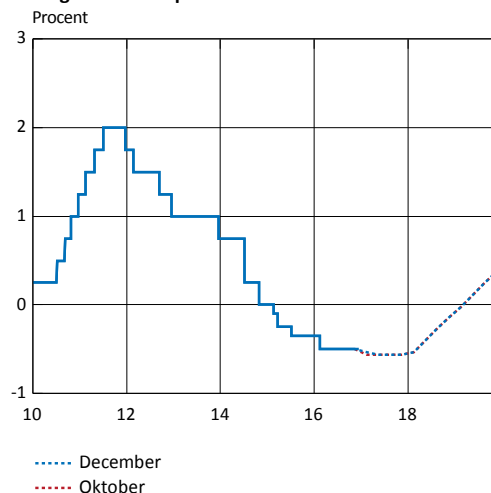
Inflationsprognosen är mycket känslig för omvärldsfaktorer och eftersom omvärldens penningpolitik påverkar kronans växelkurs har den betydelse för den svenska inflationsutvecklingen. Det är svårt att veta hur kronans växelkurs kommer att utvecklas i en miljö där ECB har utökat sina värdepappersköp samtidigt som Federal Reserve har höjt sin styrränta. Riksbanken bedömer att växelkursen kommer att förstärkas långsamt framöver. Om förstärkningen sker alltför snabbt skulle det kunna leda till att priserna på importerade varor och tjänster ökar långsammare och till att efterfrågan på svensk export blir lägre. En sådan utveckling skulle göra det svårare för Riksbanken att få upp inflationen och är alltså ytterligare en faktor som talar för att göra penningpolitiken mer expansiv.

Den starka realekonomiska utvecklingen stödjer alltså inflationsuppgången men det finns fortfarande risker som kan äventyra den. Direktionen har därför bedömt att det är lämpligt att fortsätta köpa statsobligationer under 2017. Samtidigt behålls reporäntan oförändrad på -0,50 procent.

Osäkerhet och risker

Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra, vilket osäkerhetsintervallen i diagram 1:1–1:4 illustrerar. I Riksbankens prognoser ska sannolikheten för ett sämre utfall i princip vara lika stor som sannolikheten för ett bättre

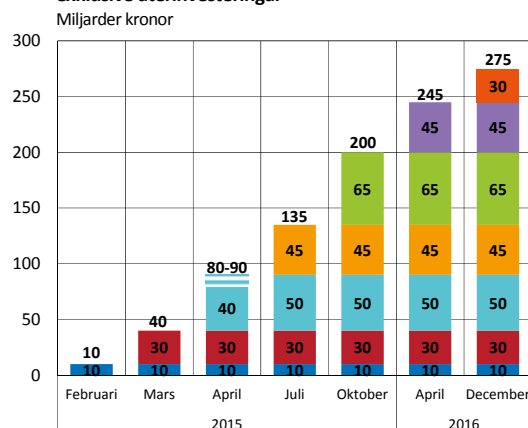
Diagram 1:10. Reporänta



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:11. Riksbankens beslutade köp av statsobligationer, exklusive återinvesteringar



Anm. Köpen av statsobligationer, exklusive återinvesteringar, kommer att pågå till mitten av 2017.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:12. Real reporänta



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

Källor: SCB och Riksbanken

utfall. Det är dock svårt att sätta siffror på dessa sannolikheter.

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

Återhämtningen i omvärlden väntas vara måttlig och är kantad av osäkerhet. Storbritanniens beslut att lämna EU innebär sannolikt minskad handel mellan länder och begränsningar i arbetskraftens rörlighet. Den politik som aviserats av USA:s nyvalde president Donald Trump kan få liknande effekter. En sådan utveckling skulle, främst på lite längre sikt, innebära en lägre ekonomisk tillväxt globalt. Mer protektionism och därmed högre importkostnader och mindre konkurrens skulle samtidigt kunna medföra högre inflation.

Trump har även aviserat omfattande finanspolitiska stimulanser i USA, men det är ännu oklart hur dessa kommer att utformas och i vilken utsträckning de sedan genomförs. En sådan politik skulle sannolikt innebära att inflationen blir högre. Detta har redan speglats i högre inflationsförväntningar och långräntor. En högre efterfrågan och inflation skulle innebära att penningpolitiken i USA behöver stramas åt snabbare. Det skulle i sin tur kunna få negativa effekter för en del tillväxtländer och följaktligen återverkningar på den globala tillväxten. Sammantaget är det ännu osäkert hur den ekonomiska politiken i USA kommer att utformas och den globala tillväxten och inflationen kan bli både högre och lägre än i huvudscenariot.

En viktig risk i euroområdet är kopplad till banksektorn som i vissa länder har strukturella problem med svag lönsamhet och en stor andel dåliga lån. Läget är särskilt allvarligt i Italien där också den politiska osäkerheten ökat efter en regeringsombildning. I Kina utgör de snabbt ökande företagsskulderna en betydande utmaning. Detta är några exempel på viktiga omvärldsrisker som Riksbanken och andra centralbanker behöver bevaka noggrant då en ogynnsam utveckling snabbt skulle kunna förändra förutsättningarna för penningpolitiken.

Kronan väntas förstärkas gradvis de närmaste åren, men det är svårt att bedöma hur snabbt det kommer att ske. En alltför snabb förstärkning av växelkursen skulle dämpa importpriserna och efterfrågan, vilket skulle göra det svårare att nå inflationsmålet i den takt som prognosticerats. Det skulle i sin tur kunna påverka förtroendet för inflationsmålet via lägre inflationsförväntningar. Denna risk är särskilt stor när inflationen varit låg under en längre tid.

Resursutnyttjandet stiger och väntas bli högre än normalt under prognosperioden. Enligt historiska samband bör därmed lönerna öka snabbare och inflationen bli högre framöver. Men det är svårt att veta exakt hur snabbt resursutnyttjandet

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. Det EU-harmoniserade inflationsmålet 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 inflations-index 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. Mer information om olika inflationsmått och relaterade frågeställningar finns i Riksbanksstudien "Riksbankens inflationsmål – målvariabel och intervall".

påverkar löneökningstakten och inflationen, och det skapar osäkerhet i löne- och inflationsprognoserna.

Inflationen kan också stiga snabbare än i prognosen. Om den ekonomiska utvecklingen exempelvis skulle bli bättre än förväntat kan resursutnyttjandet och därmed inflationen drivas upp ganska snabbt. Inflationen har dock underskridit målet under lång tid och skulle inflationen tillfälligt bli något 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 är 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. Det kan skapa osäkerhet för hushåll och företag när de ska fatta olika ekonomiska beslut. Till exempel kan det bli svårare för företagen 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 för en stabil prisutveckling. En låg inflation kan dessutom försvåra anpassningen av reallönerna eftersom de nominella lönerna vanligtvis stiger och sällan sänks. Det kan medföra en högre arbetslöshet och en ytterligare press nedåt på inflationen.

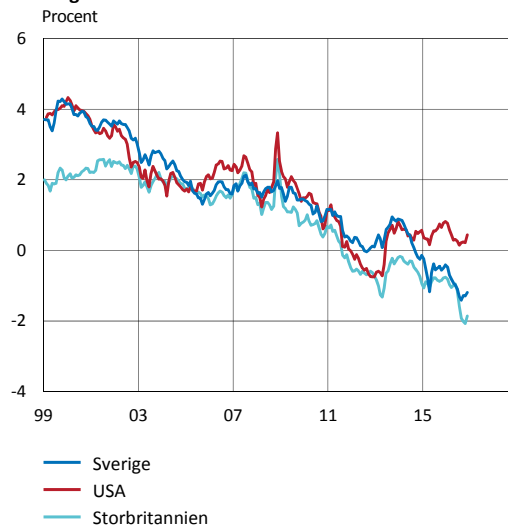
Den expansiva penningpolitiken med bland annat en negativ reporänta syftar till att inflationen ska stiga mot målet på 2 procent. Med en mindre expansiv penningpolitik ökar risken för att inflationen är låg länge. Om inflationen är låg under en längre tid kommer också räntan behöva vara låg under en längre tid, och olika negativa sidoeffekter kan då bli större. Det skulle då också bli svårare för penningpolitiken att motverka effekterna av en konjunkturavmattning. Dagens mycket expansiva penningpolitik bidrar på så sätt till att räntorna framöver kan stiga snabbare än annars. Riskerna för olika negativa sidoeffekter av låga och negativa räntor kan då förväntas avta, och utrymmet för penningpolitiken att motverka nya konjunktursvackor blir större.

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 global trend i realräntan (se diagram 1:13). Denna trend innebär att centralbanker har behövt vidta mycket kraftiga åtgärder för att stimulera den ekonomiska tillväxten och motverka riskerna med alltför låg inflation.

Samtidigt kan det låga ränteläget leda till att tillgångar övervärderas och risker inte prissätts fullt ut, vilket kan öka sårbarheten i det finansiella systemet. Hushållens skulder som andel av deras disponibla inkomster fortsätter att öka under

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

kommande år (se diagram 1:14). I slutet av prognosperioden bedöms andelen vara över 190 procent. En utveckling där skulderna stiger i snabbare takt än inkomsterna är inte långsiktigt hållbar. Bostadspriserna fortsätter också att stiga även om ökningstakten under 2016 har avtagit mätt i årlig procentuell förändring (se diagram 1:15).

Riksbanken bedömer att värderingarna på den svenska bostadsmarknaden är höga i ett historiskt perspektiv. Detta, tillsammans med en allt högre skuldsättning i hushållssektorn och det faktum att en allt större del av lånen är till rörlig ränta, har gjort både hushållen och bankerna mer sårbara. 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.

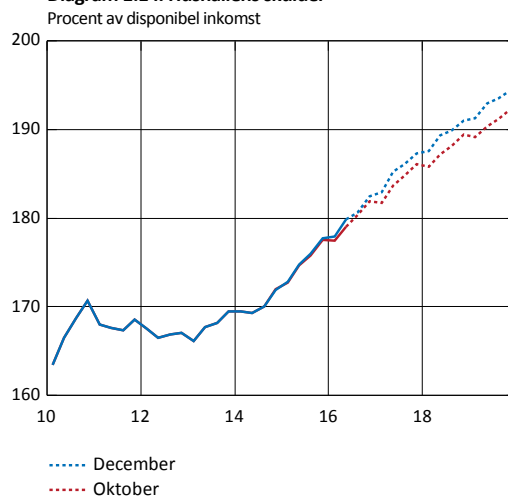
Riskerna med hushållens skuldsättning kvarstår – brådskar med ytterligare åtgärder

Den höga och ökande skuldsättningen kan äventyra den finansiella och makroekonomiska stabiliteten. För att få en långsiktigt hållbar utveckling för svensk ekonomi, med stabil konjunktur och inflation, behövs därför en kombination av åtgärder inom olika politikområden. Eftersom penningpolitiken behöver vara expansiv för att värna inflationsmålet är det angeläget med riktade åtgärder inom bostadspolitiken, skattepolitiken och makrotillsynen som begränsar hushållens skulduppbyggnad. En kraftigt höjd reporänta skulle förvisso bromsa skulduppbyggnaden, men till priset av en snabb försämring av efterfrågan, lägre inflation och högre arbetslöshet. Åtgärder inom andra politikområden kan i högre grad än räntehöjningar specifikt hantera riskerna förknippade med hushållens skulder, och de negativa effekterna på ekonomin i övrigt kan därför bli mindre.

Finansinspektionen har hittills infört 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.² Det är framförallt viktigt att hantera de bakomliggande orsakerna till obalanserna och riskerna. Mot den bakgrunden behöver framförallt bostadsmarknaden reformeras så att det blir bättre balans mellan utbud och efterfrågan. Det är även viktigt med reformer som minskar hushållens vilja eller förmåga att skuldsätta sig. En möjlig ytterligare åtgärd när det gäller makrotillsynsåtgärder är ett skuldkvotstak som begränsar hur mycket ett hushåll får låna i relation till sin inkomst.

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

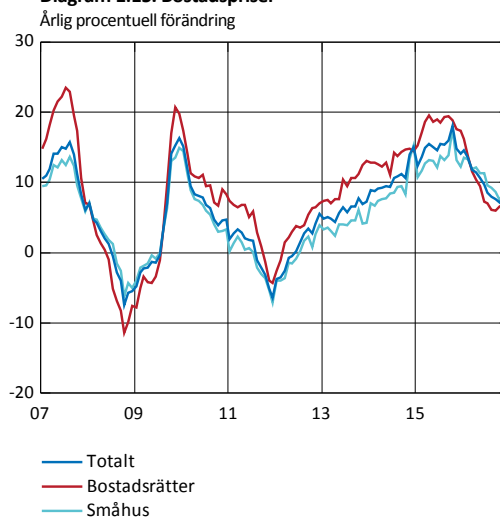
Diagram 1:14. Hushållens skulder



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:15. Bostadspriser



Källa: Valueguard

² För en utförligare diskussion om åtgärder se Finansiell stabilitet 2016:2.

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har statsobligationsräntor med längre löptider stigit internationellt och i Sverige. En stor del av denna uppgång skedde i samband med och efter det amerikanska presidentvalet och kan delvis förklaras av högre inflationsförväntningar. De globala börserna har fortsatt att präglas av positiv stämning och volatiliteten är låg. Sedan Riksbankens beslut i oktober har kronan försvagats mot många valutor och också utvecklats något svagare än väntat. I Sverige fortsätter hushåll och företag att möta låga räntor och kredittillväxten är hög. Sammantaget bedöms de finansiella förhållandena vara fortsatt gynnsamma för tillväxten.

Internationell utveckling

Förväntningar om en mer expansiv finanspolitik i USA sedan republikanerna vann presidentvalet i november har, i kombination med starka makrosignaler, fått amerikanska räntor att stiga. Internationella långräntor har följt med i rörelsen uppåt, trots att världens centralbanker befinner sig i olika faser. Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, höjde intervallerna för sin styrränta i december medan den Europeiska centralbanken, ECB, presenterade ytterligare lättnader. Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober förväntar sig marknaden snabbare räntehöjningar från Federal Reserve. Dollarn har stärkts, medan tillväxtekonomiernas valutor och aktieindex har fallit.

