



Penningpolitisk rapport

Juli 2015

Penningpolitisk rapport

Riksbankens penningpolitiska rapport publiceras sex gånger om året. Rapporten beskriver de överväganden Riksbanken gjort när man kommit fram till vad som är en lämplig penningpolitik.¹ Rapporten innehåller en beskrivning av de framtida inflations- och konjunkturutsikterna baserad på den penningpolitik som Riksbanken för närvarande anser vara väl avvägd.

Den penningpolitiska rapporten syftar till att sammanfatta underlagen för de penningpolitiska besluten och sprida kunskap om de bedömningar som Riksbanken gör. Genom att publicera rapporterna vill Riksbanken underlätta för utomstående att följa, förstå och utvärdera penningpolitiken.

Riksbanken ska minst två gånger per år lämna en skriftlig redogörelse om penningpolitiken till riksdagens finansutskott (se 6 kapitlet 4 § i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank). Under våren sker detta i form av ett särskilt underlag för utvärdering av penningpolitiken. Under hösten utgörs redogörelsen av den penningpolitiska rapporten.

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 1 juli 2015. Rapporten finns tillgänglig på Riksbankens webbplats www.riksbank.se. Där går det att utan kostnad beställa en tryckt version av rapporten eller ladda ned den i pdf-format.

För att prenumerera på den penningpolitiska rapporten kontakta Riksbanken.

E-post: kontorsservicecenter@riksbank.se

Adress: Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm

Telefon: 08-787 00 00

Mer information om Riksbanken finns på: www.riksbank.se.

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

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISK STRATEGI

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som ett mål för inflationen som innebär att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och real-ekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bland annat en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Denna så kallade räntebana är en prognos, inte ett löfte.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan och eventuellt vilka andra kompletterande åtgärder som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att penningpolitiken anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.
- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i de penningpolitiska besluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.
- I vissa lägen, som under den finansiella krisen 2008–2009, kan reporäntan och räntebanan behöva kompletteras med andra åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten och säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt.
- Riksbanken strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig, begriplig och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

BESLUTSPROCESSEN

Direktionen håller normalt sex penningpolitiska möten under ett år då man fattar beslut om penningpolitiken. I samband med dessa möten publiceras en penningpolitisk rapport. Ungefär två veckor efter varje penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det går att följa den diskussion som ledde fram till det aktuella beslutet och se hur de olika direktionsledamöterna argumenterade.

PRESENTATION AV PENNINGPOLITISKT BESLUT

Det penningpolitiska beslutet presenteras i ett pressmeddelande kl. 9.30 dagen efter det penningpolitiska mötet. Pressmeddelandet anger också hur de enskilda direktionsledamöterna röstade och en huvudsaklig motivering till eventuella reservationer. En presskonferens hålls dagen efter det penningpolitiska mötet.

Innehåll

- KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar **5**
 - Konjunkturförstärkning och inflationsuppgång med expansiv penningpolitik **5**
 - Den aktuella penningpolitiken **7**
 - Osäkerhet och risker **9**
 - Fördjupning: Varför är det viktigt att inflationen stiger mot målet? **13**
- KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden **14**
 - Penningpolitiken och statsobligationsräntorna **14**
 - Valutamarknaden **15**
 - Globala tillgångsmarknader **16**
 - Den finansiella situationen för banker och företag **16**
 - Fördjupning: Riksbankens åtgärder under 2015 har haft effekt **18**
- KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget **20**
 - Inflation **20**
 - Global och svensk konjunktur **22**
- KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna **24**
 - Omvärlden **24**
 - Sverige **27**
 - Fördjupning: Ökad osäkerhet kring situationen i Grekland **33**
- Tabeller **34**

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Inflationen fortsätter att stiga och konjunkturen i Sverige förbättras gradvis. Tillväxten stiger även i omvärlden men osäkerheten har ökat och konsekvenserna av de senaste dagarnas händelseutveckling i Grekland är mycket svårbedömda. I denna miljö fortsätter utvecklingen av kronans växelkurs att utgöra en risk för inflationsuppgången. Jämfört med Riksbankens prognos i april har kronan dessutom blivit starkare. För att säkerställa att inflationen fortsätter att stiga mot 2 procent har Riksbankens direktion beslutat att sänka reporäntan med 0,1 procentenheter och att utöka köpen av statsobligationer med 45 miljarder kronor från september. Reporäntan väntas vara -0,35 procent under drygt ett år, och reporäntebanan avspeglar att det är möjligt att reporäntan sänks ytterligare. Först under andra halvåret 2016 bedöms det vara lämpligt att långsamt börja höja reporäntan och den väntas nå 0,8 procent under tredje kvartalet 2018. Riksbanken har fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om det behövs för att inflationen ska stiga tillräckligt snabbt. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Konjunkturförstärkning och inflationsuppgång med expansiv penningpolitik

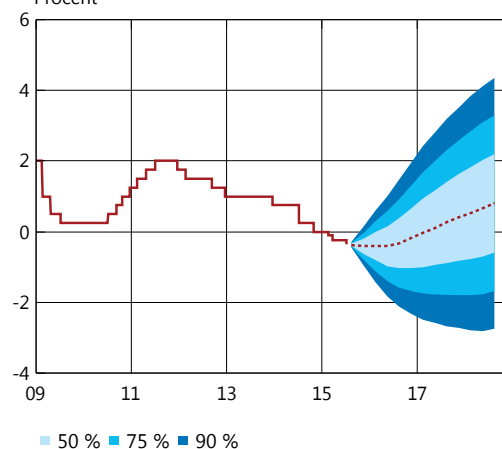
Konjunkturen i omvärlden fortsätter att förbättras. Förutsättningarna för högre tillväxt är överlag goda, även om återhämtningen i många delar av världen går långsamt. Oljepriset är fortsatt lågt och finanspolitiken är mindre stram än tidigare. Penningpolitiken är expansiv i många länder. Den europeiska centralbanken, ECB, fortsätter att köpa finansiella tillgångar i enlighet med de planer som presenterades i januari. I USA har Federal Reserve kommunicerat att höjningar av styrräntan kommer att ske i långsam takt. Fortsatta penningpolitiska stimulanser ger stöd åt kreditgivning och gynnar därigenom konsumtion och investeringar. Sammantaget väntas den globala inflationen stiga de kommande åren.

Flera faktorer talar alltså för att tillväxten i omvärlden ska stiga framöver, men osäkerheten är trots det betydande. I euroområdet brottas flera av de större ekonomierna alltjämt med omfattande strukturproblem, och skuldsättningen är på flera håll oroande hög. I Grekland har regeringen akuta svårigheter att klara de löpande betalningarna och osäkerheten är stor om hur landet ska få en långsiktig lösning på sina problem. Förhandlingarna mellan Grekland och dess långivare har strandat, vilket har inneburit att Greklands räddningsprogram inte har förlängts och juni månads återbetalningar till IMF har inte genomförts. De prognoser som presenteras i denna rapport bygger på att händelseutvecklingen i Grekland inte förhindrar euroområdets återhämtning, men de senaste dagarnas utveckling har ökat osäkerheten i

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Omvärldskonjunkturen stärks ungefär som förväntat, men osäkerheten har ökat.
Tillväxten i svensk ekonomi ungefär som förväntat, men exporten något svagare.
Den underliggande inflationen och KPIF-inflationen fortsätter att stiga.
Växelkursen är starkare än förväntat. Volatiliteten på valutamarknaderna fortsatt hög.
Expansiv penningpolitik medför också risker men dessa måste hanteras av andra politikområden.
Slutsats: Penningpolitiken behöver bli mer expansiv för att inflationen ska stiga tillräckligt snabbt och för att minska riskerna till prognosen.

Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall
Procent



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

Källa: Riksbanken

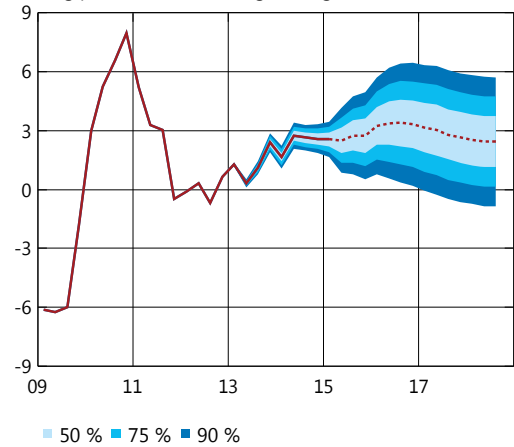
prognoserna. Det är svårt att nu bedöma vilka konsekvenserna blir för euroområdet som helhet och för Sverige av att Grekland inte fullföljer betalningarna till sina långgivare (se fördjupningen "Ökad osäkerhet kring situationen i Grekland").

De finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt mycket expansiva. Räntorna är låga och det är förhållandevis lätt att få krediter, både för företag och för hushåll. Räntorna på statsobligationer med lång löptid har visserligen stigit sedan april, både i Sverige och internationellt, men förändringarna sker från låga nivåer. Jämfört med april är den konkurrensvägda växelkursen starkare.

I skuggan av en svag omvärldsefterfrågan har de senaste årens tillväxt i svensk ekonomi till stor del drivits av en stark inhemsk efterfrågan. Särskilt stark har tillväxten varit i hushållens konsumtion och i bostadsinvesteringarna. Efter att BNP-tillväxten varit hög i slutet av 2014 dämpades den under det första kvartalet i år, i linje med prognoserna i den penningpolitiska rapporten i april. I takt med att efterfrågan i omvärlden nu tilltar, gynnas även svensk export. Understödd av den expansiva penningpolitiken växer BNP snabbare än det historiska genomsnittet de kommande åren (se diagram 1:1 och 1:2). Indikatorer pekar också på allt ljusare arbetsmarknadsutsikter. Sysselsättningen väntas fortsätta stiga och arbetslösheten sjunker gradvis tillbaka. Att nedgången i arbetslösheten sker relativt långsamt beror på att också arbetskraften växer förhållandevis snabbt, en utveckling som till stor del drivs av en snabb befolkningstillväxt.