Världens stora centralbanker i olika penningpolitiska faser

Som förväntat höjde Federal Reserve vid sitt penningpolitiska möte i december intervallerna för sin styrränta med 0,25 procentenheter till 0,5–0,75 procent. Medianprognosen från ledamöterna i den penningpolitiska kommittén justerades även upp och indikerar nu tre räntehöjningar under 2017. Marknadens förväntningar på ytterligare höjningar av den amerikanska styrräntan, som går att utläsa från finansiella priser, ligger något lägre men har stigit tydligt sedan oktober (se diagram 2:1).

Tabell 2:1.

Utvecklingen på finansiella marknader sedan den penningpolitiska rapporten i oktober	
Statsobligationsräntor	Räntor med längre löptider är högre i Sverige och omvärlden.
Valutamarknaden	Kronan är något svagare.
Aktiemarknaden	Aktiepriserna är högre.
Räntor till hushåll och företag	Fortsatt låga räntor till hushåll och företag.
Kredittillväxt	Fortsatt hög utlåningstillväxt till hushåll och icke-finansiella företag.

Transmissionsmekanismen – från reporäntan till räntor till hushåll och företag

Reporäntan har en direkt effekt på de korta interbank- och statsräntorna via dagslåneräntan. Förväntningar om den framtida reporäntan och statsobligationsköp påverkar utvecklingen i de långa statsobligationsräntorna, 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.



Amerikanska statsobligationsräntor har stigit under hösten, i takt med att relativt starka utfall för den amerikanska konjunkturen har fått förväntningarna på en räntehöjning i december att successivt öka. Statsobligationsräntorna fick en ytterligare skjuts uppåt efter det amerikanska presidentvalet på grund av förväntningar om en mer expansiv finanspolitik i USA. Ränteuppgången drivs till viss del av högre inflationsförväntningar (se diagram 2:2). Osäkerheten kring de långsiktiga konsekvenserna av en finanspolitisk expansion har sannolikt också bidragit till högre räntor. Rörelsen i amerikanska räntor har spilt över internationellt och dragit med sig internationella statsobligationsräntor med längre löptider uppåt (se diagram 2:3).

I euroområdet beslutade ECB att fortsätta med sina värdepappersköp bortom mars 2017, då det nuvarande programmet om 80 miljarder euro per månad löper ut. ECB:s tillgångsköp kommer att pågå i ytterligare nio månader men ske i en något lägre takt (60 miljarder euro per månad).

Centralbanken står dock redo att utöka köpen ytterligare vid behov. ECB beslutade även att ändra en del av reglerna kring tillgångsköpen. Bland annat innebär ändringarna att det nu kommer att vara möjligt för ECB att köpa obligationer med en ränta som ligger under inlåningsräntan. Dessa ändringar i kombination med något högre räntor under den senaste tiden innebär ett ökat utrymme för centralbanken att köpa obligationer.

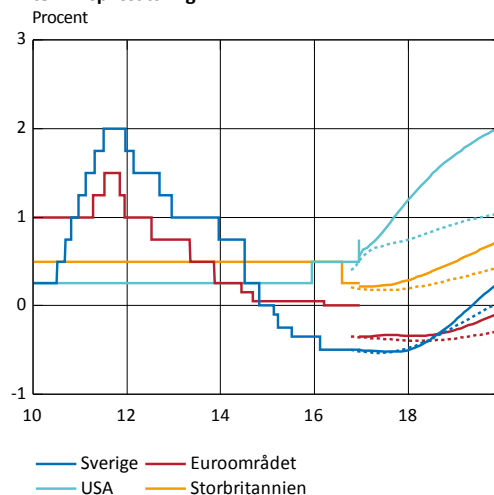
Starkare dollar och svagare valutor för tillväxtekonier

Marknadsförväntningarna inför det amerikanska presidentvalet, att en republikansk seger skulle vara negativt för investerarnas vilja att ta risk, har inte infriats. Börsen i utvecklade länder återhämtade snabbt initiala fall och den amerikanska börsen har nått nya årshögsta (se diagram 2:4). Volatiliteten på aktiemarknaden steg direkt efter valet men har därefter sjunkit till tidigare nivåer. Tillgångar som brukar vara attraktiva i tider av ökad marknadsosäkerhet, såsom guld, den japanska yenen och amerikanska statsobligationer, har fallit i pris medan riskfyllda tillgångar fortsätter att vara attraktiva. Dollarn har i denna miljö stärkts mot de flesta valutor.

En eventuell ökad protektionism i USA, en starkare dollar och högre amerikanska räntor har dock bidragit till en svagare utveckling på finansiella marknader i tillväxtekonier. Detta på grund av att många tillväxtekonier har ett relativt stort exportberoende och många också har en stor andel lån i dollar. Högre amerikanska räntor medför även en risk för kapitalutflöden och lägre tillgångspriser i många tillväxtekonier. Börskurserna i dessa ekonomier sjönk efter presidentvalet (se diagram 2:4). De har därefter återhämtat sig något, men är kvar på en lägre nivå än före valet. Flertalet av dessa ekonomiers valutor har också försvagats, framförallt mot dollarn.

På råvarumarknaden föll oljepriset i början av november. Det har därefter stigit sedan OPEC-medlemmarna beslutat att minska oljeproduktionen. Många oljeproducenter utanför

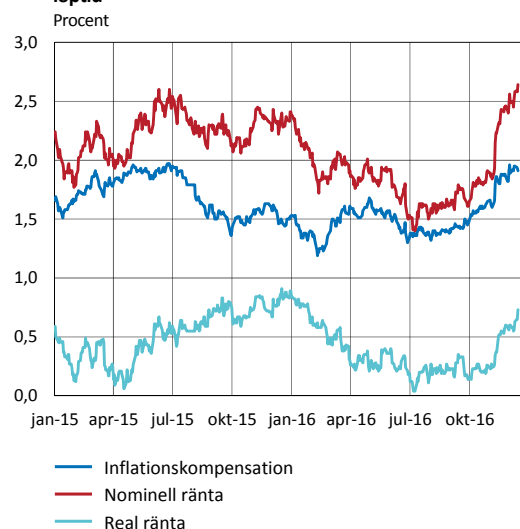
Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning



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 2016-12-16, streckade linjer är skattade 2016-10-25.

Källor: Macrobond och Riksbanken

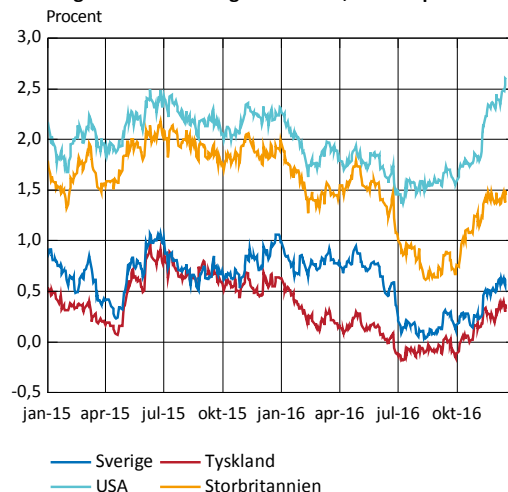
Diagram 2:2. Räntor och inflationskompensation i USA, 10 års löptid



Anm. Inflationkompensationen beräknas genom skillnaden mellan reala och nominella statsobligationsräntor.

Källa: Macrobond

Diagram 2:3. Statsobligationsräntor, 10 års löptid



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

OPEC har också kommunicerat att de är beredda att minska sin produktion.

Finansiella förhållanden i Sverige

Svagare krona

Sedan det penningpolitiska beslutet i oktober har kronan försvagats. Försvagningen har varit relativt bred och har skett mot de flesta valutor som ingår i kronindex (KIX) (se diagram 2:5). Jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i oktober är kronan i dagsläget något svagare (se diagram 1:8).

Marknadsförväntningar i linje med reporäntebanan

Sedan oktober indikerar finansiella priser att förväntningarna på reporäntan har stigit något på längre sikt (se diagram 2:1). Marknadsprissättningen visar att förväntningarna i stort sett är i linje med Riksbankens reporäntebana (se diagram 2:6). Enligt enkätsvar förväntar sig penningmarknadsaktörer en något högre ränta på längre sikt än vad Riksbankens reporäntebana indikerar.

Högre svenska statsobligationsräntor

Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har tillgångspriserna i Sverige, liksom i omvärlden, fortsatt att indikera en relativt hög riskvilja bland investerarna. Stockholmsbörsen har stigit och nått nya årshögsta under perioden (se diagram 2:4).

Svenska statsobligationsräntor med längre löptider har stigit sedan oktober (se diagram 2:3). Detta är i linje med de internationella rörelserna och den största ökningen har skett sedan det amerikanska presidentvalet.

Däremot är räntor med kortare löptid oförändrade eller till och med något lägre jämfört med nivåerna vid publiceringen av den penningpolitiska rapporten i oktober. Räntan på en statsskuldväxel med en löptid på cirka 3 månader har sjunkit något och noteras nu runt $-0,85$ procent, vilket är klart under reporäntan som ligger på $-0,50$ procent (se diagram 2:7). En bidragande orsak till detta är Riksbankens statsobligationsköp.³

Riksbanken äger nu runt 40 procent av den utestående stocken av nominella statsobligationer i svenska kronor. Det innebär att en relativt stor andel av stocken inte finns tillgänglig för handel på marknaden. Indikatorer ger en delad bild av hur marknadslikviditeten på statsobligationsmarknaden har utvecklats sedan Riksbanken inledde sina köp.⁴ Den svenska statsobligationsmarknaden bedöms dock fortsatt fungera relativt väl.⁵

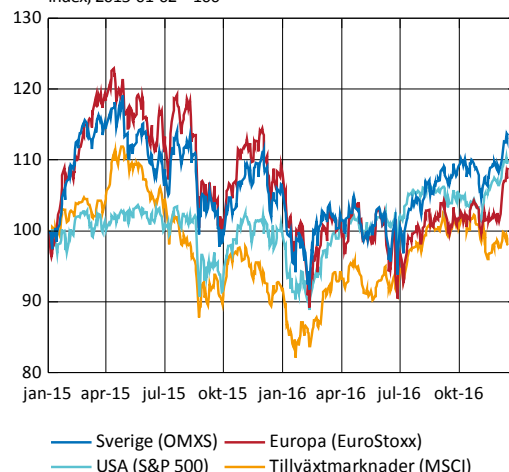
³ Se fördjupningen "Statsobligationsköpen pressar ned lång- och korträntor" i Penningpolitisk rapport, oktober 2016.

⁴ Se även Bonthron, Johansson och Mannent "Marknadslikviditeten på den svenska obligationsmarknaden och dess betydelse för finansiell stabilitet". Ekonomisk kommentar nr 3 2016, Sveriges riksbank.

⁵ För mer information, se Finansiell stabilitet 2016:2.

Diagram 2:4. Börsutveckling

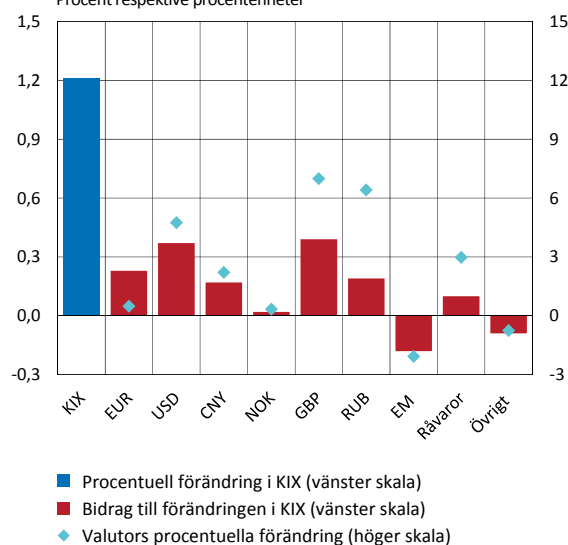
Index, 2015-01-02 = 100



Källor: Macrobond och Thomson Reuters

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

Procent respektive procentenheter

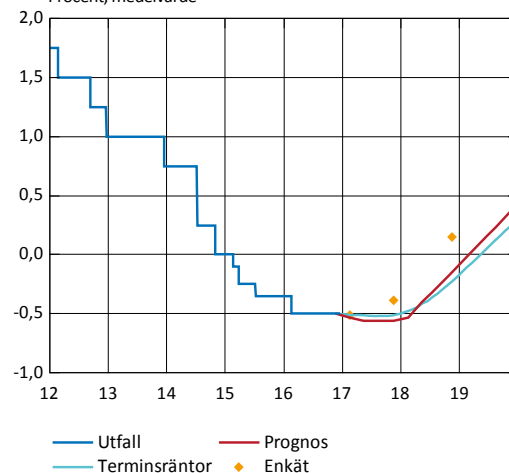


Anm. Diagrammet visar förändring i KIX och bidrag från olika valutor mellan 2016-10-27 och 2016-12-19. EM avser Brasilien, Indien, Mexiko, Polen, Turkiet och Ungern. Råvaror avser Australien, Kanada och Nya Zeeland. Övrigt avser Danmark, Island, Japan, Schweiz, Sydkorea och Tjeckien.

Källor: Thomson Reuters och Riksbanken

Diagram 2:6. Reporänta och marknadens förväntningar

Procent, medelvärde



Anm. Termräntorna är skattade 2016-12-16 och är ett mått på förväntad reporänta. Enkät svar visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer den 2016-11-30.