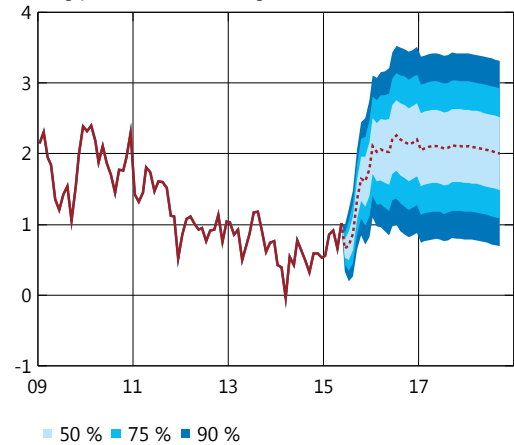
Under en längre tid har inflationen varit för låg men olika mått på den underliggande inflationen stiger, till exempel inflationen mätt med KPIF exklusive energi. En förklaring till detta är att kronan har försvagats det senaste året vilket påverkat priser på importerade varor och tjänster. Det dröjer ännu en tid innan försvagningen har fått fullt genomslag på inflationen, men framöver kommer växelkursens bidrag till en högre inflation att minska. Samtidigt ökar priserna på inhemskt producerade varor och tjänster snabbare än under förra året. Utvecklingen väntas fortsätta under de närmaste åren, då den expansiva penningpolitiken bidrar till ett stigande resursutnyttjande och till stigande löner. Det väntas också bli allt lättare för företagen att höja priserna. KPIF-inflationen väntas därför stiga och vara nära 2 procent från slutet av 2015 (se diagram 1:3). Inflationen mätt med KPI dämpas i nuläget av de tidigare reporäntesänkningarna, eftersom hushållens bostadsräntor ingår i KPI. Men mot slutet av året stiger även KPI-inflationen och ligger sedan över

Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data



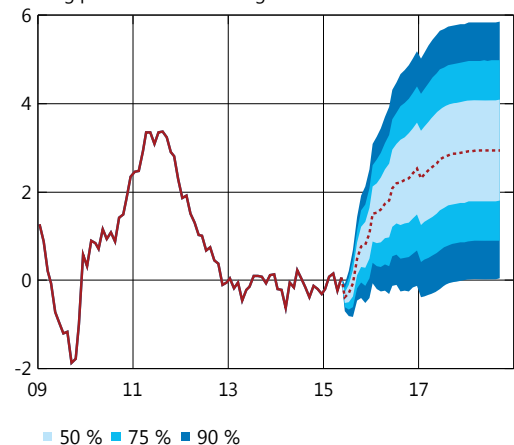
Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. För BNP råder det osäkerhet även om utfallen eftersom nationalräkenskaperna revideras flera år efter första publicering.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



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

Diagram 1:4. KPI med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



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

2 procent under större delen av prognosperioden (se diagram 1:4).

Från slutet av 2015 har inflationsprognoserna reviderats ner, (se diagram 1:5–1:7). Lönerna väntas stiga något långsammare de närmaste åren och kronan är något starkare, jämfört med prognosen i april.

Den aktuella penningpolitiken

Under det senaste året har Riksbanken vidtagit kraftfulla åtgärder för att sänka det allmänna ränteläget i svensk ekonomi. Reporäntan har sänkts med över en procentenhet och är nu negativ. Därtill har direktionen beslutat om omfattande köp av svenska statsobligationer.

Riksbankens bedömning är att penningpolitikens genomslag i stort fungerar som förväntat. De räntor som hushåll och företag möter på lån med kort löptid har sjunkit ungefär i takt med reporäntan. En analys av data från de finansiella marknaderna visar att även Riksbankens tillgångsköp har haft avsedd effekt. Köpen har bidragit till att hålla nere räntor på lån med längre löptid (se fördjupningen "Riksbankens åtgärder under 2015 har haft effekt").

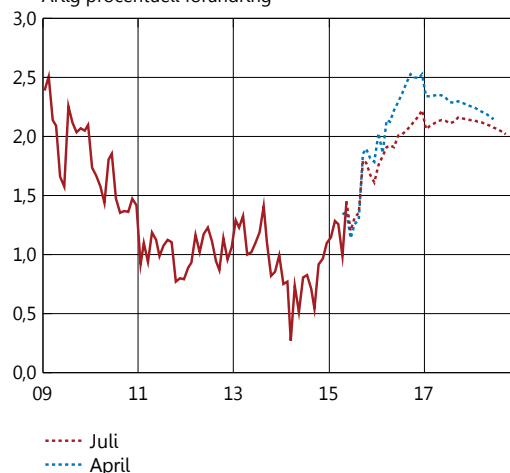
Syftet med den förda penningpolitiken är att understödja inflationen så att den stiger mot målet på 2 procent. De senaste månaderna har inflationen sammantaget utvecklats ungefär i linje med Riksbankens prognos i april. I maj var inflationen mätt med KPIF 1,0 procent. Olika mått på den underliggande inflationen visar också på en uppåtgående trend (se diagram 1:5 och 3:2). Samtidigt fortsätter konjunkturen att stärkas och läget på arbetsmarknaden förbättras gradvis.

Även om utvecklingen går åt rätt håll är osäkerheten fortsatt stor. I euroområdet stärks konjunkturen, men flera länder tyngs alltjämt av en hög skuldsättning och av ännu olösta strukturproblem. Om förtroendet hos hushåll och företag av någon anledning skulle sjunka, kan återhämtningen åter försvagas. I detta känsliga läge utgör händelseutvecklingen i Grekland en påtaglig risk. Om läget förvärras kan oron komma att spridas till andra länder i valutaområdet.

Sedan det penningpolitiska mötet i april har valuta- och räntemarknaderna präglats av fortsatt hög volatilitet. Räntor och valutakurser påverkas exempelvis av ECB:s pågående tillgångsköp och av osäkerheten om tidpunkten och takten för de kommande räntehöjningarna i USA. Kronan har stärkts gentemot flera valutor och den konkurrensvägsda växelkursen, KIX, är därför starkare än i prognosen från april. Osäkerheten och de förhållandevis

Diagram 1:5. KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring

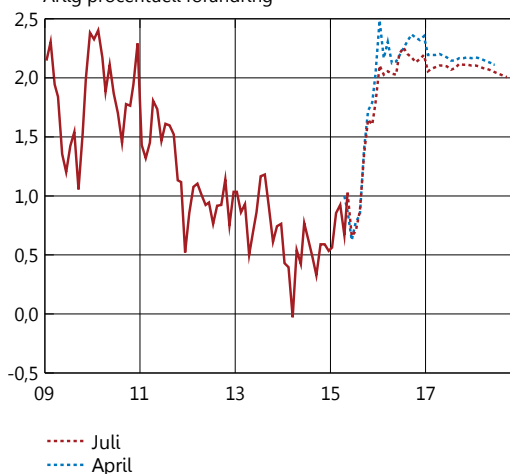


Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:6. KPIF

Årlig procentuell förändring

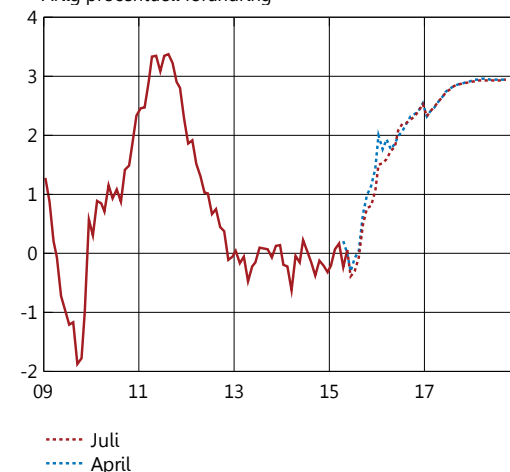


Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:7. KPI

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

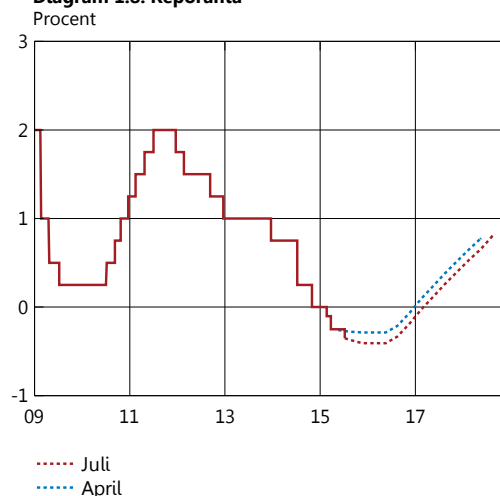
stora rörelserna på valutamarknaden gör det svårt att bedöma växelkursens fortsatta utveckling. En alltför stark växelkurs i förhållande till Riksbankens prognos skulle innebära att priserna på importerade produkter ökar långsammare och att efterfrågan i svensk ekonomi blir lägre. En sådan utveckling skulle riskera att bryta den inflationsuppgång som har påbörjats (se fördjupningen "Snabb förstärkning av kronan" i den penningpolitiska rapporten i april).

I denna osäkra miljö behöver penningpolitiken därför ge fortsatt stöd och på så vis säkerställa att inflationen fortsätter att stiga. Riksbankens direktion har därför beslutat att sänka reporäntan med 0,1 procentenheter till $-0,35$ procent. Direktionen har dessutom beslutat att utöka köpen av statsobligationer med 45 miljarder kronor fram till årets slut. De köp som beslutades i april bedöms vara avslutade i september, varvid de nya köpen tar vid. Vid årets slut väntas Riksbanken ha genomfört köp av statsobligationer till ett sammanlagt värde av 135 miljarder kronor. Detta motsvarar ungefär 20 procent av den utestående stocken av nominella statsobligationer och ungefär 4 procent av BNP. Om ECB fortsätter köpa statsobligationer i samma takt som hittills kommer deras köp vid årets slut att motsvara ungefär 7 procent av stocken och 4 procent av BNP.

Reporäntan väntas vara ungefär $-0,35$ procent under drygt ett år, och reporäntebanan avspeglar att det är möjligt att reporäntan sänks ytterligare. Först mot slutet av nästa år bedöms det vara lämpligt att långsamt börja höja räntan. KPIF-inflationen överstiger då 2 procent och svensk ekonomi växer i en takt som är betydligt högre än ett historiskt genomsnitt. Reporäntan bedöms därefter stiga gradvis och väntas nå 0,8 procent under tredje kvartalet 2018 (se diagram 1:8 och 1:9). Det är en mycket låg ränta i ett skede då konjunkturen är förhållandevis stark, resursutnyttjandet är nära en normal nivå och inflationen är högre än målet på 2 procent.