Källor: Macrobond, TNS Sifo Prospera och Riksbanken

Fortsatt hög lönsamhet hos de svenska storbankerna

Jämfört med många andra banker i Europa har de svenska bankerna låga kreditförluster och en hög kostnadseffektivitet. Det bidrar till att de fortsätter att ha en relativt hög lönsamhet. De svenska bankerna har hittills avstått från att införa negativa inlåningsräntor för hushåll och de flesta företagen, vilket har gjort denna finansieringstyp relativt sett dyrare jämfört med bankernas marknadsfinansiering. Samtidigt har bankernas provisionsintäkter och utlåningsvolymerna ökat under året, vilket förbättrat lönsamheten.

Sedan det penningpolitiska mötet i oktober har de svenska bankernas kostnader för att finansiera sig med säkerställda obligationer gått upp något. Det beror dels på uppgången i statsobligationsräntor, dels på att riskpremien ökat något för denna typ av finansiering. Eftersom räntorna på säkerställda obligationer föll under första halvåret 2016 är de dock lägre nu än i början av året. Givet det låga ränteläget bedöms de svenska bankerna ha fortsatt god tillgång till billig finansiering, vilket skapar bra förutsättningar för utlåning till hushåll och företag.

Något lägre tillväxttakt i bostadslån till hushåll

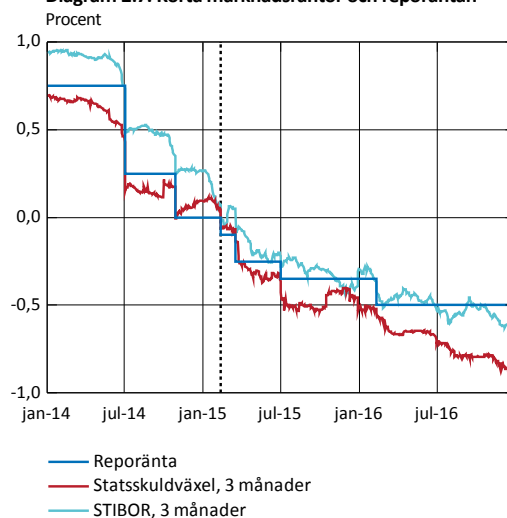
Bankernas fortsatta goda finansieringsvillkor gör att utlåningsräntorna till hushåll och företag är kvar på historiskt låga nivåer. Den genomsnittliga bolåneräntan för nya avtal låg i oktober kvar på 1,6 procent medan genomsnittsräntan för nya banklån för icke-finansiella företag uppgick till 1,3 procent. Inlåningsräntorna för hushåll och företag har varit i stort sett oförändrade sedan mitten av förra året och ligger nära noll, (se diagram 2:8)⁶.

Kredittillväxten hos hushåll och företag är fortsatt hög, även om den har mattats av något under året (se diagram 2:9). I oktober var den årliga tillväxttakten i banklån till hushåll marginellt lägre än i september på 7,3 procent, medan ökningstakten i utlåningen till företag minskade något till 6,2 procent. Företagens upplåning i värdepapper fortsätter att öka och i oktober steg tillväxttakten till 6,3 procent. Enkätundersökningar bekräftar att företagets finansieringsvillkor fortsätter att vara goda.

Ökningstakten i bostadspriserna, mätt med årlig procentuell förändring, har sjunkit under 2016 och var drygt 7 procent i november (se diagram 1:15). Detta ska jämföras med tillväxttakter kring 15–20 procent under 2015. Samtidigt visar enkätundersökningar att allmänheten och mäklarna tror på fortsatt stigande bostadspriser.

⁶ De flesta finansiella företag samt vissa större icke-finansiella företag och kommuner möter negativa inlåningsräntor. Dessa tas dock oftast ut i form av en avgift och syns därför inte i statistiken. Inlåning till negativa räntor utgör dock en liten andel av den totala inlåningen från icke-finansiella företag. Se fördjupningen "Perspektiv på den negativa reporäntan" i Penningpolitisk rapport, juli 2016.

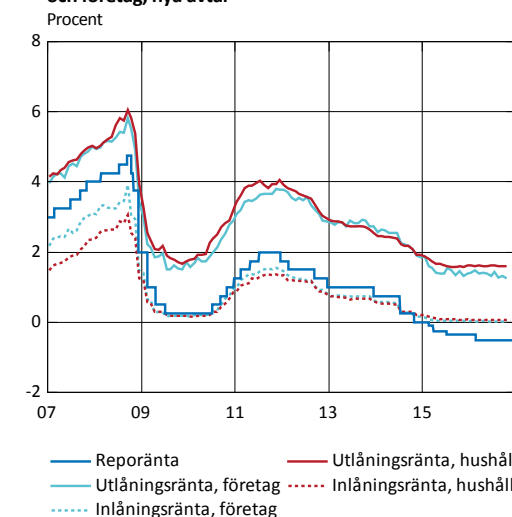
Diagram 2:7. Korta marknadsräntor och reporäntan



Anm. Streckad linje avser startpunkten för Riksbankens obligationsköp.

Källor: Macrobond och Riksbanken

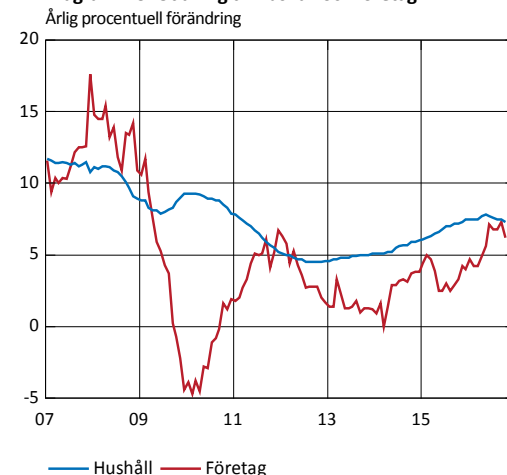
Diagram 2:8. Reporänta samt in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal



Anm. MFI:s genomsnittliga in- och utlåningsränta för hushåll och företag.

Källor: SCB och Riksbanken

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

De finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt expansiva

Trots att räntor med längre löptider har stigit något den senaste tiden, är det från historiskt låga nivåer. Företag och hushåll fortsätter att möta låga utlåningsräntor och kreditvillkoren är goda. Kreditväxten hos hushåll och företag är fortsatt hög. Volatiliteten på de finansiella marknaderna är låg och tillgångspriserna är på höga nivåer. Dessutom har växelkursen försvagats sedan våren 2016. Sammantaget bedöms de finansiella förhållandena vara fortsatt gynnsamma för den ekonomiska tillväxten i Sverige. Samtidigt finns det också risker, exempelvis kopplade till kronans utveckling och banksektorn i vissa europeiska länder (se kapitel 1).

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Tillväxten i omvärlden ser ut att på kort sikt bli starkare än väntat. Den stigande omvärldsinflationen beror till stor del på det högre oljepriset, medan den underliggande inflationen fortfarande är låg i många länder. Svensk tillväxt har varit högre än Riksbankens föregående prognos och dessutom ökar optimismen både i näringslivet och bland hushållen. Arbetsmarknadsläget har stärkts och resursutnyttjandet i ekonomin är något högre än normalt. Detta bidrar till att inflationen stiger successivt, och just nu får den också skjuts av oväntat höga energipriser.

Inflation

Dämpad uppgång i inflationen

Sedan 2014 stiger KPIF-inflationen trendmässigt, dels för att kronan försvagats, dels för att resursutnyttjandet i ekonomin stigit.⁷ I november uppgick KPIF-inflationen till 1,6 procent, vilket är den högsta noteringen på mer än fem år. Under loppet av 2016 har dock inflationen hittills inte stigit i någon större utsträckning, även om den varit högre än de närmast föregående åren. Inflationen mätt med KPI har blivit successivt högre under 2016, vilket dock främst beror på att hushållens räntekostnader minskar i långsammare takt än tidigare.

Dämpningen i inflationsuppgången i år kan åtminstone delvis förklaras av de senaste årens växelkursrörelser. Sådana rörelser påverkar inflationen med viss fördröjning och under en utdragen period (se fördjupning "Växelkursens genomslag på inflationen"). Följaktligen ledde den snabba försvagningen mellan inledningen av 2014 och inledningen av 2015 till högre inflation i synnerhet 2015, men också en bit in på 2016. Därför bedöms växelkursens positiva bidrag till inflationen ha minskat. Till detta bidrar också att kronan stärktes under en period mellan andra halvåret 2015 och inledningen av 2016. Det mindre bidraget från kronan har inneburit att uppgången i KPIF-inflationen har dämpats (se diagram 3:1). Det senaste halvårets kraftiga försvagning av växelkursen bedöms ännu inte ha hunnit få fullt genomslag på inflationen. Den tycks dock ha medfört att prisökningarna på bland annat vissa livsmedel har vänt uppåt.

Energipriserna stiger snabbt, men tjänsteprisökningarna har inte tagit ny fart

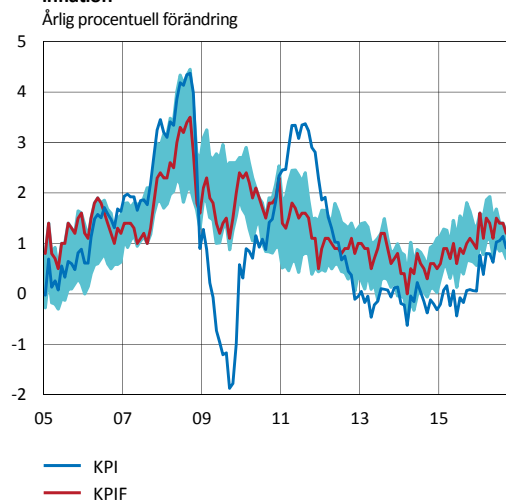
Ett annat sätt att belysa den senaste tidens dämpade inflationsuppgång är att visa på utvecklingen i olika produktgrupper i KPI. Till att börja med ökar nu det positiva bidraget från de volatila energipriserna (se diagram 3:2). Den utvecklingen antas fortsätta de närmaste månaderna men hur stort bidraget

Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR oktober	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 1,5 respektive 1,7 procent i oktober och november.	Något lägre än prognosen. Inflationen blev 1,4 respektive 1,6 procent.
BNP-tillväxten 1,5 procent tredje kvartalet.	Något högre än prognosen. Tillväxten blev 2,0 procent.
Arbetslösheten 6,8 procent fjärde kvartalet.	I linje med prognosen. Hittills tyder månadsutfallen på 6,8 procents arbetslöshet.
BNP i euroområdet steg 1,6 procent tredje kvartalet, enligt första estimatet.	Den reviderade statistiken ligger i linje med den tidigare. BNP-tillväxten var 1,4 procent.
BNP-tillväxten i USA 2,8 procent tredje kvartalet.	Något högre än prognosen. Tillväxten blev 3,2 procent.

Anm. PPR avser Penningpolitisk rapport. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Inflationen avser årlig procentuell förändring. BNP-tillväxten avser säsongsrensad kvartalsförändring i procent, uppräknat till årstakt. Arbetslöshet avser procent av arbetskraften, säsongsrensat.

Diagram 3:1. KPI, KPIF och olika mått på underliggande inflation



Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland olika mått på underliggande inflation. De mått som inkluderas är KPIF, 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: Eurostat, SCB och Riksbanken

⁷ Se även fördjupningen "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation" i Penningpolitisk rapport, oktober 2016.

blir beror i stor utsträckning på svängningar i oljepriset. Samtidigt har tjänstepriserna vid flera tillfällen den senaste tiden utvecklats överraskande svagt. I november var tjänsteprisökningarna visserligen högre igen, men det bedöms i viss utsträckning bero på tillfälliga faktorer (se diagram 3:3). Eftersom tjänstepriserna överlag är trögörliga, talar de svaga utfallen för en fortsatt dämpad inflationsuppgång de närmaste månaderna. Den bilden stärks av olika mått på den underliggande inflationen, som sammantaget rört sig sidledes den senaste tiden (se diagram 3:1).

Inflationsprognosen marginellt reviderad på kort sikt

Flera framåtblickande indikatorer för inflationen har varit i stort sett oförändrade den senaste tiden. Bland annat har producentpriserna på konsumtionsvaror som produceras i Sverige, enligt hemmamarknadsprisindex, legat kvar på en historiskt sett genomsnittlig nivå. Å andra sidan har den senaste tidens växelkursförsvagning fått andra indikatorer, såsom importprisindex, att fortsätta stiga.

Ett sätt att väga samman information från utfall och indikatorer är att använda en modell. En sådan analys tyder på att KPIF exklusive energi blir i stort sett oförändrat de närmaste sex månaderna (se diagram 3:4). Riksbankens bedömning är att KPIF exklusive energi utvecklas i linje med modellprognosen, vilket innebär en marginell nedrevidering jämfört med föregående prognos (se diagram 1:7). Men energipriserna stiger i stället något snabbare än väntat och därmed är prognoserna för KPI och KPIF nära Riksbankens tidigare bedömning.

Global och svensk konjunktur

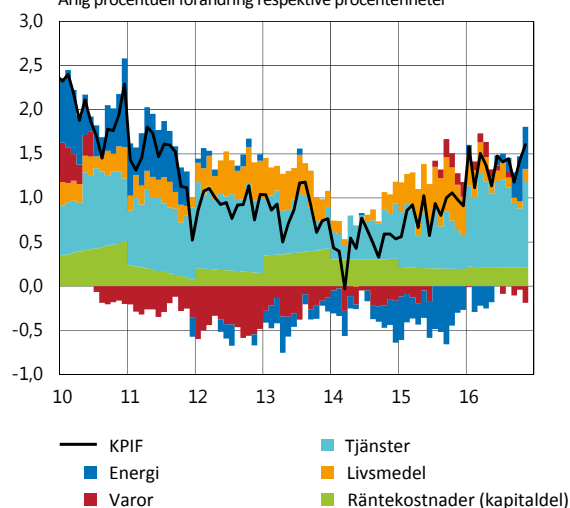
Starkare omvärldstillväxt än väntat

Världshandeln med varor återhämtade sig något i tredje kvartalet i år efter att dessförinnan ha fallit två kvartal i rad. Indikatorer såsom global exportorderingång talar för att återhämtningen har fortsatt under slutet av året. Även tillväxtut-sikterna har ljusnat en aning.