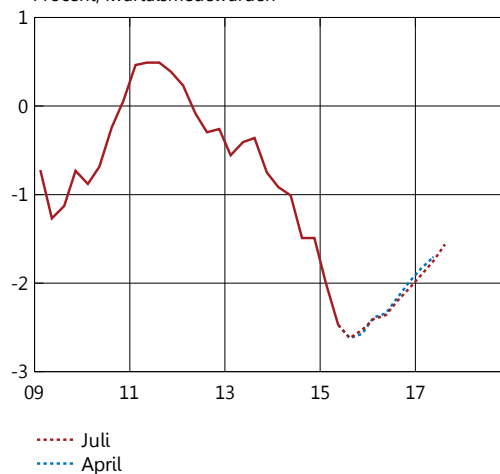
Ett lågt ränteläge gör det mer attraktivt för hushållen att konsumera och på så vis stärks efterfrågan. För företagen innebär de låga räntorna att det blir mer lönsamt att investera, samtidigt som den starkare efterfrågan gör det lättare att föra över kostnadsökningar på konsumentpriserna. Den expansiva penningpolitiken bidrar dessutom till att kronans växelkurs blir svagare än den annars hade varit. På så vis gynnas exportefterfrågan och priserna på importerade produkter stiger snabbare.

Diagram 1:8. Reporänta



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

Diagram 1:9. Real reporänta



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

Risken för låg inflation måste begränsas

Den förda penningpolitiken präglas alltjämt av en begränsad tolerans för låg inflation. Det är viktigt att inflationen fortsätter att stiga och att KPIF-inflationen närmar sig 2 procent (se diagram 1:6). En sådan utveckling bidrar till att de långsiktiga inflationsförväntningarna förblir förankrade vid målet på 2 procent. Ett fortsatt högt förtroende för inflationsmålet skapar stabilitet och förutsägbarhet (se fördjupningen "Varför är det viktigt att inflationen stiger mot målet?"). Att penningpolitiken sedan en tid helt inriktas på att få inflationen att stiga innebär också att Riksbanken fäster mindre vikt vid risken för en oväntat snabb uppgång i inflationen. Detta mot bakgrund av att inflationen under en längre tid varit lägre än målet, och att de långsiktiga inflationsförväntningarna har sjunkit under 2 procent. Om KPIF-inflationen tillfälligtvis blir något högre än i Riksbankens prognos behöver det därför inte leda till att penningpolitiken görs mindre expansiv.

Riksbanken har beredskap att göra mer

Om inflationen blir lägre än väntat finns en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena. Reporäntan kan sänkas ytterligare.

Köpen av statsobligationer kan också utökas. De köp som direktionen hittills beslutat om kommer, när de väl har genomförts, att motsvara ungefär 20 procent av den sammanlagda utestående stocken av nominella svenska statsobligationer. Riksbanken bedömer att köpen kan utökas ytterligare utan att detta skapar stora problem för marknadens funktionssätt.

Riksbanken står också redo att intervensera på valutamarknaden om inflationsuppgången hotas till följd av exempelvis en mycket besvärlig marknadsutveckling. Även köp av andra typer av värdepapper kan bli aktuellt, liksom att lansera ett program för utlåning till företag via banker. De vidtagna åtgärderna och beredskapen att göra mer understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Osäkerhet och risker

Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra. I princip försöker Riksbankens prognoser beakta all relevant osäkerhet så att riskerna är balanseerade runt prognosen. Det är dock svårt att fullt ut ta hänsyn till den osäkerhet och de risker som finns. Därför kan

det finnas ett behov av att i penningpolitiken ytterligare väga in risker och osäkerhet utöver prognosen, till exempel genom att lägga extra vikt vid någon tänkbar händelse som bedöms ha särskilt stora negativa konsekvenser. På så sätt handlar penningpolitiken i viss mån om att väga olika risker mot varandra.

Osäkert hur snabbt inflationen kommer att stiga

Även om mycket talar för att inflationen blir högre framöver, är det fortsatt svårt att bedöma hur snabbt inflationen kommer att stiga. Hur kostnader och priser utvecklas beror på flera olika omständigheter, både utländska och inhemska, och det finns därför flera källor till osäkerhet i prognosen. Om konjunkturutsikterna i omvärlden blir sämre kommer även svensk tillväxt att påverkas. Flera länder i euroområdet står alltjämt inför betydande strukturella utmaningar och återhämtningen där kan bli svagare än väntat. Framförallt är situationen i Grekland besvärlig (se fördjupningen "Ökad osäkerhet kring situationen i Grekland"). Därtill utgör situationen i Ukraina och Ryssland alltjämt en källa till osäkerhet. I ett scenario där omvärlden växer långsammare än förväntat kan efterfrågan på svensk export komma att dämpas, och förtroendet bland svenska företag och hushåll kan då försämrats. Genom lägre resursutnyttjande och lägre löner kan inflationen i Sverige då komma att dämpas.

Osäkerhet om det inhemska kostnadstrycket

Även om tillväxten i omvärlden och i Sverige fortsätter att stiga i linje med prognosen, kan inflationen ändå komma att bli lägre än förväntat. Riksbanken bedömer att de senaste kvartalens uppgång i KPIF-inflationen delvis beror av den försvagning av växelkursen som skett sedan början av 2014. Framöver väntas denna positiva effekt från växelkursen på priserna att avta. I prognosen är det i stället den allt högre efterfrågan och det högre resursutnyttjandet som bidrar till att inflationen fortsätter att stiga. När konjunkturen stärks kommer företagens kostnader att öka snabbare, och det väntas även bli lättare för företagen att föra över kostnadsökningarna på konsumentpriserna. Men det är osäkert hur snabbt detta kommer att ske. Effekterna på priserna av en högre efterfrågan kan komma tidigare eller senare. Om effekterna kommer senare än förväntat blir uppgången i inflationen fördröjd.

Risker med kronans växelkurs och låga inflationsförväntningar

Växelkursen är alltjämt en viktig källa till osäkerhet i inflationsprognosen. Sedan april har kronans handelsvägda växelkurs stärkts och rörelserna på valutamarknaden har fortsatt varit förhållandevis stora. Eurons växelkurs väntas fortsätta påverkas av ECB:s omfattande tillgångsköp och den grekiska statens alltmer akuta betalningssvårigheter. Skiftande förväntningar om de kommande höjningarna av styrräntan i USA fortsätter också att påverka valutamarknaden. Om kronans växelkurs skulle stärkas snabbare än i prognosen kommer detta att dämpa inflationen och en sådan utveckling utgör en allvarlig risk för inflationsuppgången.

Under de senaste åren har de långsiktiga inflationsförväntningarna sjunkit. Nedgången har visserligen avstannat, men de 5-åriga förväntningarna ligger nu ändå något under målet på 2 procent. Om priserna av någon anledning fortsätter att stiga för långsamt, kan inflationsförväntningarna komma att sjunka ytterligare. I ett sådant scenario finns en risk att förväntningar om låga framtida prisökningar får en allt större påverkan på den faktiska inflationen. Riksbankens uppgift att stabilisera inflationen kan då komma att försvåras.

Det finns, sammanfattningsvis, flera källor till osäkerhet om hur snabbt priserna kommer att stiga framöver. Om KPIF-inflationen tillfälligtvis hamnar över 2 procent behöver det inte leda till att penningpolitiken görs mindre expansiv. Om inflationen däremot blir lägre än förväntat kan penningpolitiken behöva reagera. Den förda penningpolitiken och beredskapen att vidta ytterligare åtgärder syftar till att begränsa riskerna för fortsatt låg inflation. Penningpolitiken bidrar på så sätt till att inflationsförväntningarna även framöver ska vara förankrade vid målet på 2 procent.

Låga räntor och snabbt stigande bostadspriser

Sedan en tid tillbaka är räntorna i Sverige ovanligt låga. Det beror på att räntor på de internationella kapitalmarknaderna är låga, men också på Riksbankens åtgärder för att pressa ned räntorna. I viss utsträckning är svensk penningpolitik en anpassning till de omständigheter som råder utomlands. Syftet med den låga reporäntan och köpen av statsobligationer är att inflationen ska stiga mot målet på 2 procent. Åtgärderna minskar risken att inflationen förblir alltför låg och att de långsiktiga inflationsförväntningarna sjunker.

Samtidigt bidrar den expansiva penningpolitiken till att öka de risker som är förknippade med ett lågt

ränteläge. Ett exempel på detta är det ökade risktagande som kan uppstå på de finansiella marknaderna. När avkastningen på förhållandevis säkra tillgångar sjunker, då söker sig en del investerare till mer riskfyllda tillgångar, med högre förväntad avkastning. Ett ökat risktagande främjar reala investeringar och ekonomisk tillväxt, men kan också medföra en ökad sårbarhet i det finansiella systemet om priserna på finansiella tillgångar ökar kraftigt. Förändras de ekonomiska utsikterna kan tillgångspriserna sjunka snabbt, något som i sin tur kan utlösa stress på de finansiella marknaderna.

Att reporäntan sänkts under noll, och att vissa marknadsräntor blivit negativa, kan i sig utgöra en risk på vissa finansiella marknader. Riksbanken bedömer dock att de negativa räntorna än så länge inte medfört att det finansiella systemets funktionssätt har försämrats.²

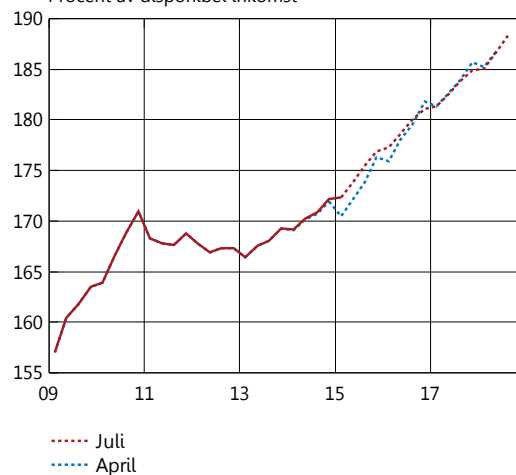
Det låga ränteläget bidrar även till att trenderna med stigande bostadspriser och hushållens ökande skuldsättning fortsätter (se diagram 1:10). Om de ekonomiska utsikterna försämrats kan högt skuldsatta hushåll välja att snabbt öka sitt sparande och därmed minska sin konsumtion. I ett sådant scenario kan en ekonomisk inbromsning komma att förstärkas kraftigt, i synnerhet om bostadspriserna dessutom börjar falla.

Hushållens skulduppbyggnad behöver därför stävjas. Ansvar för att genomföra åtgärder som uppnår detta vilar på riksdag, regering och andra myndigheter. Ett viktigt första steg är att Finansinspektionens mandat och verktyg för makrotillsyn skyndsamt förtydligas i lag och att ett amorteringskrav motsvarande åtminstone Finansinspektionens förslag snarast införs. Men Riksbankens bedömning är att det därutöver behövs ytterligare åtgärder för att minska hushållens vilja att skuldsätta sig. Tänkbara åtgärder är exempelvis ett sänkt ränteavdrag, införande av ett skuldkvotstak och en skärpning av kraven för bankernas kreditprövning av enskilda hushåll.³

Dessutom är åtgärder som ökar utbudet av bostäder och leder till en bättre fungerande bostadsmarknad nödvändiga. Eftersom sådana reformer behöver införas gradvis under en längre tidsperiod kommer det att dröja innan de får en påtaglig effekt på hushållens skuldsättning. Då skuldnivåerna redan i dagsläget innebär påtagliga risker för svensk ekonomi är det angeläget att reformarbetet nu påskyndas.

Diagram 1:10. Hushållens skulder

Procent av disponibel inkomst



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

Källor: SCB och Riksbanken

² I Riksbankens rapport "Finansiell stabilitet 2015:1" diskuteras olika problem på de finansiella marknaderna som är förknippade med negativa räntor.

³ Se "Finansiell stabilitet 2015:1".

Fördjupning: Varför är det viktigt att inflationen stiger mot målet?

De senaste åren har inflationen legat en bit under målet på 2 procent och de långsiktiga inflationsförväntningarna har sjunkit. Med syftet att föra inflationen närmare målet och att hejda den nedåtgående trenden i förväntningarna har Riksbanken satt in kraftfulla penningpolitiska åtgärder. Penningpolitiken har gjorts mer expansiv trots att både den reala ekonomin och krediterna vuxit med hygglig fart. I detta ovanliga makroekonomiska läge kan det finnas skäl att fråga sig varför det är så viktigt att inflationen stiger mot målet på 2 procent.

För bara några decennier sedan var det genuint svårt att veta om inflationen skulle bli 2, 5 eller rentav 10 procent. Därför var det svårt för företag att planera sin verksamhet, och för hushåll att planera sin privatekonomi. Det kanske tydligaste exemplet på dessa problem gällde lönernas utveckling. Under 1970- och 80-talen var den genomsnittliga inflationen hög, och prisökningstakten kunde variera kraftigt från ett år till ett annat. För att kompensera sig för de snabba prisökningarna krävde arbetstagarna och deras företrädare ofta stora löneökningar. Men de stora svängningarna i inflationen var svåra att förutse, och därför uppstod även stora och oväntade svängningar i reallönerna. Företagen fick därför svårt att förutse hur de egna kostnaderna skulle utvecklas, och lönsamheten i olika investeringsprojekt blev svårt att bedöma på förhand. På motsvarande sätt var det svårt för hushållen att planera framåt.⁴

När inflationsmålet presenterades 1993 var syftet just att förankra och att stabilisera hushållens och företagens förväntningar om vad inflationen skulle bli på några års sikt. Under inflationsmålsregimens första år var penningpolitiken helt fokuserad på att pressa ned inflationen mot 2 procent, och att på så sätt göra målet trovärdigt. Den förda politiken blev ganska snart framgångsrik: inflationen föll från förhållandevis höga nivåer ned mot 2 procent, och på motsvarande sätt anpassade sig inflationsförväntningarna till målet. Den låga och stabila inflationen var förmodligen en av flera omständigheter som bidrog till att både BNP och reallöner växte förhållandevis snabbt från mitten av 1990-talet och framåt.

Idag står den ekonomiska politiken inför annorlunda utmaningar, jämfört med situationen för drygt 20 år sedan. För penningpolitiken består den främsta utmaningen i att inflationen under en följd av år hamnat under målet. Att KPIF-inflationen tillfälligtvis sjunker under målet på 2 procent innebär naturligtvis inga stora problem för samhällsekonomin. Varken Riksbanken eller andra centralbanker har möjlighet att exakt stabilisera

inflationen. Men om priserna under en längre period stiger betydligt långsammare än 2 procent finns en uppenbar risk att målets trovärdighet ifrågasätts.

En förlorad trovärdighet innebär att de flesta aktörer slutar att förvänta sig att inflationen på några års sikt ska närma sig målet. För de enskilda företagen och hushållen blir det då svårare att skapa förväntningar om den framtida pris- och löneutvecklingen. Risken är också stor att olika aktörers bedömningar av den framtida inflationen skiljer sig alltmer från varandra. Under sådana omständigheter, där osäkerheten och oenigheten om den framtida inflationen ökar, kan Riksbankens uppgift att stabilisera inflationen snabbt bli svårare. Många förknippar stora svängningar i inflationen med en situation där även den genomsnittliga inflationen är hög, såsom var fallet på 70- och 80-talen. Men om inflationsförväntningarna upphör att vara förankrade vid inflationsmålet, då riskerar volatiliteten att öka även om den genomsnittliga inflationen är låg.

En ökad osäkerhet och oenighet om den framtida inflationen skapar samhällsekonomiska kostnader. Det blir svårare för enskilda företag att bedöma hur de egna kostnaderna och intäkterna kommer att utvecklas, och därmed blir investeringar och nyanställningar mer riskfyllda. För hushållen blir det bland annat svårare att bedöma avkastningen på olika former av sparande. Om osäkerheten om den framtida inflationen ökar kommer det även att bli svårare att enas om villkoren på olika typer av kontrakt. Ett viktigt exempel är de löneavtal som förhandlas fram av arbetsmarknadens parter, och för vilka inflationsförväntningarna är centrala.⁵

Det finns alltså, sammanfattningsvis, starka skäl som talar för att Riksbanken bör försvara inflationsmålet trovärdighet. Ett trovärdigt mål skapar stabilitet och förutsägbarhet. Därför är det angeläget att inflationen nu fortsätter att stiga, och att den så snart som möjligt närmar sig målet på 2 procent.

⁴ En översiktlig beskrivning av hur pris- och lönebildningen fungerade på 1970- och 1980-talen ges i Gottfries, Nils (2010), "Fungerar den svenska lönebildningen?", bilaga till långtidsutredningen 2011.

⁵ En förlorad trovärdighet för inflationsmålet kan även ge upphov till andra samhällsekonomiska kostnader. Ett exempel som framhålls i den vetenskapliga litteraturen är centralbankens försämrade möjligheter att stabilisera resursutnyttjandet. Se Debelle, G. (1999), "Inflation Targeting and Output Stabilisation", *RBA Research Discussion Paper*.

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

De finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt mycket expansiva. Detta trots att svenska marknadsräntor har stigit sedan den penningpolitiska rapporten i april, som en följd av en global uppgång i statsobligationsräntor. Nya data sedan den penningpolitiska rapporten i april visar samtidigt att utlåningsräntorna till hushåll och företag har sjunkit något till och med maj. Lusträntor för bundna bolån med längre löptider har dock stigit något under juni. Den konkurrensvägda växelkursen är starkare än i april. Bankernas finansieringssituation är fortsatt god och utlåningen till hushåll och företag fortsätter att växa.

Penningpolitiken och statsobligationsräntorna

Penningpolitik och penningpolitiska förväntningar

Sedan den penningpolitiska rapporten i april har rörelserna på de finansiella marknaderna präglats av en global uppgång i längre statsobligationsräntor. Denna uppgång har lett till högre svenska statsobligationsräntor, men även tidvis bidragit till stora rörelser på valutamarknaden.

Marknadens förväntningar på reporäntan är, enligt terminsprisättningen, marginellt högre på kort sikt jämfört med dagarna före den penningpolitiska rapporten i april (se diagram 2:1). På längre sikt har terminräntorna stigit mer vilket hänger samman med uppgången i statsobligationsräntorna. Enligt enkätundersökningar från Prospera är förväntningarna på reporäntan på längre sikt i stort sett oförändrade sedan april. Sammantaget ligger förväntningarna marginellt över den publicerade reporäntebanan.

I euroområdet har ECB fortsatt med sina tillgångsköp. Rörelserna i terminräntorna på kort sikt har varit relativt små, medan terminräntorna mot slutet av prognosperioden har stigit något i takt med uppgången i de längre statsobligationsräntorna (se diagram 2:1).

Federal Reserve lämnade den amerikanska styrräntan oförändrad vid sitt möte i juni men kommunicerar

Tabell 2:1.

Utvecklingen på finansiella marknader sedan den penningpolitiska rapporten i april	
Statsobligationsräntor	Statsobligationsräntor med längre löptider har stigit. Rörelserna är i linje med tyska räntor.
Valutamarknaden	Tidvis stora rörelser i kronan. I konkurrensvägda termer är kronan starkare än prognos.
Aktiemarknaden	Nedgångar på flertalet aktiemarknader. Stockholmsbörsen har fallit i linje med omvärlden.
Räntor till hushåll och företag	Räntorna på nya lån, enligt finansmarknadsstatistiken, har fallit jämfört med tillgängliga data i april.
Kreditillväxt	Fortsatt stigande kreditillväxt (i årstakt) för hushåll men avtagande för företag.

Transmissionsmekanismen – från reporäntan till räntor till hushåll och företag

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



fortsatt att en första höjning med stor sannolikhet kommer under hösten. Enligt terminskontrakt räknar marknaden med en första höjning i början av 2016 (se diagram 2:1). Enkäter visar att en majoritet av tillfrågade analytiker istället förväntar sig en första höjning vid mötet i september.

Högre statsobligationsräntor i Sverige och omvärlden

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

Sedan den penningpolitiska rapporten i april har de svenska statsobligationsräntorna stigit kraftigt med tidvis stora rörelser under enskilda dagar (se diagram 2:2 och 2:3). Trots att uppgången har varit betydande är den 10-åriga statsobligationsräntan i dagsläget inte högre än den var i slutet av förra året. En bidragande faktor till detta är den förda penningpolitiken (se fördjupning "Riksbankens åtgärder under 2015 har haft effekt").