Till att börja med räknade Riksbanken i föregående prognos med en avmattning i euroområdet BNP-tillväxt i slutet av året, men den ser nu ut att ha uteblivit. Visserligen fortsatte BNP att växa i ungefär samma måttliga takt tredje kvartalet som kvartalet dessförinnan. Men indikatorer för tillväxten det fjärde kvartalet, såsom företags- och hushållsförtroende, pekar på en viss uppväxling (se diagram 3:5).

Vidare var dämpningen i den brittiska tillväxten mindre än väntat i tredje kvartalet. BNP har hittills inte påverkats så mycket av att brittiska folket röstade för att lämna EU. Exempelvis fortsatte näringslivets investeringar att öka i tredje kvartalet, vilket i och för sig delvis kan bero på investeringsbeslut som fattades redan före folkomröstningen. Hushållen och företagen är dessutom fortsatt relativt optimistiska. Bland

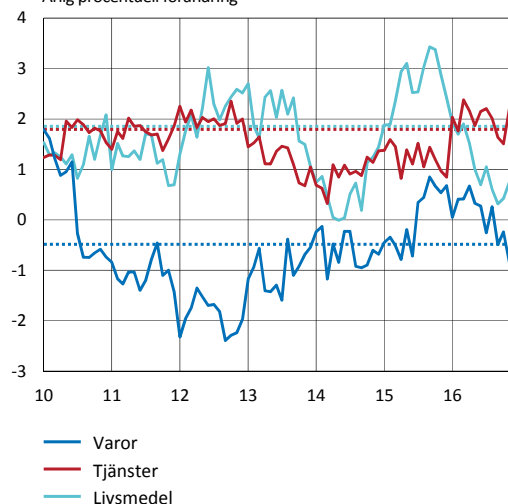
Diagram 3:2. KPIF och bidrag till KPIF-inflationen
Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Energi utgör 8 procent, varor 26 procent, tjänster 45 procent, livsmedel 18 procent och räntekostnader 4 procent av den totala KPI korgen.

Källor: SCB och Riksbanken

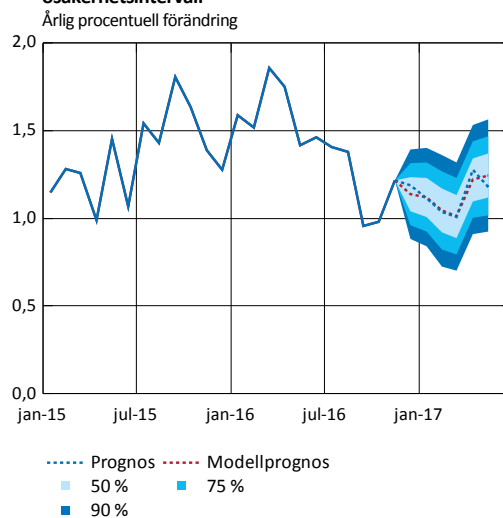
Diagram 3:3. Varor, tjänster och livsmedel i KPI
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser genomsnitt sedan år 2000.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:4. Modellprognos för KPIF exklusive energi med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

annat är förtroendeindikatorer såsom EU-kommissionens barometer och inköpschefsindex nu på högre nivåer än före folkomröstningen i juni. Jämfört med föregående prognos har brittisk BNP-tillväxt reviderats upp något men en avmattning väntas fortfarande framöver.

Avslutningsvis tog tillväxten i USA fart igen i tredje kvartalet, efter ett svagt första halvår. Konsumtionen ökade i god takt men investeringarna, som varit återhållna under stora delar av denna konjunkturuppgång, fortsatte att falla. Hushållens och företagens förtroende har däremot stigit ytterligare under hösten.

Sammantaget talar indikatorer och statistik för att BNP på kort sikt fortsätter att växa i ungefär samma takt som tredje kvartalet i de ekonomier som är viktiga för Sveriges utrikeshandel. Jämfört med föregående prognos är det en något ljusare bild av utvecklingen på kort sikt som tecknas.

Omvärldsinflationen låg, men stigande

Inflationen i omvärlden är på väg uppåt men för stunden beror det till stor del på att energipriserna har börjat stiga (se diagram 4:4). I Storbritannien har inflationen dessutom fått extra fart i spåren av den kraftiga försvagning av pundet som följt på resultatet i den brittiska folkomröstningen om EU. I USA har inflationen närmast sig de 2 procent som är Federal Reserves inflationsmål. I det amerikanska fallet beror det på att även den underliggande inflationen, mätt exempelvis genom att exkludera priser på energi och andra volatila produkter, stiger (se diagram 3:6). Denna tendens saknas dock i euroområdet där den underliggande inflationen sedan flera år ligger under 1 procent.

Stigande optimism talar för högre svensk tillväxt

Svensk BNP ökade med 2 procent det tredje kvartalet jämfört med andra kvartalet och uppräknat till årstakt. Hittills i år har BNP-tillväxten varit strax under eller på sitt historiska genomsnitt. Efter en tids trevande utveckling för många konjunkturindikatorer, har läget dock ljusnat de senaste månaderna. Exempelvis har både näringslivets och hushållens förtroende stärkts och det talar för att en uppväxling i tillväxten skett det fjärde kvartalet (se diagram 3:7).

Det snabbt stigande förtroendet bland hushållen de senaste månaderna beror inte minst på att hushållens syn på den egna ekonomin nu är den ljusaste sedan innan finanskrisen 2008. Detaljhandelns omsättning ökade också i oktober efter ett par månader med svag tillväxt och sammantaget tyder indikatorerna på en stark konsumtionstillväxt framöver.

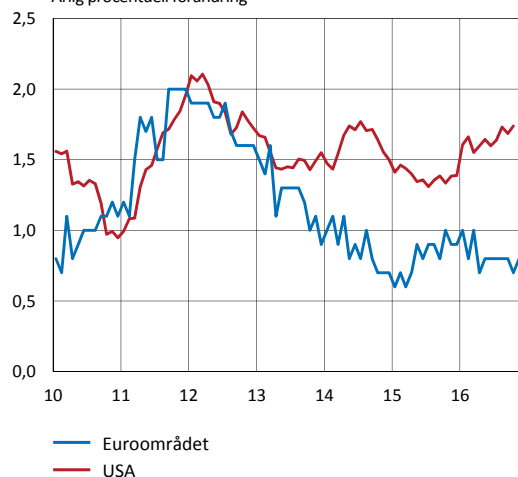
Det tredje kvartalet ökade exporten åter efter en svag utveckling första halvåret. Företagen rapporterar nu också att orderingsgången från exportmarknaderna stigit till historiskt normala nivåer, vilket talar för fortsatt exporttillväxt den närmaste tiden.

Diagram 3:5. Inköpschefsindex och BNP för euroområdet
Index respektive årlig procentuell förändring



Källor: Markit och Eurostat

Diagram 3:6. Underliggande inflation i omvärlden
Årlig procentuell förändring

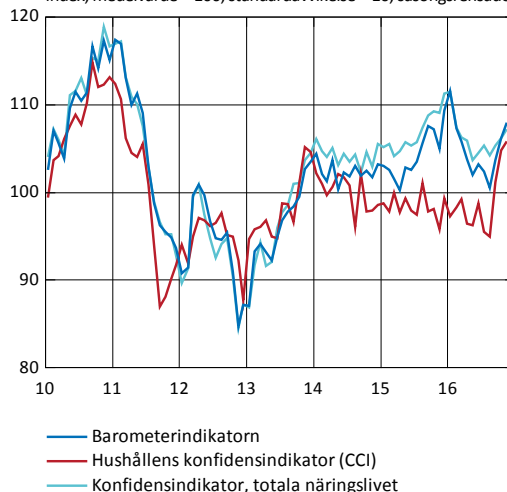


Anm. För euroområdet visas HIKP exklusive energi och icke-förädlade livsmedel och för USA visas PCE exklusive energi och livsmedel.

Källor: Bureau of Economic Analysis och Eurostat

Diagram 3:7. Konfidensindikatorer

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



Källa: Konjunkturinstitutet

Det snabbt ökande bostadsbyggandet har bidragit starkt till de senaste årens tillväxt. Boverket bedömer att antalet påbörjade bostäder kommer att uppgå till cirka 65 000 lägenheter i år och nästa år. Detta är den högsta nivån på över 20 år, vilket ger stöd åt investeringstillväxten.

Riksbanken använder statistiska modeller för att sammanfatta informationen i ett stort antal indikatorer för BNP-tillväxten de närmaste kvartalen. Modellprognoserna för fjärde kvartalet indikerar att BNP ökar i linje med det historiska genomsnittet. Riksbankens prognos är marginellt högre än modellprognosen (se diagram 3:8).⁸ I genomsnitt väntas svensk BNP växa med 2,8 procent per kvartal de två nästkommande kvartalen, jämfört med närmast föregående kvartal och uppräknat till årstakt.

Efterfrågan på arbetskraft fortsätter att stiga

Arbetsmarknadsläget har fortsatt att förbättras, mot bakgrund av den starkare konjunkturen. I det fjärde kvartalet har både antalet sysselsatta och antalet i arbetskraften hittills ökat starkt men det ska ses i ljuset av den mycket svaga utvecklingen i somras. Till följd av den snabba ökningen i arbetskraften har dock arbetslösheten, trots hög sysselsättningsstillväxt, endast sjunkit marginellt (se diagram 4:8).

Kortsiktiga indikatorer för arbetskraftsefterfrågan är alltjämt positiva. Bland annat ligger antalet lediga jobb på en hög nivå och anställningsplanerna i näringslivet är betydligt högre ställda än ett historiskt snitt (se diagram 3:9).

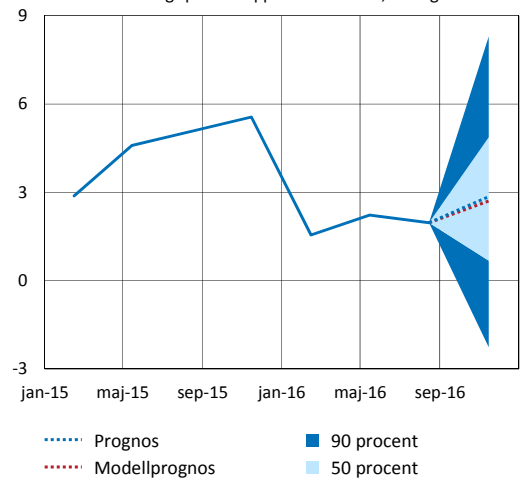
Sammantaget pekar indikatorerna på att antalet sysselsatta ökar relativt starkt under inledningen av 2017. Sysselsättningsstillväxten räcker dock inte till för att tydligt pressa ned arbetslösheten, eftersom antalet i arbetskraften ökar. Precis som arbetskraften, växer också befolkningen, vilket innebär att sysselsättningsgraden ser ut att förbli nära nog oförändrad i första kvartalet (se diagram 4:9).

Resursutnyttjandet i ekonomin något högre än normalt

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar prognosen för BNP-tillväxten men även för löner och inflation. I bedömningen av resursutnyttjandet använder Riksbanken en mängd indikatorer såsom andelen företag som enligt Konjunkturbarometern rapporterar brist på arbetskraft och kapacitetsutnyttjandet inom industrin.

Bristen på arbetskraft fortsatte att stiga det tredje kvartalet och ligger nu på den högsta nivån sedan 2007. Bristtalen har stigit i samtliga branscher, i synnerhet inom byggsektorn och de privata tjänstenäringarna. Enligt Arbetsförmedlingen ligger även andelen offentliga arbetsgivare med rekryteringsproblem på en mycket hög nivå. De höga bristtalen talar för

Diagram 3:8. Modellprognos BNP med osäkerhetsintervall
Kvartalsförändring i procent uppräknad i årstakt, säsongrensade data

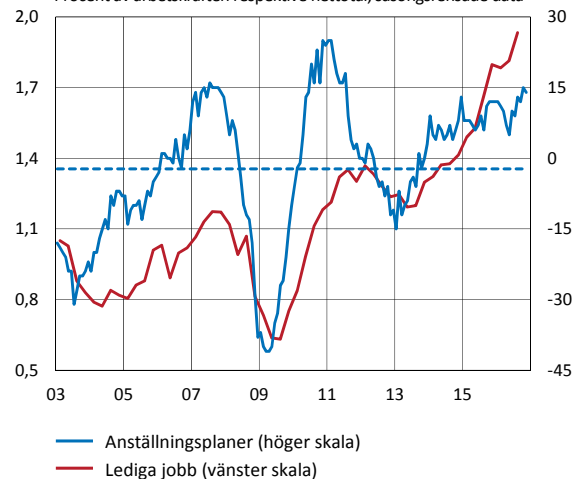


Anm. Modellprognosen är ett medelvärde av prognoser gjorda med olika statistiska modeller. Osäkerhetsintervallen är baserade på modellernas historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:9. Lediga jobb och anställningsplaner

Procent av arbetskraften respektive netttotal, säsongrensade data



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

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

⁸ De senaste två åren har investeringar och handel i FoU ökat kraftigt det fjärde kvartalet för att därefter falla kvartalet efter. I den mån detta mönster upprepar sig i år kan BNP-tillväxten bli högre än Riksbankens prognos för fjärde kvartalet 2016, men följaktligen också lägre för första kvartalet 2017. Ett sätt att rensa för detta sentida mönster är att se till den genomsnittliga tillväxten för fjärde kvartalet i år och första kvartalet nästa år.

att löner och priser kommer att öka snabbare framöver. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin ligger emellertid på ungefär genomsnittlig nivå och indikerar därmed att resursutnyttjandet i ekonomin är något lägre än vad bristtalen antyder.

Riksbankens RU-indikator sammanfattar informationen i en uppsättning enkät- och arbetsmarknadsdata för att uppskatta mängden lediga resurser. Enligt RU-indikatorn steg resursutnyttjandet ytterligare något det tredje kvartalet (se diagram 3:10).⁹ Sammantaget bedömer Riksbanken att resursutnyttjandet nu är något högre än normalt.