Utvecklingen i de längre svenska statsobligationsräntorna har följt uppgången i de globala statsobligationsräntorna, framför allt driven av tyska räntor. Den svenska 10-åriga statsobligationsräntan har stigit ungefär lika mycket som den tyska. Skillnaden mellan svenska och tyska obligationsräntor är därför i stort sett oförändrad (se diagram 2:3 och 2:4).

Rörelserna i statsobligationsräntor kan med hjälp av modeller delas upp i förväntningar om framtida korträntor och löptidspremier, det vill säga den kompensation investerare kräver för att bära risken att framtida korträntor inte utvecklas som förväntat. En sådan analys visar att det främst är rörelser i löptidspremierna som drivit ränterörelserna de senaste månaderna och inte en ändrad syn på förväntade framtida korträntor.

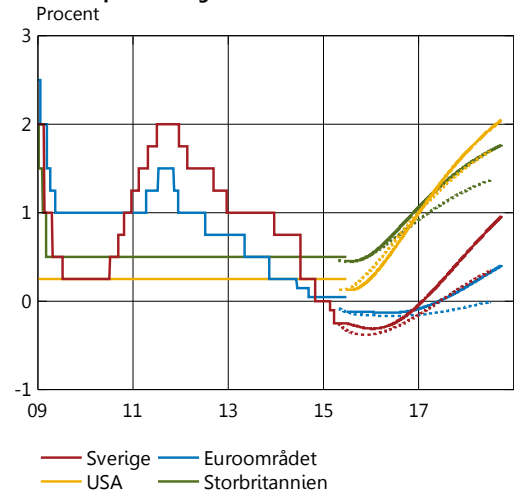
Statsobligationsräntorna i USA och Storbritannien har också stigit men uppgångarna har varit mindre än i Sverige och Tyskland (se diagram 2:3). Skillnaden mellan tyska och amerikanska statsräntor har därmed minskat något men är fortfarande stor.

Valutamarknaden

Tidvis stora rörelser i kronan

Sedan publiceringen av rapporten i april har det fortsatt varit stora rörelser i kronan. En förklaring till det är rela-

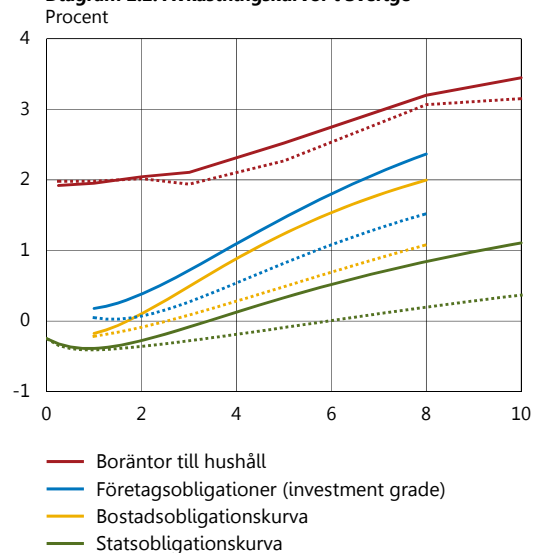
Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprisättning



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar den officiella styrräntan. Heldragna linjer är skattade 2015-06-29, streckade linjer 2015-04-28.

Källor: Macrobond och Riksbanken

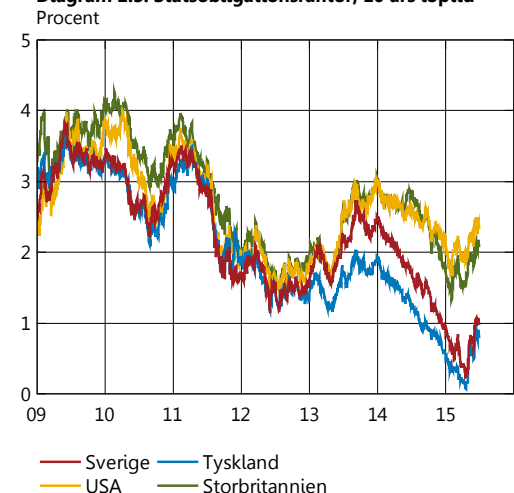
Diagram 2:2. Avkastningskurvor i Sverige



Anm. Horisontell axel avser löptid i år. Stats-, bostads- och företagsobligationskurvorna är nollkupongsräntor interpolerade från obligationskurvor med Nelson-Siegel metoden. För bostads- och företagsobligationer visas endast räntor med en löptid upp till 8 år, vilket reflekterar löptiderna för de obligationer som används vid interpoleringen. Boräntor till hushåll är ett genomsnitt av listade boräntor från svenska banker och bolåneinstitut. Heldragna linjer är skattade 2015-06-29, streckade linjer 2015-04-28.

Källor: Macrobond, Thomson Reuters och Riksbanken

Diagram 2:3. Statsobligationsräntor, 10 års löptid



Källa: Macrobond

tivt stora rörelser på de globala valutamarknaderna, där förväntningar på amerikansk penningpolitik och osäkerheten kring situationen i Grekland har varit viktiga faktorer. En annan bidragande orsak är osäkerheten på marknaden kring vilka ytterligare penningpolitiska åtgärder som kan väntas komma från Riksbanken.

När reporäntan lämnades oförändrad vid mötet i april stärktes kronan vilket förmodligen hänger samman med att marknaden förväntat sig en något mer expansiv penningpolitik än den som presenterades. Sedan dess har kronan i konkurrensvägs termer, KIX, stärkts ytterligare (se diagram 2:5). Kronförstärkningen har varit bred och kronan har stärkts mot alla valutor som ingår i KIX. En viktig orsak till att växelkursen blivit starkare under andra kvartalet, jämfört med prognosen i april, är att den amerikanska dollarn försvagats (se diagram 2:6). Detta har också påverkat den svenska växelkursen mot andra valutor kopplade till dollarn, så som den kinesiska. Även den norska kronan har försvagats relativt kraftigt mot den svenska. Kronan har dock handlats i ett relativt stabilt intervall mot euron (se diagram 2:6).

Globala tillgångsmarknader

Priset på riskfyllda tillgångar något lägre

Den globala uppgången i statsobligationsräntor har följts av något större uppgångar i mer riskfyllda obligationsräntor så som företagsobligationsräntor. Ränteskillnaderna mellan dessa har därför stigit sedan april.

Aktiepriserna har samtidigt sjunkit i både Europa och USA. Tidvis har det varit ganska kraftiga rörelser och då framför allt i samband med nyheter kring utvecklingen i Grekland och stora rörelser på statsobligationsmarknaden.

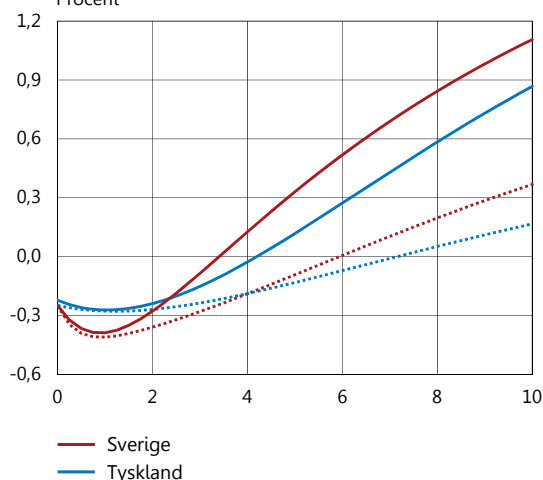
Det finns fortsatt risker för bakslag på aktie- och företagsobligationsmarknaderna där det låga ränteläget har bidragit till prisuppgångar i jakt på högre avkastning. Detta kan medföra en utveckling som inte reflekterar fundamentala faktorer, så som företagets framtida vinst och tillväxtpotential (se även rapporten Finansiell stabilitet 2015:1).

Den finansiella situationen för banker och företag

Bra finansieringsvillkor för svenska banker

Förutsättningarna för bankernas kreditgivning till hushåll och företag förblir goda. Bankernas upplåningskostnader

Diagram 2:4. Avkastningskurvor i Sverige och Tyskland
Procent



Anm. Horisontell axel avser löptid i år. Avkastningskurvorna är nollkuponräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel metoden. Heldragna linjer är skattade 2015-06-29, streckade linjer 2015-04-28.

Källor: Deutsche Bundesbank, Thomson Reuters och Riksbanken

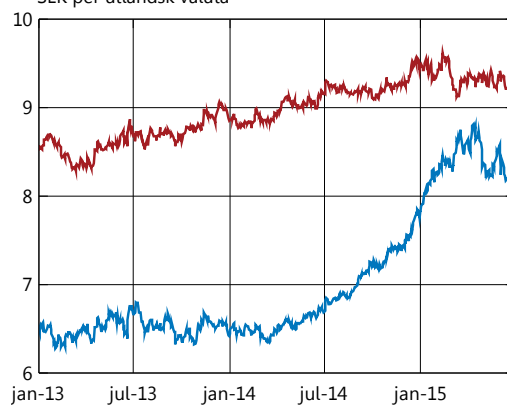
Diagram 2:5. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX
Index, 1992-11-18 = 100



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

Källa: Riksbanken

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



— SEK per EUR
— SEK per USD

Källa: Macrobond

är mycket låga trots den senaste tidens uppgång i obligationsräntor. Bankernas inlåningsmarginaler har dock minskat något under året då inlåningsräntorna inte har sänkts i samma takt som reporäntan. Samtidigt har 3-månaders interbankränta, Stibor, som är viktig för bankernas finansiering av utlåning med korta räntebindningstider, fallit till väldigt låga nivåer (se diagram 2:10).

Bankerna har fortsatt att öka sin utlåning i svenska kronor vilket också medverkat till att penningmängden har ökat (se diagram 2:7).

Företagens finansieringssituation är god

Företagens möjligheter att finansiera sig är generellt sett goda. Uppgången i statsobligationsräntor har visserligen även fått räntorna på företagsobligationer att stiga men dessa ligger ändå kvar på mycket låga nivåer (se diagram 2:2). Samtidigt visar finansmarknadsstatistiken från maj att utlåningsräntan på nya lån från banker och andra finansiella institut har sjunkit jämfört med i april. Sedan årsskiftet har den fallit med 0,5 procentenheter till 1,4 procent (se diagram 2:8). Statistikutfall och enkätundersökningar visar att företagens förutsättningar att få banklån generellt fortsätter att förbättras.

Tillväxttakten i bankernas utlåning till företag, som utgör den största delen av företagens skuldsättning, förblir god även om den sjunkit något i årstakt de senaste månaderna (se diagram 2:7).

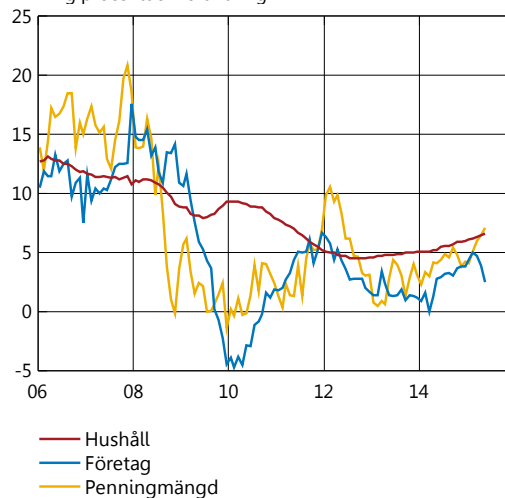
Låga boräntor och stigande bostadspriser

Finansmarknadsstatistiken visar att den genomsnittliga boräntan sjönk ytterligare till och med maj och att den nu är på rekordlåga nivåer. Sedan årsskiftet har den fallit med 0,3 procentenheter till 1,7 procent (se diagram 2:8). Under samma period har Riksbanken sänkt reporäntan med 0,25 procentenheter vilket visar på ett bra genomslag från reporäntan till de boräntor som hushållen möter. Utvecklingen i de listade boräntorna indikerar dock att bundna boräntor med längre bindningstider har stigit något under juni.

Tillväxttakten i bankernas utlåning till hushållen ligger kvar på en hög nivå (se diagram 2:7). Uppgången är driven av bostadslånen, vilket kan kopplas till den snabba ökningstakten i bostadspriserna. Enligt statistik från Valueguard ökade priserna på bostadsrätter med 18,3 procent och priserna på villor med 13,1 procent i maj, uttryckt i årlig procentuell förändring (se diagram 2:9). Enligt SEB:s boprisindikator förväntar sig hushållen fortsatta prisökningar framöver.

Diagram 2:7. Utlåning till hushåll och företag

Årlig procentuell förändring

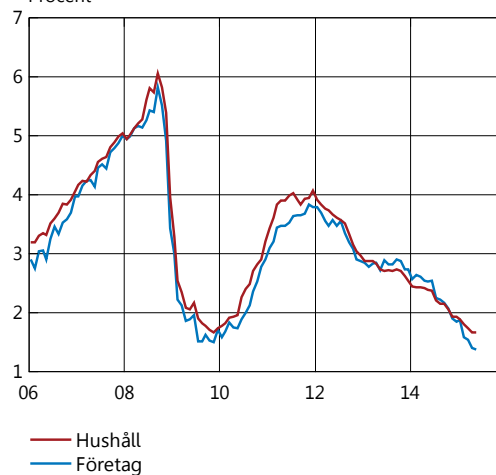


Anm. MFI:s utlåning till hushåll och icke-finansiella företag enligt finansmarknadsstatistiken justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån från 2006. Med penningmängd avses M3 utestående belopp.

Källa: SCB

Diagram 2:8. Utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal

Procent

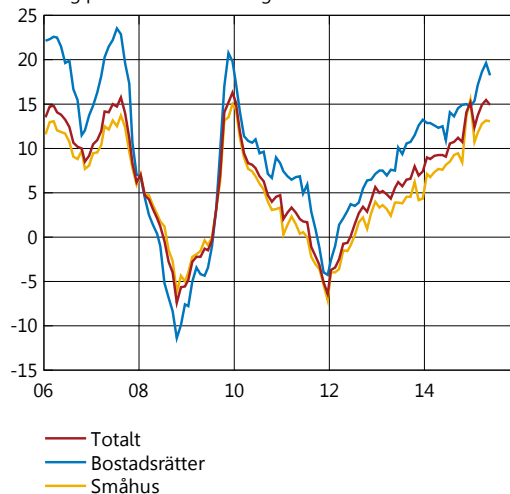


Anm. MFI:s utlåningsräntor till hushåll med bostad som säkerhet och till icke-finansiella företag.

Källa: SCB

Diagram 2:9. Bostadspriser

Årlig procentuell förändring



Källa: Valueguard

Fördjupning: Riksbankens åtgärder under 2015 har haft effekt

Riksbanken har under 2015 sänkt reporäntan under noll och inlett köp av statsobligationer för att göra penningpolitiken mer expansiv. För att få en uppfattning om hur stort genomslag dessa åtgärder hittills har fått kan man utvärdera dess effekter på de finansiella marknaderna. Det visar sig då att de finansiella förhållandena för svenska hushåll och företag har gynnats av Riksbankens åtgärder under 2015. Sänkningen av reporänta under noll och sänkningen av räntebanan har generellt sett påverkat andra räntor på samma sätt som en vanlig räntesänkning. Köpen av statsobligationer har bidragit till att pressa ned räntor på tillgångar med längre löptid. Trots en mycket expansiv penningpolitik även i euroområdet under 2015 är ränteskillnaderna mot euroområdet mindre än vid årsskiftet och kronan är kvar på samma nivåer i konkurrensvägda termer.

Riksbankens åtgärder gynnar finansiella förhållanden för hushåll och företag

Vid det penningpolitiska mötet den **11 februari** sänkte direktionen reporäntan med 0,10 procentenheter till -0,10 procent och annonserade köp av statsobligationer för 10 miljarder kronor. Direktionen underströk samtidigt att ytterligare åtgärder kunde vidtas, och om så behövdes även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena. Den omedelbara effekten var att statsobligationsräntorna sjönk med cirka 0,10 till 0,15 procentenheter (se diagram 2:11). Ränteskillnaden mot Tyskland sjönk i ungefär samma utsträckning. Växelkursen försvagades samtidigt med drygt en procent. Även andra marknadsräntor föll och börsen steg med cirka en procent direkt efter annonseringen.

Den **18 mars**, mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, beslutade Riksbanken att sänka reporäntan med 0,15 procentenheter och att köpa ytterligare statsobligationer till ett nominellt belopp av 30 miljarder kronor. Riksbanken annonserade dessutom att man nu även skulle köpa obligationer med längre löptider, upp till 25 år. Räntorna på statsobligationer föll med cirka 0,15 procentenheter även denna gång och ränteskillnaden mot Tyskland minskade (se diagram 2:11). Växelkursen försvagades samtidigt med cirka 1,5 procent.

Vid det penningpolitiska mötet den **28 april** valde direktionen att låta reporäntan vara oförändrad men att utöka statsobligationsköpen med 40–50 miljarder kronor. Svenska obligationsräntor steg efter annonseringen av beslutet. Uppgången i räntor med längre löptid kan dock kopplas till en samtida uppgång i utländska räntor. Kronan stärktes med cirka en procent på beskedet.

Negativ reporänta har fått effekt

Den negativa reporäntan har fått genomslag på andra räntor, inklusive räntorna på utlåning till hushåll och företag. Räntorna på statsskuldväxlar, interbanktransaktioner, kortfristiga stats- och bostadsobligationer har i

stort sett följt de sänkningar av reporäntan som Riksbanken gjort under året och räntorna har blivit negativa (se diagram 2:10). Detta har även lett till att kortfristiga utlåningsräntor till hushåll och företag har fallit.

Bankernas inlåningsräntor för hushåll och företag har inte fallit lika mycket som utlåningsräntorna. Bankerna har än så länge i de allra flesta fall undvikit att låta dessa räntor bli negativa.⁶

Köp av statsobligationer bidrar till att pressa långfristiga räntor

Syftet med Riksbankens köp av statsobligationer är att bidra till att sänka det allmänna ränteläget ytterligare, vilket beskrivs i fördjupningen "Riksbankens kompletterande åtgärder" i Penningpolitiska rapporten i februari. Om man undersöker hur räntorna på statsobligationer ändras i samband med Riksbankens olika annonseringar kan man tydligare se vilka direkta effekter köp av statsobligationer får.⁷ Man måste dock tänka på att dessa räntor också kan påverkas av reporäntebeslut som annonserades samtidigt, vilket gör det svårt att utvärdera hur mycket annonseringen av just obligationsköpen bidrar. Dessutom är det främst oväntade nya köp som bör få en effekt i samband med annonseringen. Köp som marknadsaktörerna sedan tidigare räknat med bör redan ha fått effekt på marknadsräntorna.⁸

Riksbankens bedömning är att förändringen i statsobligationsräntorna vid annonseringen den 12 februari till stor del berodde på att Riksbanken signalerade avsikter som ledde till att marknadens förväntningar på den framtida reporäntenivån skiftades ned. Reporäntan blev 0,05 procentenheter lägre än väntat och kommunikationen var fokuserad på att Riksbanken när som helst kunde göra mer. Själva köpen för 10 miljarder kronor i statsobligationer med löptider upp till fem år verkar ha

⁶ Se även kapitel 2 i Penningpolitiska rapporten april 2015 och den Finansiella stabilitetsrapporten 2015:1, sid. 9.

⁷ Denna fördjupning fokuserar på ränteeffekterna från statsobligationsköpen. Den Finansiella stabilitetsrapporten 2015:1 innehåller en diskussion om konsekvenserna av statsobligationsköpen som berör finansiell stabilitet och marknadernas funktionssätt.

⁸ Eftersom det är svårt att ta reda på hur marknadsförväntningarna ser ut när det gäller Riksbankens framtida köp, blir det också svårt att göra beräkningar av effekten.

bidragit till att förstärka signaleringen om att penningpolitiken nu blev mer expansiv.

Vid det extra penningpolitiska mötet i mars blev reporäntan cirka 0,15 procentenheter lägre än vad marknadsräntorna visade före annonseringen. Detta ledde till att förväntningarna på reporäntan framöver sjönk och till att räntor med löptid kortare än ungefär fem år skiftade ned. Räntorna med längre löptider sjönk mer än i februari vilket bedöms hänga samman med att de utökade köpen var oväntat stora och nu även inkluderade löptider upp till 25 år. Denna effekt berodde alltså mer på själva köpen, som pressade ned den så kallade löptidspremien, än på att den förväntade framtida reporäntan på lång sikt blev lägre.⁹

I april blev den beslutade reporäntan cirka 0,10 procentenheter *högre* än väntat eftersom Riksbanken lät reporäntan vara oförändrad, medan marknaden förväntat sig ytterligare en sänkning. Detta bidrog till att de mer kortfristiga statsobligationsräntorna steg i samband med annonseringen. Uppgången i mer långfristiga räntor berodde främst på en samtida uppgång i utländska räntor. Riksbanken bedömer att utökningen av statsobligationsköpen var väntad och hade fått effekt redan innan annonseringen.