Diagram 3:10. RU-indikatorn



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

Källa: Riksbanken

⁹ RU-indikatorn är ett statistiskt mått med medelvärde 0 och standardavvikelse 1 som ger en uppskattning av hur mycket resursutnyttjandet avviker från sitt medelvärde sedan 1996.

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Den måttliga återhämtningen i omvärlden fortsätter och den globala inflationen stiger. Den svenska konjunkturen är stark även om tillväxten dämpas något de kommande åren då den inhemska efterfrågan mattas av. Arbetsmarknaden fortsätter att utvecklas gynnsamt och sysselsättningen ökar, om än i en långsammare takt till följd av större rekryteringsproblem. Även resursutnyttjandet fortsätter att stiga vilket bidrar till att inflationen väntas nå 2 procent i mitten av 2018. Revideringarna i denna prognos är överlag små jämfört med prognosen i oktober.

Omvärlden

Gradvis ökad tillväxt i omvärlden

Återhämtningen i den globala ekonomin väntas fortgå i en måttlig takt de kommande åren. I de utvecklade länderna drivs återhämtningen av framförallt inhemska efterfrågan. Investeringarna bedöms öka i snabbare takt och tillväxten i dessa länder understöds av en fortsatt expansiv penningpolitik och i viss mån även mer expansiv finanspolitik. Långsiktiga utmaningar som höga statskulder, svag produktivitetstillväxt och en ogynnsam demografisk utveckling håller dock fortsatt tillbaka tillväxten i ett flertal länder. Den globala BNP-tillväxten väntas stiga gradvis och nå 3,7 procent under 2019.

Tillväxten i KIX-viktad BNP, som visar omvärldsutvecklingen utifrån de ingående ländernas betydelse för den svenska ekonomin, väntas öka från 2 procent 2016 till 2,3 procent 2019 (se diagram 4:1). För 2017 är tillväxten något högre jämfört med bedömningen som gjordes i oktober. Den lite snabbare tillväxten är en följd av positiva överraskningar för både utfall och indikatorer. Därefter är tillväxten i princip oförändrad jämfört med prognosen i oktober.

Tillväxten i USA stärks

Efter ett svagt första halvår ökade tillväxten för den amerikanska ekonomin under det tredje kvartalet. Den starkare utvecklingen väntas fortgå under kommande år (se diagram 4:1). Tillväxt drivs framförallt av en fortsatt växande konsumtion, uppbackad av en god utveckling på arbetsmarknaden. Näringslivets investeringar har varit svaga under det senaste året, mycket till följd av att energisektorn har pressats hårt av det tidigare fallet i oljepriser (se diagram 4:2). Framöver väntas de successivt bidra allt mer till den inhemska efterfrågan.

Den blivande presidenten Donald Trump har aviserat finanspolitiska stimulanser för den amerikanska ekonomin. Det är dock mycket oklart vad de slutliga förslagen blir och i vilken omfattning dessa förslag går igenom i kongressen. Det är också oklart i vilken grad andra förslag som kan väntas dämpa tillväxten, som mer protektionistisk handelspolitik och strik-

Tabell 4.1.

Prognosen i korthet
Den globala tillväxten väntas fortsätta i en måttlig takt de kommande åren.
Ett stigande resursutnyttjande medför att inflationen i omvärlden ökar men uppgången är långsam, framför allt i euroområdet.
Den svenska konjunkturen är stark och fortsätter att stärkas de kommande åren. Såväl inhemska efterfrågan som efterfrågan i omvärlden bidrar.
Arbetslösheten förblir relativt oförändrad de kommande åren. En förändrad sammansättning i arbetskraften bidrar tillsammans med lägre BNP-tillväxt till att sysselsättningstillväxten bromsar in och att sysselsättningsgraden sjunker något.
Resursutnyttjandet är något högre än normalt i nuläget. Det väntas stiga de kommande åren vilket bidrar till att inflationen når 2 procent i mitten av 2018.

Ny president i USA

I det amerikanska presidentvalet den 8 november vann republikanernas kandidat Donald Trump. Republikanerna behöll samtidigt makten i kongressens båda kammare, vilket ökar möjligheterna att genomföra löften han fört fram under valkampanjen. Det är dock oklart vilka åtgärder som avses genomföras när presidenten tillträder i januari 2017. Flertalet löften har efter valet ändrats eller tonats ned. Riksbankens bedömning är att vissa av de finanspolitiska åtgärder som föreslagits sannolikt kommer att genomföras. Förslagen innebär skattesänkningar för löntagare och företag i kombination med infrastrukturinvesteringar. Lägre skatter bedöms leda till ökad privat konsumtion och investeringar. Offentligt finansierade investeringar i förbättrad infrastruktur kan ge ökad sysselsättning och även höja produktiviteten. De positiva effekterna på tillväxten från en mer expansiv finanspolitik motverkas delvis av en mer protektionistisk handelspolitik och striktare immigrationslagar. Skulle de handelspolitiska förslag som framförts under valkampanjen genomföras fullt ut så finns det anledning att förvänta sig tydligt negativa effekter på såväl USA som världsekonomin i stort. I stort sett alla förslag, oavsett om de är positiva eller negativa för tillväxten, bidrar till högre inflation. Den expansiva finanspolitiken väntas samtidigt medföra att statskulden tillåts växa till nivåer som skulle kunna medföra problem för tillväxten på längre sikt.

tare immigrationslagar, går igenom. Den expansiva finanspolitiken kan samtidigt komma att medföra försämrade offentliga finanser och högre räntor på lång sikt vilket i sin tur kan verka hämmande för tillväxten.

Sammantaget väntas BNP växa något snabbare 2017 och 2018 jämfört med prognosen i oktober. Tillväxten väntas därmed vara 2,5 procent 2017 för att därefter avta och bli 2,1 procent 2019. Resursutnyttjandet blir då också högre, vilket ger en något snabbare prisökningstakt. En högre styrränta bidrar till att dämpa effekterna på tillväxten och att motverka en för hög inflation.

Fortsatt långsam återhämtning i euroområdet

Återhämtningen i euroområdet väntas fortsätta framöver i ungefär samma takt som tidigare. En fortsatt expansiv penningpolitik bidrar till återhämtningen liksom fortsatta förbättringar på arbetsmarknaden. En viss stimulans från finanspolitiken i form av mindre grad av konsolidering i vissa länder bidrar också.

En förbättrad arbetsmarknad med stigande sysselsättning, lägre arbetslöshet och efter hand också högre löneökningar väntas leda till en ökad konsumtion. Investeringarna gynnas av stigande kapacitetsutnyttjande och en stabilisering på bostadsmarknaden. Det är dock inte en homogen återhämtning över hela euroområdet eftersom skillnaderna i den ekonomiska utvecklingen och läget på arbetsmarknaden är betydande mellan olika länder. Bland de större länderna utvecklas Spanien och Tyskland bättre medan återhämtningen går trögare i Italien och Frankrike. Euroområdet står alltså inför stora strukturella utmaningar, inte minst i banksektorn som i stora delar brottas med dålig lönsamhet och en hög andel dåliga lån. Det finns även osäkerhet kring den politiska utvecklingen framförallt i Italien.

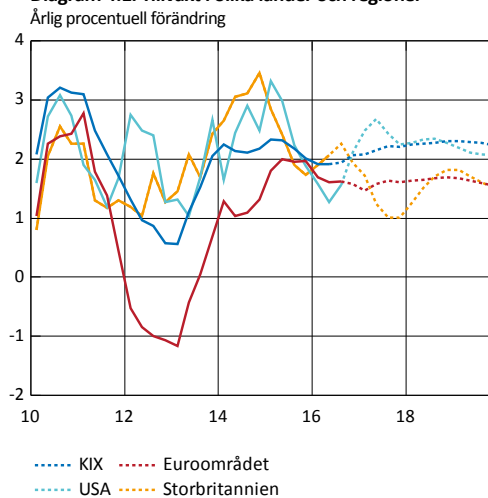
BNP väntas växa med 1,6 procent 2017 och därefter väntas tillväxten vara i princip oförändrad.

En viss motståndskraft i Storbritanniens ekonomi

I Storbritannien har den senaste statistiken för den ekonomiska utvecklingen varit förhållandevis ljus. Tillväxten dämpades mindre än väntat under tredje kvartalet och Storbritanniens beslut att lämna EU har hittills inte fått några betydande negativa effekter.

Tillväxten väntas bromsa in under det kommande året då några av de negativa ekonomiska effekterna av EU-utträdet börjar bli synliga. Den ökade osäkerheten medför lägre investeringar och färre nyanställningar. Den svagare utvecklingen på arbetsmarknaden bidrar till att urholka hushållens disponibla inkomster och därmed till att dämpa hushållens konsumtion. Investeringarna väntas också öka långsammare till följd av osäkerhet om Storbritanniens relation till EU och andra länder framöver. Ett förslag till ny budget indikerar dock en mindre stram finanspolitik vilket delvis motverkar den svagare utvecklingen. BNP väntas växa med drygt 1 procent 2017

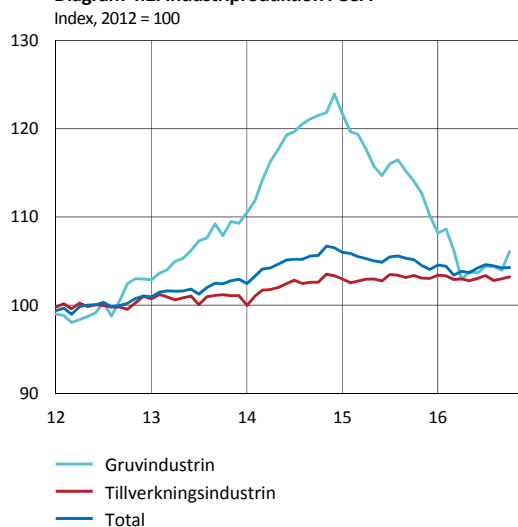
Diagram 4:1. Tillväxt i olika länder och regioner



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

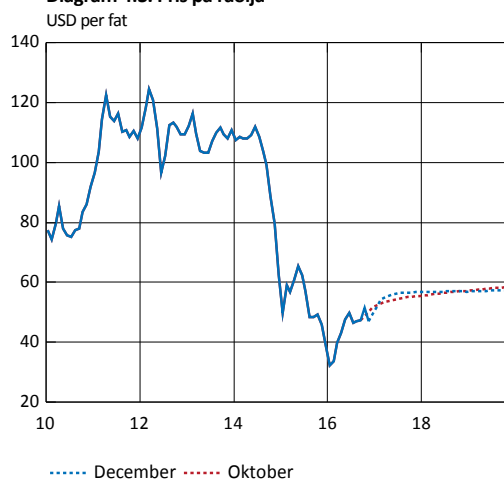
Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, nationella källor, Office for National Statistics och Riksbanken

Diagram 4:2. Industriproduktion i USA



Källa: Federal Reserve

Diagram 4:3. Pris på råolja



Anm. Brentolja, terminspriserna är beräknade som ett 8-dagars genomsnitt. Utfallet avser månadsgenomsnitt av spotpriset.

Källor: Macrobond och Riksbanken

för att därefter stiga och bli 1,7 procent 2019. Det råder dock stor osäkerhet kring prognosen då det är svårt att veta hur ekonomins aktörer kommer att reagera på en utdragen period av osäkerhet.

Inflationen i omvärlden fortfarande låg men stiger under nästa år

Inflationen är i stora delar av omvärlden fortfarande låg, men på väg upp. Ett gradvis ökande resursutnyttjande bidrar till att inflationen stiger gradvis. Uppgången hittills i år beror främst på att effekten av tidigare oljeprisfall har avtagit och att oljepriset har stigit under året. En relativt måttlig fortsatt oljeprisuppgång gör dock att energipriserna under kommande år väntas bidra allt mindre till inflationen (se diagram 4:3).

Resursutnyttjandet i USA tilltar och arbetslösheten bedöms vara nära sin långsiktigt hållbara nivå. Det finns också indikationer på att löneutvecklingen nu följer en svagt stigande trend. Tillsammans med högre energipriser innebär det att inflationen stiger till 2,7 procent 2017 för att därefter börja falla tillbaka något. I euroområdet är inflationstrycket fortsatt lågt. En BNP-tillväxt som fortsätter överstiga sin trend bidrar dock till att arbetslösheten sjunker ytterligare och att resursutnyttjandet stiger. Det bidrar till att löneökningstakten och inflationen långsamt stiger. I Storbritannien väntas inflationen till följd av det kraftigt försvagade pundet stiga till omkring 3 procent i slutet av 2017 för att därefter gradvis falla tillbaka mot inflationsmålet på 2 procent.

Sammantaget bedöms inflationen i omvärlden stiga från 1,1 procent 2016 till 2,1 procent 2019 (se diagram 4:4). Prognosen är i stort sett oförändrad sedan i oktober.

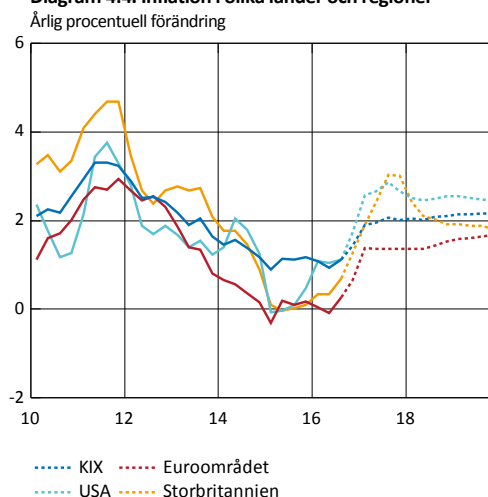
Sverige

Konjunkturer allt starkare

Tillväxten har visserligen dämpats jämfört med 2015, men svensk ekonomi är alltjämt stark och resursutnyttjandet stiger framöver. Hög offentlig konsumtion och expansiv penningpolitik är viktiga delförklaringar till de senaste årens höga inhemska efterfrågan men de kommande åren spelar också återhämtningen i omvärlden en viktig roll i att understödja utvecklingen.

Återhämtningen efter den utdragna lågkonjunkturen fortsätter på många av Sveriges viktigaste exportmarknader, om än långsamt i ett historiskt perspektiv (se diagram 4:5). I takt med att industriproduktionen växer något snabbare i dessa länder bidrar det till en något högre tillväxt i exporten av svenska varor och tjänster jämfört med utvecklingen 2016. Då svenska exportvaror innehåller en relativt stor del importerade insatsvaror för denna utveckling även med sig att svensk import åter växer något snabbare. Ett allt högre resursutnyttjande bidrar till investeringstillväxten samtidigt som bostadsinvesteringarna väntas växa i en måttligare takt framöver.

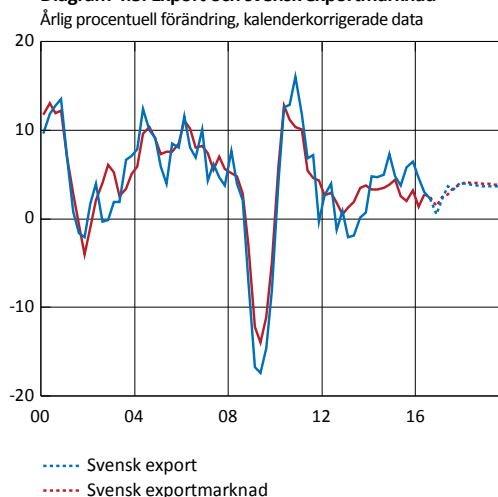
Diagram 4:4. Inflation i olika länder och regioner



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

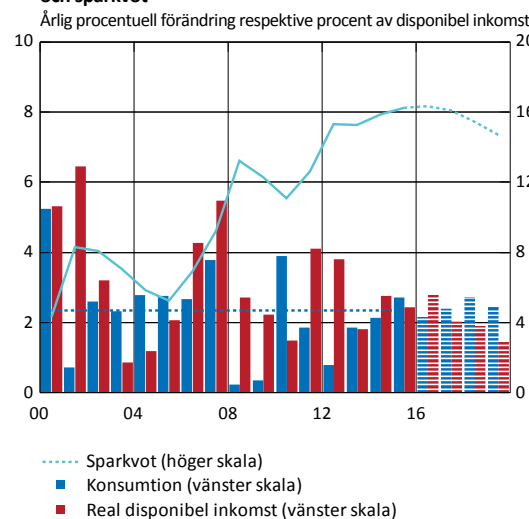
Diagram 4:5. Export och svensk exportmarknad



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

Källor: SCB och Riksbanken

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



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

Källor: SCB och Riksbanken

Detta bland annat till följd av kapacitetsbegränsningar. Bostadsinvesteringarna bidrar därmed mindre till investerings-tillväxten, även om de också fortsatt är på en historiskt mycket hög nivå.

Hushållens reala inkomster växer relativt snabbt i år men ökar långsammare under kommande år i takt med att sysselsättningstillväxten dämpas och att ränteutgifterna gradvis ökar när reporäntan börjar höjas. Samtidigt talar hushållens höga sparande i utgångsläget och de senaste årens värdeökningar på hushållens tillgångar för att det finns ett fortsatt utrymme för hushållen att öka sin konsumtion lite snabbare än inkomsten (se diagram 4:6).

Den offentliga konsumtionen växer snabbt i ett historiskt perspektiv 2016 och 2017. Detta förklaras i huvudsak av att den demografiska försörjningsbördan ökar då andelen av befolkningen i åldrarna 20–64 år minskar samtidigt som fjolårets stora asylmottagande ökar resursbehoven hos kommuner och myndigheter.

Tillväxten för det tredje kvartalet blev högre än prognosen i oktober. Förtroendeindikatorer visar stigande optimism både i näringslivet och bland hushållen och tillväxten för 2017 väntas därför bli något starkare jämfört med bedömningen i oktober. BNP bedöms sammantaget växa med 3,4 procent i år för att därefter växa med i genomsnitt 2,2 procent 2017–2019 (se diagram 4:7). Den mycket snabba befolkningsökningen innebär att tillväxten i BNP per invånare i genomsnitt blir ungefär en procentenhet lägre.

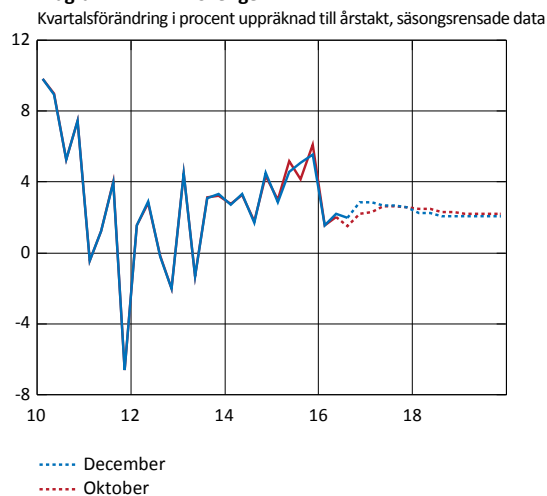
Viss avmattning på bostadsmarknaden

Bostadspriserna fortsätter att stiga, men under 2016 ökar priserna, mätt som årlig procentuell förändring, något långsammare än tidigare år. Tänkbara förklaringar till denna utveckling innefattar amorteringskravets effekt på hushållens betalningsvilja, men också att bolåneräntorna inte längre sjunker. Utvecklingen med en mer dämpad prisökningstakt på bostäder väntas fortsätta när hushållens reala inkomster ökar långsammare de kommande åren och bolåneräntorna så småningom börjar stiga. Då en stor del av hushållens skulder är bolån väntas avmattningen på bostadsmarknaden även dämpa skuldökningstakten. Inbromsningen blir dock inte större än att hushållens skuldkvot, det vill säga hushållens skulder som andel av disponibel inkomst, ökar till 194 procent 2019 (se diagram 1:14).

Växande obalanser på arbetsmarknaden

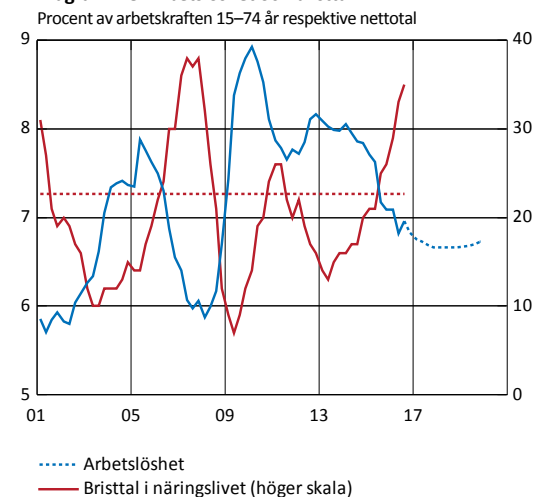
Efterfrågan på arbetskraft är hög. Arbetslösheten, som minskade i snabb takt under sommaren och hösten 2015, har planat ut och bedöms bli 6,9 procent för 2016 som helhet. De kommande åren väntas arbetslösheten sjunka ytterligare något (se diagram 4:8). Men samtidigt som efterfrågan är relativt hög väntas sammansättningen i arbetskraften förändras de kommande åren. Detta då befolkningen i arbetsför ålder

Diagram 4:7. BNP i Sverige



Källor: SCB och Riksbanken

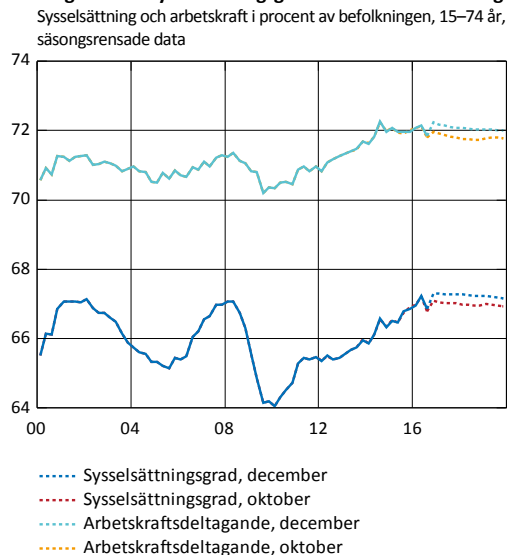
Diagram 4:8. Arbetslöshet och bristtal



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

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 4:9. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande



Källor: SCB och Riksbanken

ökar till följd av invandring, framför allt av personer födda ut-
anför Europa som sökt asyl. Utrikes födda är arbetslösa i en
betydligt större utsträckning än inrikes födda, det gäller i syn-
nerhet utomeuropeiskt födda och personer som saknar gym-
nasieutbildning. Detta medför att arbetslösheten stiger något
i slutet av prognosperioden.

God efterfrågan i svensk ekonomi har medfört att andelen
företag som enligt Konjunkturbarometern rapporterar om
brist på arbetskraft har stigit ytterligare och nu ligger på unge-
fär samma nivå som 2007 (se diagram 4:8). De höga bristtalen
är en indikation på att det finns obalanser på arbetsmark-
naden då företagen, trots att det finns många arbetslösa, inte
hittar den personal de söker. Den förändrade sammansätt-
ningen av arbetskraften framöver bidrar till att sysselsätt-
ningen fortsätter att öka, om än i en långsammare takt. Be-
folkning i arbetsför ålder ökar samtidigt relativt starkt vilket
medför att sysselsättningsgraden minskar något framöver (se
diagram 4:9). Sysselsättningsgraden bedöms dock bli något
högre än i prognosen i oktober, vilket beror på en mindre
nedrevidering i befolkningsprognosen från Statistiska central-
byrån.

Resursutnyttjandet stiger de kommande åren

Riksbanken bedömer att resursutnyttjandet i ekonomin är nå-
got högre än normalt i nuläget. De kommande åren bedöms
både BNP och antalet arbetade timmar stiga så pass snabbt
att resursutnyttjandet ökar och blir högre än normalt (se dia-
gram 4:10). Sysselsättningsgraden är redan mycket hög i vissa
grupper vilket gör att det blir allt svårare för företagen att öka
antalet sysselsatta. Antalet arbetade timmar stiger därför nå-
got snabbare än antalet sysselsatta de kommande åren.

Lönerna ökar i takt med att resursutnyttjandet stiger

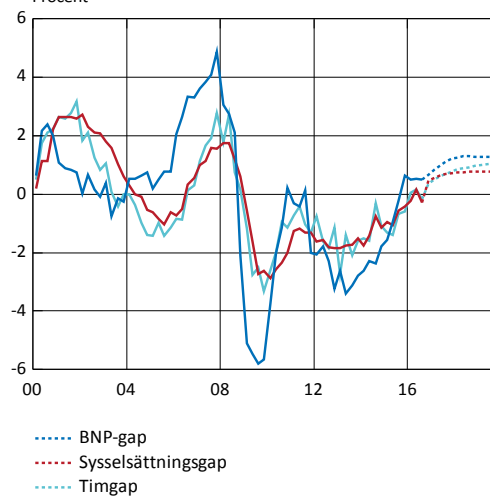
Avtalsrörelsen 2017 har påbörjats med att LO-förbunden har
samordnat sina avtalskrav och att Facken inom industrin har
presenterat sitt yrkande om de nya kollektivavtalen.

Enligt konjunkturbarometern råder brist på arbetskraft
inom flera branscher i näringslivet. Även inom den offentliga
sektorn råder brist på arbetskraft för flera yrkesgrupper.

Riksbanken bedömer att resursutnyttjandet nu är något
högre än normalt och att sysselsättningen kommer att öka yt-
terligare. Ett gradvist förbättrat arbetsmarknadsläge bedöms
leda till att löneökningstakten stiger framöver.

Genomförandet av det andra steget av höjningen av soci-
alavgifter för personer under 26 år samt införandet av en sär-
skild löneskatt för personer som fyllt 65 år bidrar till att ar-
betskostnaderna, som består av både löner och arbetsgivar-
avgifter ökar mer än timlönerna i år. Därefter bedöms arbets-
kostnaderna stiga i linje med timlönerna. Riksbanken bedö-
mer att arbetskostnaderna ökar mer än produktiviteten och
att därmed arbetskostnaderna per producerad enhet växer
något snabbare än sitt historiska genomsnitt de kommande
åren.

Diagram 4:10. 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

Avtalsrörelsen 2017 – så här långt

Riksbankens prognoser avser de totala löneökningarna, det
vill säga avtalade löner och löneökningar utöver avtal. Ef-
tersom både kollektivavtalens nivå och deras konstruktion
har stor betydelse för hur lönerna utvecklas följer
Riksbanken diskussionerna kring avtalsförhandlingarna
noga. Under 2017 löper kollektivavtal för cirka 2,4 miljoner
anställda ut. Kommunal och SKL träffade ett treårigt kollek-
tivavtal i år vilket innebär att 2017 års avtalsrörelse är nå-
got mindre till omfattningen än årets.
Den 28 oktober meddelade LO-förbunden att de enats om
att samordna avtalskraven, vilket de inte lyckades med i fö-
regående avtalsrörelse. De gemensamma kraven innehåller
en låglönesatsning med kronantal för de som tjänar under
24 000 kronor per månad och en procentsats för löner
ovanför denna nivå. Facken inom industrin har presenterat
sitt yrkande som nivåmässigt är i linje med de senaste två
avtalsrörelserna, det vill säga en årlig löneökning om
2,8 procent. Svenskt Näringsliv anser i sin rapport inför av-
talsrörelsen att löneökningstakten måste växla ner i förhål-
lande till de senaste åren för att svenska företag ska klara
konkurrensen med omvärlden. Industrins nya kollektivavtal
förväntas även i denna avtalsrörelse bli normerande för öv-
riga avtalsområden på arbetsmarknaden. Den 21 decem-
ber planerar industrins parter att utväxla branschspecifika
avtalskrav och därefter kan deras förhandlingar påbörjas.
Industrins förhandlingar väntas vara klara senast i slutet av
mars 2017 då deras nuvarande avtal löper ut.