Sammantaget visar annonseringseffekterna på statsobligationsräntorna att Riksbankens statsobligationsköp bidrar till lägre långfristiga räntor.¹⁰ Om man jämför resultaten med studier av de effekter som Federal Reserve och Bank of England uppnått med sina statsobligationsköp, verkar effekten i förhållande till köpens storlek vara ungefär densamma.¹¹ Riksbankens åtgärder har gjort att ränteskillnaderna gentemot euroområdet har minskat något under 2015, samtidigt som kronan, i konkurrensvägs termer, är kvar på samma nivåer som vid årsskiftet (se diagram 2:5). Detta trots att ECB för en mycket expansiv penningpolitik med stora värdepappersköp.

⁹ En långfristig ränta kan delas upp i två komponenter: Den ena beror på förväntad kortränta och den andra är en löptidspremie. Traditionell penningpolitik som styr korträntan påverkar mest förväntningskomponenten. Köp av statsobligationer kan påverka båda komponenterna.

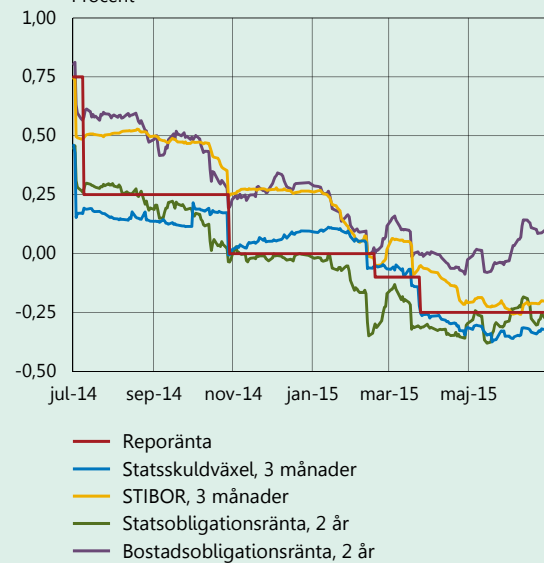
¹⁰ Även om långsiktiga räntor stigit sedan köpen inleddes är Riksbankens bedömning, utifrån annonseringseffekterna, att räntorna och ränteskillnaderna mot omvärlden skulle ha varit högre utan Riksbankens köp. Uppgången i långfristiga räntor är till stor del driven av den globala uppgången för dessa obligationsräntor.

¹¹ Några exempel på dessa studier är Li, C och Wei, M (2014) "Term Structure Modeling with Supply Factors and the Federal Reserve's large Scale Asset Purchase Programs" Federal Reserve Board Working Paper (FEDS) 2014-07, Ihrig, J, Klee, E, Li, C, Schulte och Wei, M (2012) "Expectations about the Federal Reserve's Balance Sheet and the Term Structure of Interest Rates" Federal Reserve Board Working Paper (FEDS) 2012-57, Christensen, J och Rudebusch, G (2012) "The response of interest rates to US and UK quantitative easing" Economic Journal 122, November samt Gagnon, J, Raskin, M, Remache, J och Sack, B (2011) "The Financial markets Effects of the Federal reserve's Large-Scale Asset Purchases" International Journal of Central Banking Vol. 7 No. 1. Se även sidan 25 i Penningpolitisk rapport april 2015.

På sikt är högre räntor ett positivt tecken

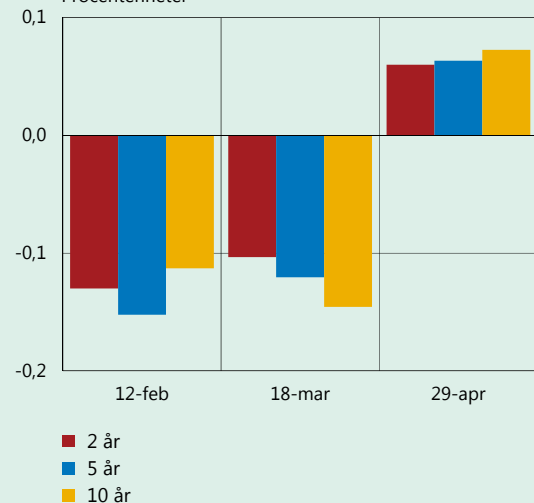
Riksbankens åtgärder under 2015 avser att i närtid pressa ned både kort- och långfristiga räntor, samt att undvika en snabb förstärkning av kronan. Syftet är att på så sätt säkerställa att inflationsförväntningarna och inflationen återgår till Riksbankens inflationsmål på två procent. Stigande inflation och starkare tillväxt kommer att leda till högre långfristiga räntor framöver, dels via högre förväntad real reporänta, dels via högre inflationsförväntningar.

Diagram 2:10. Negativa räntor på flera marknader
Procent



Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:11. Rörelser i statsobligationsräntor vid annonsering av Riksbankens åtgärder
Procentenheter



Källor: Thomson Reuters och Riksbanken

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Bedömningen av det aktuella ekonomiska läget och utvecklingen den närmaste tiden utgör en utgångspunkt för analysen av utvecklingen på lite längre sikt. Inflationen är fortfarande låg, men olika mått på underliggande inflation är på väg upp. Indikatorer tyder på att inflationen kommer att stiga i höst även om kronan är starkare än i april. Som väntat dämpades BNP-tillväxten under första kvartalet efter den starka tillväxten i slutet av 2014. Företagsförtroendet är i dagsläget starkt och under andra kvartalet bedöms BNP åter öka snabbare. Arbetslösheten sjunker, om än långsamt. I USA väntas tillväxten återigen ta fart under andra kvartalet medan återhämtningen fortsätter i långsam takt i euroområdet. KIX-viktad BNP-tillväxt är i stort sett oförändrad på kort sikt jämfört med bedömningen i april.

Inflation

Inflationen är låg, men på väg upp

Inflationen är fortfarande låg. Olika mått på underliggande inflation, bland annat KPIF exklusive energi, visar dock att inflationen har ökat sedan i höstas. Priserna på varor och livsmedel ökar ungefär i enlighet med historiska genomsnitt medan prisökningstakten för tjänster stiger från en låg nivå. Fallande energipriser har hållit tillbaka den uppmätta inflationen under det senaste året och väntas fortsätta hålla den nere även en tid framöver. Den årliga ökningstakten i KPIF ligger därför något lägre än ökningstakten i KPIF exklusive energi. KPI-inflationen ligger kvar nära noll, eftersom de tidigare reparäntesänkningarna bidrar till att hålla ned hushållens bostadsräntor (se diagram 3:1).

Utfallet i april blev överraskande lågt vilket delvis berodde på olika tillfälliga faktorer, i huvudsak lägre priser på utrikes resor. I maj steg inflationen igen och jämfört med prognosen i april blev inflationen något högre än förväntat enligt samtliga inflationsmått. För april och maj sammantaget har framför allt livsmedelspriserna överraskat genom att öka snabbare än förväntat.

Den underliggande inflationen stiger

Olika mått på underliggande inflation har vänt uppåt det senaste halvåret (se diagram 3:2). En förklaring till detta är att kronan försvagats. Men även priser på inhemskt producerade varor och tjänster, som inte påverkas så mycket av växelkursen, ökar snabbare än under förra året.

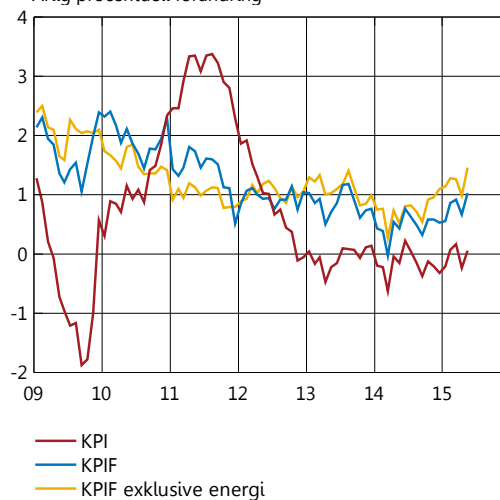
Flera olika indikatorer pekar på att inflationen fortsätter att stiga framöver. Riksbankens företagsundersökning vittnar till exempel om att många företag planerar att höja priserna under 2015. Den bilden bekräftas även i Konjunkturbarometern där fler företag än tidigare räknar

Tabell 3:1. Utfall jämfört med föregående prognos

Förväntad utveckling i PPR april	Faktisk utveckling
Fortsatt låg inflation. KPIF-inflationen 0,9 procent i maj.	Ungefär som förväntat. KPIF-inflationen 1,0 procent i maj.
BNP-tillväxten 1,6 procent första kvartalet.	Ungefär som förväntat, 1,5 procent första kvartalet.
Arbetslösheten minskar långsamt.	Ungefär som förväntat.
BNP-tillväxten i euroområdet 1,7 procent första kvartalet.	Ungefär som förväntat, 1,5 procent första kvartalet.
BNP-tillväxten i USA 1,5 procent första kvartalet.	Betydligt större inbromsning än väntat, -0,2 procent första kvartalet.

Anm. Penningpolitisk rapport (PPR). KPIF är KPI med fast bostadsränta. KPIF visar årlig procentuell förändring. BNP avser kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt.

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



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

med att höja priserna. Dessutom stiger priserna på många konsumtionsvaror i producent- och importleden.

Ännu inte fullt genomslag av kronförsvagningen

Även om kronan är starkare idag än i april, har det sedan inledningen av 2014 skett en successiv försvagning. Förändringar i kronan påverkar inflationen både snabbt och med eftersläpning. En stor del av de varor som svenska hushåll köper importeras från andra länder. Att kronan blivit svagare innebär att det har blivit dyrare för företagen att importera konsumentprodukter. Importpriserna på många konsumtionsvaror, som till exempel kläder, har stigit kraftigt i producentledet i år (se diagram 3:3).

Priserna på olika energivaror och utlandsresor påverkas snabbt av växelkursförändringar då företagen vanligen för över sina kostnadsökningar till konsumenterna förhållandevis fort. För andra varor och tjänster brukar dock företagen istället ändra priserna mer sällan, till exempel i samband med att nyare modeller introduceras på marknaden. Detta gäller bland annat då nya kollektioner av kläder och skor introduceras i butikerna under vår och höst. Den senaste tidens stigande importpriser på kläder och skor och vissa livsmedel bedöms därför hittills bara delvis ha fått genomslag i konsumentledet.