Långsam förstärkning av kronan framöver

Kronan har sedan prognosen i oktober försvagats vilket medför en något svagare växelkursprognos jämfört med bedömningen i oktober (se diagram 4:11). Utvecklingen för kronan är osäker och beror bland annat på hur konkurrenskraftig den svenska ekonomin är och hur penningpolitiken utformas i Sverige och i omvärlden. Under kommande år väntas en gradvis och långsam förstärkning av kronan samtidigt som överskotten i handels- och bytesbalansen fortsätter att minska.

Förutsättningar för fortsatt uppgång i inflationen

Inflationen mätt med KPIF har stigit trendmässigt sedan 2014. Två viktiga förklaringar till det är att resursutnyttjandet i ekonomin har ökat och att kronan har försvagats. Riksbanken bedömer att det finns förutsättningar för att uppgången i inflationen ska fortsätta. Men utvecklingen har varit dämpad under 2016, särskilt vad gäller den underliggande inflationen mätt med KPIF exklusive energi.

En faktor som talar för gradvis högre inflation är ett fortsatt stigande resursutnyttjande i ekonomin. En starkare konjunktur leder, med eftersläpning, bland annat till att företagen lättare kan höja priserna på sina produkter. En längre eftersläpning än normalt gör att dagens goda konjunkturläge ännu inte fått fullt genomslag på inflationen. Därutöver väntas också konjunkturen bli ännu starkare framöver.

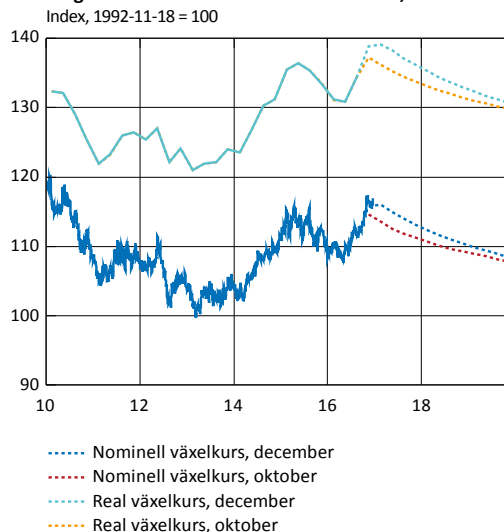
En annan faktor som påverkar inflationen är kronans växelkurs, som försvagats väsentligt under loppet av 2016 men som väntas stärkas långsamt framöver (se diagram 4:11). Försvagningen på senare tid har inte heller fått fullt genomslag på inflationen. På grund av den eftersläpning som råder har inflationen i stället dämpats något av den kronförstärkning som skedde mellan 2015 och inledningen av 2016. Under 2017 väntas dock växelkursen återigen ge positiva bidrag till inflationen och därigenom bidra till att den trendmässiga uppgången i KPIF fortsätter. Kommande år bedöms kronan stärkas i måttlig takt, men då väntas i stället det internationella pristrycket stiga och bidra till fortsatt stigande inflation.

Inflationen når 2 procent i mitten av 2018

Prognosen för inflationen mätt med KPIF exklusive energi är marginellt nedreviderad det närmsta året. Men precis som i föregående prognos bedöms inflationen mätt med både KPIF och KPIF exklusive energi nå 2 procent i mitten av 2018 (se diagram 4:12). För närvarande och under ytterligare en tid ökar emellertid energipriserna och 2017 ökar därför KPIF snabbare än KPIF exklusive energi.

KPI-inflationen bedöms nå 2 procent något tidigare än KPIF-inflationen. När boräntorna gradvis börjar stiga igen under 2018 stiger hushållens räntekostnader och KPI kommer då att öka snabbare än KPIF. Även det EU-harmoniserade inflationsmättet HIKP stiger (se diagram 4:13).

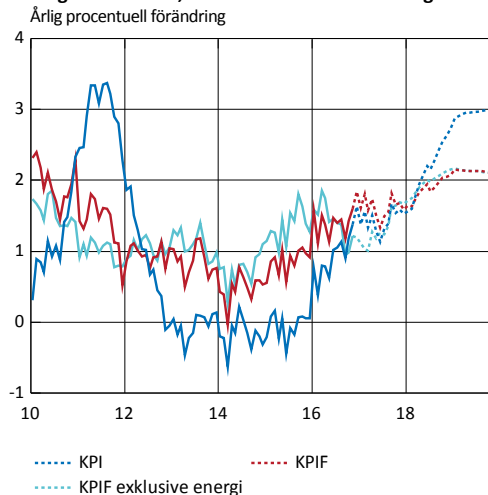
Diagram 4:11. Real och nominell växelkurs, KIX



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

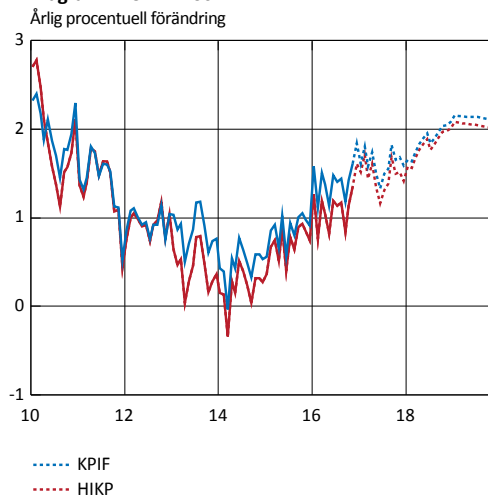
Diagram 4:12. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:13. KPIF och HIKP



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

FÖRDJUPNING – Växelkursens genomslag på inflationen

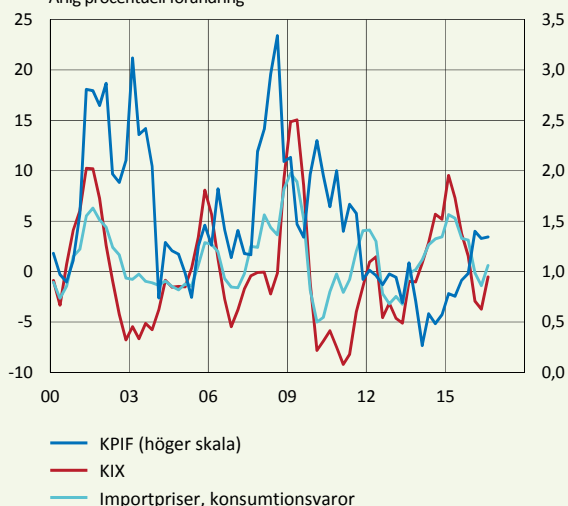
Växelkursen är en av flera faktorer som påverkar inflationen och är därför viktig ur ett penningpolitiskt perspektiv. Sedan 2014 har inflationen stigit trendmässigt i Sverige och kronförsvagningen som har skett under denna tid bedöms ha bidragit till den utvecklingen. Resultat baserade på tidsseriemodeller visar att det finns ett samband mellan växelkursförändringar och inflation. Men effekten på inflationen beror på vad som orsakar växelkursrörelsen, och inflationseffekterna kan bli både större och mindre än vad som i genomsnitt varit fallet. Riksbankens inflationsprognos bygger på att kronan förstärks långsamt i takt med att omvärldskonjunkturen förstärks. Om kronan skulle förstärkas snabbare skulle inflationen kunna bli lägre än i Riksbankens prognos.

En svagare krona har bidragit till högre inflation

Växelkursen har varierat kraftigt de senaste åren, och detta har påverkat inflationsutvecklingen. Sedan början av 2014 har kronan sammantaget försvagats med drygt 10 procent, bland annat till följd av mer expansiv penningpolitik. Detta har lett till att importpriserna i producentledet, som samvarierar tydligt med växelkursen, har stigit (se diagram 4:14).¹⁰

Diagram 4:14. Nominell växelkurs (KIX), importpriser för konsumtionsvaror i producentledet och konsumentpriser (KPIF).

Årlig procentuell förändring



Anm. Importpriserna avser konsumtionsvaror i producentledet. KPIF är KPI med fast ränta.

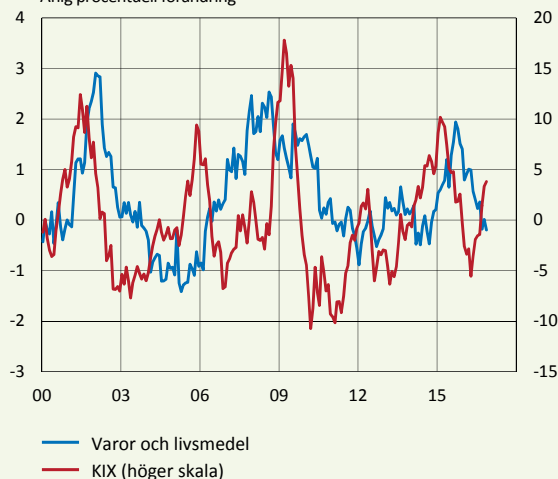
Källor: SCB och Riksbanken

Den svagare kronan har också bidragit till en högre ökningstakt i konsumentpriserna. Sverige har liksom många andra länder i omvärlden haft en mycket låg inflation under ett antal år. Men sedan 2014 har inflationen i Sverige

stigit, och kronförsvagningen har haft betydelse för den utvecklingen. Priserna på de varugrupper i KPI som påverkas mest av växelkursen, varor och livsmedel, steg till exempel tydligt i fjol. Under loppet av 2016 har prisöknings-takten på varor och livsmedel sjunkit, vilket bedöms bero på den förstärkning av kronan som skedde fram till i våras (se diagram 4:15). Att kronan försvagats sedan 2014 har även fört med sig att konjunkturen i Sverige har stärkts. En starkare konjunktur brukar, med viss tidsfördröjning, innebära att inflationen stiger.¹¹ Kronan bidrar därmed även indirekt, via högre resursutnyttjande, till att det finns förutsättningar för en fortsatt uppgång i inflationen framöver.

Diagram 4:15. Nominell växelkurs (KIX) och varor och livsmedel i KPI

Årlig procentuell förändring



Anm. Varor och livsmedel är en sammanvägning av aggregaten varor och livsmedel i KPI. Dessa utgör tillsammans 43 procent av KPI.

Källor: SCB och Riksbanken

¹⁰ Importpriserna i producentledet mäts vid den svenska gränsen. En del av varorna är prissatta i utländsk valuta och priset räknas då om till kronor med aktuell växelkurs.

¹¹ Se fördjupningen "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation" i Penningpolitisk rapport, oktober 2016.

Svårt att uppskatta genomslaget av växelkursen

Växelkursutvecklingen är en viktig faktor för Riksbankens inflationsprognos. En svårighet i detta sammanhang är att sambandet mellan växelkurs och priser kan se olika ut vid olika tillfällen, bland annat beroende på varför växelkursen förändras. Företagen justerar också sina priser på olika sätt beroende på hur långvarig en växelkursförändring väntas bli. Om förändringen antas vara tillfällig är företagen mindre benägna att ändra priserna. Variationerna i växelkursen påverkar då i högre grad vinstmarginalen. Sambanden kan också variera över tid eftersom beteenden hos olika aktörer i ekonomin ändras.¹²

En försvagning av växelkursen kan påverka konsumentpriserna i Sverige via flera olika kanaler. En är att de färdiga produkter som importeras blir dyrare. Några exempel är priser på frukt, grönsaker och drivmedel. Alla varor, oavsett graden av importinnehåll, säljs dock på den svenska marknaden och påverkas därmed av svenska löner, transportkostnader och så vidare. Man kan därför inte förvänta sig ett "ett till ett"-förhållande mellan förändringar i växelkursen och konsumentpriser på i huvudsak importerade varor. En växelkursförsvagning kan även påverka konsumentpriserna relativt snabbt via ökande priser på importerade insatsvaror och därmed ökande produktionskostnader för inhemskt producerade varor och tjänster. Dessa mer direkta effekter kan uppstå vid både tillfälliga och mer permanenta växelkursförändringar.

Man kan också tänka sig att dyrare importerade varor leder till att efterfrågan och priser ökar på inhemskt producerade artiklar, i den mån de kan utgöra ett substitut. En annan kanal går via exporten. Om växelkursen försvagas skapas ett utrymme för svenska företag att sänka priset på sina varor och tjänster på exportmarknaden. En ökad efterfrågan kan då leda till högre löner och stigande produktionskostnader, som i slutändan även innebär högre konsumentpriser. Det är mer troligt att sådana indirekta effekter uppstår om växelkursförändringen ses som långvarig.

En svagare växelkurs kan också innebära att inflationsförväntningarna stiger, vilket i sig kan göra det lättare för företagen att höja priserna. Stigande inflationsförväntningar kan även leda till ett tryck uppåt på lönerna och andra produktionskostnader, vilket i sin tur vältras över till konsumenterna i form av högre priser.

Orsaken till växelkursförändringen bestämmer genomslaget på inflationen

Hur stor effekten på inflationen blir beror även på anledningen till att växelkursen försvagas. Om efterfrågan i omvärlden är låg under oroliga tider kan kronan försvagas då placerarna hellre väljer tillgångar i historiskt mer säkra valutor. Den slutliga effekten av den svagare kronan på svensk inflation kan vara mindre i en sådan situation, eftersom utländsk inflation sannolikt är dämpad och exporten samtidigt inte kan öka på samma sätt. Och om kronan försvagas för att tillväxten i Sverige försämras kan en kronförsvagning till och med sammanfalla med en lägre inflation om resursutnyttjandet minskar tillräckligt mycket.

Andra situationer kan resultera i mer tydligt positiva effekter på inflationen. En mer expansiv penningpolitik innebär till exempel ofta såväl svagare växelkurs som högre efterfrågan, vilka båda talar för högre inflation. Även rörelser i växelkursen som inte tydligt kan kopplas till andra händelser i ekonomin kan ge större effekter på inflationen. Riksbanken har tidigare publicerat scenarier som har pekat på tydliga effekter av växelkursförändringar. De skattningarna har oftast baserats på en störning direkt till växelkursen.¹³ Olika orsaker till växelkursförändringar kan alltså förklara varför genomslaget kan variera över tid, vilket också får stöd av empiriska analyser som har gjorts på bland annat Riksbanken.¹⁴

Ofta är det dock svårt att veta vad som orsakat en växelkursförändring. I prognossammanhang är det därför vanligt att man förlitar sig på skattade genomsnittliga effekter av växelkursförändringar och hur dessa tillsammans med andra faktorer påverkar inflationsutvecklingen under prognosperioden.

Skattade inflationseffekter vid växelkursförändringar

I genomsnitt kommer en försvagning av kronan att leda till stigande inflation. De mer direkta kanalerna leder oftast till inflationseffekter av mer övergående karaktär medan andra kanaler påverkar inflationen under en längre tid.

Ett sätt att analysera sambandet mellan växelkurs och inflation är med hjälp av tidsseriemodeller. Sådana skattningar kan inte urskilja varför växelkursen har ändrats, men kan ändå ge en indikation på hur inflationen typiskt sett påverkas av en växelkursförändring. I diagram 4:16 visas sådana resultat.¹⁵ Skattningarna visar hur KPIF-inflationen påverkas av en varaktig försvagning i den konkurrerande växelkursen, mätt enligt kronindex (KIX).

¹² Det finns bland annat stöd i litteraturen för att låginflationsregimen kan ha bidragit till att minska växelkursens genomslag. För en diskussion, se Taylor (2000), "Low Inflation, Pass-through, and the Pricing Power of Firms", *European Economic Review*, 44(7), s. 1389-1408.

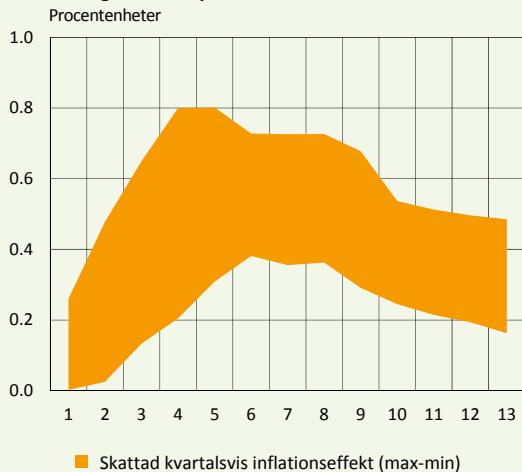
¹³ Se till exempel fördjupningen "Snabb förstärkning av kronan" i Penningpolitisk rapport, april 2015 och scenariot "Risker med en snabb förstärkning av kronan i en låginflationsmiljö" i Penningpolitisk rapport, februari 2016.

¹⁴ Se Forbes, Hjortsoe och Nenova (2015), "The shocks matter: Improving our estimates of exchange rate pass-through", External MPC Unit Discussion Paper No. 43, Bank of England. Liknande analys har gjorts på Riksbanken med hjälp av både strukturella tidsseriemodeller och dynamiska allmän jämviktsmodeller.

¹⁵ I de olika skattade modellerna förklaras utvecklingen i inflationen bland annat av växelkurs, inflationsförväntningar, arbetskostnader per producerad enhet och resursutnyttjande.

Priseffekterna som visas baseras på att växelkursen försvagas med 10 procent i den första perioden och ligger still på den nya nivån därefter. Det gula fältet i diagrammet visar effekten på inflationstakten enligt olika modeller. De olika modellerna ger ett relativt samstämmigt resultat som visar att effekten det första kvartalet uppgår till mellan noll och cirka 0,25 procentenheter. Inflationseffekten ökar sedan till i genomsnitt omkring 0,5 procentenheter efter ungefär ett år, innan den gradvis klingar av.

Diagram 4:16. Effekt på KPIF-inflationen när växelkursen försvagas med 10 procent



Anm. Diagrammet tar inte hänsyn till osäkerhet kring de skattade parametrarna.

Källor: SCB och Riksbanken

Det tar olika lång tid innan växelkursförändringar påverkar olika priser i konsumentledet. Priserna påverkas också olika mycket. Till exempel kan de vinterkläder som säljs vid årsskiftet ha köpts in åtminstone ett halvår tidigare. Bensinpriser, priser på utrikes resor och priser på många färskvaror tenderar å andra sidan att påverkas snabbt vid växelkursförändringar.

I diagram 4:17 visas den maximala effekten på prisökningstakten för olika komponenter i KPI då växelkursen försvagas med 10 procent. Effekten är störst för utrikes resor. Prisökningstakten blir nära 5 procentenheter högre efter en växelkursförsvagning av den här storleken. Priser på kläder och skor samt frukt och grönt påverkas också tydligt. För andra komponenter är effekten betydligt mindre och i vissa fall är resultaten svårtolkade.¹⁶

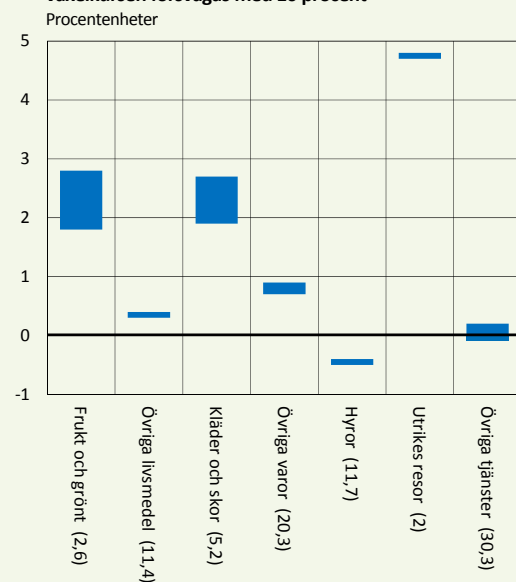
Växelkurs och inflation under prognosåren

Hittills i år har kronan utvecklats svagare än väntat och samtidigt har inflationen blivit lägre än Riksbankens bedömning. De resultat som presenteras i denna fördjupning

visar att genomslaget i normalfallet är positivt och att förändringar av växelkursen påverkar inflationen med viss tidsfördröjning. Om historiska samband gäller även framöver kommer kronförsvagningen sedan i våras att leda till högre prisökningstakt de närmaste månaderna, särskilt bland varor och livsmedel. Resultat från tidsseriemodeller tyder på att inflationen stiger med cirka 0,5 procentenheter efter ett år vid en växelkursförändring på 10 procent. Andra resultat, från mer avancerade makroekonomiska modeller, visar dock på att effekten beror på vilken typ av störning som orsakar växelkursrörelsen.

När Riksbanken gör inflationsprognoser görs en sammantagen bedömning av effekterna av växelkursförändringar och hur dessa tillsammans med andra faktorer påverkar inflationsutvecklingen under prognosperioden. I nuvarande prognos bedöms kronan stärkas i takt med att omvärldskonjunkturen förbättras. Eftersom resursutnyttandet därmed stiger ytterligare och blir högre än normalt bedöms den måttliga förstärkningen av kronan i prognosen vara förenlig med att inflationen stiger till 2 procent. Om kronan istället skulle förstärkas snabbare skulle inflationen däremot kunna bli lägre än i Riksbankens prognos.

Diagram 4:17. Maximal effekt på prisökningstakten när växelkursen försvagas med 10 procent



Anm. Siffror inom parentes avser vikt i KPI.

Källor: SCB och Riksbanken

¹⁶ Effekterna har tagits fram med de modeller som Riksbanken använder som stöd för sina kortsiktiga prognoser för olika delindex i KPI. Eftersom två olika procedurer används för varje komponent visas ett intervall för maximal effekt. Övriga livsmedel

avser livsmedel exklusive frukt och grönt, tobak och alkohol. Övriga tjänster avser tjänster exklusive fastighetsskatt, hyror och utrikes resor. Prognoser för energipriser genereras inte med hjälp av denna typ modeller.

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos
Procent, kvartalsmedelvärden

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

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2015	2016	2017	2018	2019
KPI	0,0	1,0 (1,0)	1,4 (1,4)	2,2 (2,2)	3,0 (2,9)
KPIF	0,9	1,4 (1,4)	1,6 (1,6)	1,9 (1,9)	2,1 (2,1)
KPIF exkl. energi	1,4	1,4 (1,4)	1,3 (1,4)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)
HIKP	0,7	1,1 (1,1)	1,5 (1,5)	1,8 (1,9)	2,0 (2,1)

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning
Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2015	2016	2017	2018	2019
Reporänta	-0,3	-0,5 (-0,5)	-0,6 (-0,6)	-0,3 (-0,3)	0,2 (0,2)
10-årsränta	0,8	0,5 (0,5)	1,1 (0,7)	2,0 (1,7)	2,8 (2,5)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	112,6	111,7 (111,4)	114,5 (112,3)	111,3 (109,9)	109,2 (108,3)
Offentligt finansiellt sparande*	0,2	0,4 (0,1)	0,1 (0,0)	0,3 (0,2)	0,6 (0,6)

* 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	2019
Euroområdet	0,14	0,46	1,9	1,6 (1,6)	1,6 (1,4)	1,7 (1,7)	1,6 (1,6)
USA	0,16	0,08	2,6	1,6 (1,6)	2,5 (2,4)	2,3 (2,1)	2,1 (2,0)
Japan	0,05	0,02	1,2	1,0 (0,6)	1,0 (0,9)	0,8 (0,9)	0,8 (0,8)
Kina	0,15	0,08	6,9	6,7 (6,7)	6,2 (6,2)	5,8 (5,9)	5,7 (5,7)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,2	2,0 (2,0)	2,2 (2,1)	2,3 (2,3)	2,3 (2,3)
Världen (PPP-vägd)	1,00	–	3,2	3,2 (3,1)	3,5 (3,5)	3,6 (3,6)	3,7 (3,7)

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 nya 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	2019
Euroområdet (HIKP)	0,0	0,2 (0,2)	1,4 (1,3)	1,4 (1,5)	1,6 (1,7)
USA	0,1	1,2 (1,2)	2,7 (2,5)	2,5 (2,4)	2,5 (2,3)
Japan	0,8	-0,1 (-0,1)	0,7 (0,8)	1,5 (1,6)	1,8 (1,9)
KIX-vägd	1,1	1,1 (1,1)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)	2,1 (2,2)

	2015	2016	2017	2018	2019
Styrränta i omvärlden, procent	0,1	-0,1 (-0,1)	-0,1 (-0,2)	0,0 (-0,2)	0,2 (0,1)
Råoljepris, USD/fat Brent	53,5	44,6 (44,9)	55,7 (54,3)	56,9 (56,5)	57,3 (57,9)
Svensk exportmarknad	3,1	2,0 (1,9)	3,2 (3,1)	4,0 (4,0)	3,9 (3,8)

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	2019
Hushållens konsumtion	2,7	2,2 (2,4)	2,4 (2,3)	2,7 (2,7)	2,4 (2,4)
Offentlig konsumtion	2,5	3,6 (3,8)	2,0 (2,3)	1,4 (1,4)	1,2 (1,2)
Fasta bruttoinvesteringar	7,0	7,1 (7,4)	3,5 (3,2)	2,8 (4,1)	2,8 (4,2)
Lagerinvesteringar*	0,3	0,3 (0,2)	0,0 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	5,6	2,9 (2,3)	2,9 (2,2)	3,6 (3,6)	3,6 (3,6)
Import	5,5	4,4 (4,4)	3,5 (3,3)	4,0 (4,4)	4,0 (4,5)
BNP	4,1	3,4 (3,3)	2,4 (2,0)	2,2 (2,4)	2,1 (2,2)
BNP, kalenderkorrigerad	3,8	3,2 (3,0)	2,6 (2,3)	2,4 (2,5)	2,1 (2,2)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	3,5	3,6 (3,8)	2,4 (2,4)	2,3 (2,6)	2,1 (2,5)
Nettoexport*	0,3	-0,5 (-0,7)	-0,1 (-0,4)	0,0 (-0,2)	0,0 (-0,2)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	4,7	4,2 (4,6)	3,9 (4,0)	3,7 (3,7)	3,5 (3,3)

* 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	2019
Folkmängd, 15–74 år	0,7	0,9 (0,9)	1,0 (1,1)	0,7 (0,9)	0,6 (0,6)
Potentiellt arbetade timmar	0,8	0,7 (0,8)	0,6 (0,7)	0,5 (0,6)	0,5 (0,5)
BNP, kalenderkorrigerad	3,8	3,2 (3,0)	2,6 (2,3)	2,4 (2,5)	2,1 (2,2)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,0	1,9 (2,0)	1,2 (1,1)	0,8 (0,8)	0,6 (0,7)
Sysselsatta, 15–74 år	1,4	1,5 (1,4)	1,3 (1,1)	0,7 (0,8)	0,5 (0,6)
Arbetskraft, 15–74 år	0,8	1,0 (0,9)	1,0 (0,9)	0,6 (0,8)	0,6 (0,7)
Arbetslöshet, 15–74 år*	7,4	6,9 (6,9)	6,7 (6,7)	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	2019
Timlön, KL	2,4	2,5 (2,6)	3,1 (3,2)	3,4 (3,5)	3,6 (3,6)
Timlön, NR	3,5	2,8 (2,7)	3,4 (3,5)	3,6 (3,8)	3,7 (3,8)
Arbetsgivaravgifter*	0,9	0,6 (0,6)	0,0 (0,0)	0,0 (-0,1)	0,0 (-0,1)
Arbetskostnad per timme, NR	4,4	3,4 (3,3)	3,4 (3,5)	3,6 (3,7)	3,7 (3,7)
Produktivitet	2,8	1,3 (1,0)	1,4 (1,2)	1,5 (1,6)	1,4 (1,6)
Arbetskostnad per producerad enhet	1,5	2,0 (2,3)	1,9 (2,3)	2,0 (2,0)	2,3 (2,1)

* 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)