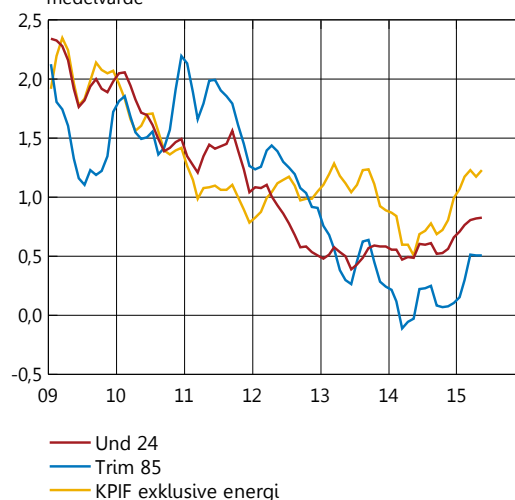
Inflationen stiger under andra halvåret

Inflationen bedöms sjunka något i sommar, för att sedan öka snabbt i höst. Normalt ökar priserna under hösten, till exempel höjs priserna vanligtvis när höstkollektionerna lanseras. 2015 väntas prisökningstakten i KPIF exklusive energi bli ungefär som genomsnittet sedan 2000 (se diagram 3:4). Att den uppmätta inflationen blir markant hög i september i år beror på att man jämför med prisläget i september 2014, som var ovanligt lågt.

Genom modellprognoser kan man sammanfatta informationen i olika indikatorer. Diagram 3:5 visar en prognos gjord med en av Riksbankens modeller för KPIF exklusive energi.¹² Den senaste tidens utveckling i bland annat producentpriser och växelkursen tolkas av modellen som att inflationen kommer att stiga under hösten. Riksbankens prognos ligger nära modellprognosen för det närmaste halvåret.

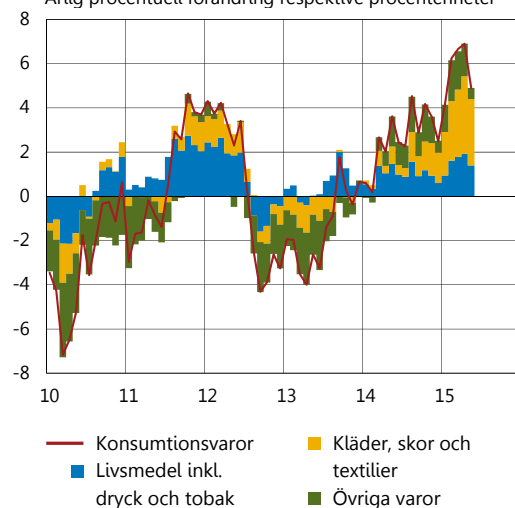
¹² Modellen använder tidsserier med månadsdata för producentpriser, växelkurs och råvarupriser för att generera prognoser för KPIF exklusive energi som beaktar både inflationens historiska säsongsmonster och den senaste tidens indikatorinformation. Modellens punktprognoser för KPIF exklusive energi redovisas med ett 50- och 90-procentigt osäkerhetsintervall. Modellen används för prognoser upp till sex månader.

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



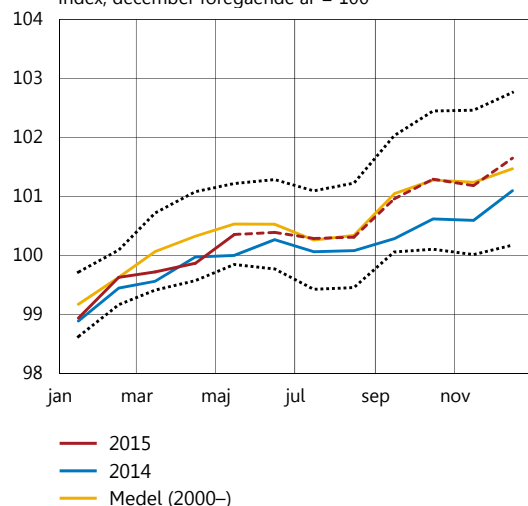
Anm. Und 24 och Trim 85 är statistiska mått beräknade utifrån KPI uppdaterat på cirka 70 undergrupper. Und 24 är sammanvägd med vikter justerade för den historiska standardavvikelsen. I Trim 85 har de 7,5 procent högsta och de 7,5 procent lägsta årliga prisförändringarna exkluderats.
Källor: SCB och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

Diagram 3:3. Importprisindex för konsumtionsvaror med bidrag från kläder samt livsmedel
Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:4. Månadsvis utveckling i KPIF exklusive energi
Index, december föregående år = 100



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

Global och svensk konjunktur

Svensk BNP-tillväxt dämpades under första kvartalet

BNP ökade med 1,5 procent det första kvartalet jämfört med närmast föregående kvartal, uppräknat till årstakt (se diagram 4:7). Det var i linje med prognosen i april och som väntat sjönk investeringarna, tjänsteimporten och tjänsteexporten efter tillfälligt höga nivåer under fjärde kvartalet. Hushållens konsumtion utvecklades däremot överraskande svagt efter att ha ökat starkt under fjärde kvartalet. Bostadsinvesteringarna fortsatte att öka snabbt.

Återhämtningen i omvärlden fortsätter

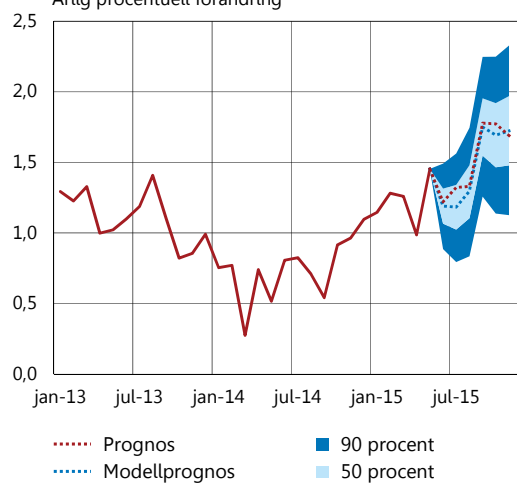
Efterfrågan på svensk export är beroende av utvecklingen i omvärlden. Inledningen av året har varit ojämn med en kraftig inbromsning av tillväxten i USA, Storbritannien, Kina och flera råvaruexporterande länder. Euroområdet, vars ekonomi fått draghjälp av ECB:s tillgångsköpsprogram och det låga oljepriset, uppvisade däremot den snabbaste tillväxttakten på flera år. I Tyskland dämpades dock tillväxten när den globala efterfrågan försvagades. Indiens och Japans ekonomier växte i god takt även om metodförändringar respektive stora lagerbidrag gör statistiken svårtolkad.

Tillväxten i USA bedöms återigen ta fart under andra kvartalet då flera tillfälliga faktorer som påverkat utvecklingen inte längre är aktuella. Återhämtningen i euroområdet har breddats och väntas fortsätta i ungefär samma takt andra kvartalet. Industriproduktionen har visserligen dämpats i april men detaljhandeln är fortsatt stark samtidigt som exporten har tagit fart.

Inflationen i omvärlden har återigen börjat stiga, om än från en låg nivå. Till stor del förklaras detta av att effekterna av det tidigare oljeprisfallet börjar klinga av. Den underliggande inflationen är därför fortsatt låg i många länder och det finns inga entydiga tecken på att den skulle ha bottnat.

Världshandeln har de senaste åren utvecklats svagt, även när hänsyn tagits till den dämpade utvecklingen i global BNP. En del av den svaga tillväxten i världshandeln beror på cykliska faktorer, men även strukturella faktorer såsom ändrade produktionsmönster har sannolikt bidragit. Att världshandeln har dämpats under årets tre första månader förklaras till stor del av utvecklingen i flera tillväxtekonomier. Den svaga världshandeln avspeglas i en svag varuexport i Sverige (se diagram 3:6). Även exportorderingången har dämpats, men den är inte långt under sitt historiska genomsnitt. Under andra kvartalet

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



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Tillfälligt svag tillväxt under första kvartalet i USA

Tillväxten bromsade in i USA under första kvartalet och BNP föll med 0,2 procent i uppräknad årstakt, vilket var svagare än vad de flesta bedömare hade väntat sig. Anledningarna till det svaga utfallet är flera. De amerikanska hushållen har inte konsumerat i den utsträckning som hade kunnat väntas, givet stigande disponibla inkomster till följd av lägre energi- och bensinpriser. Dessutom har investeringarna minskat, vilket beror på att det lägre oljepriset gör det mindre lönsamt att investera i oljeindustrin. Därtill har förstärkningen av dollarn, tillsammans med en hamnstrejk på den amerikanska västkusten, bidragit till att exporten minskade under första kvartalet jämfört med kvartalet innan. En ovanligt kall vinter höll också tillbaka konsumtionen samtidigt som vissa infrastrukturprojekt fick skjutas upp. Bedömningen är att merparten av dessa faktorer inte längre dämpar tillväxten och BNP väntas därmed stiga tydligt under andra kvartalet. Den starka arbetsmarknaden i kombination med en god utveckling av disponibelinkomsten talar för att konsumtionen ska ta fart. Det stöds även av en stark utveckling av detaljhandeln hittills under andra kvartalet.

väntas efterfrågan från omvärlden och därmed svensk export åter öka.

Allt högre svensk BNP-tillväxt

Företagsförtroendet är högt, vilket bland annat avspeglas i näringslivets konfidensindikator och inköpschefsindex för tillverkningsindustrin och tjänstesektorn. Samtidigt har månadsstatistiken över efterfrågan varit förhållandevis dämpad under inledningen av andra kvartalet. Detaljhandeln minskade till exempel något i maj efter en stark inledning av året (se diagram 3:6). Förutsättningarna för en stark konsumtionstillväxt finns dock på plats. Bland annat ökar hushållens inkomster snabbt och sparandet är högt. Hushållens konsumtion bedöms öka under kvartalet som helhet.

Riksbankens sammantagna bedömning är att BNP ökar med 2,8 procent under andra kvartalet jämfört med närmast föregående kvartal, uppräknat till årstakt. Detta är något lägre än prognosen i april.

Långsamt fallande arbetslöshet

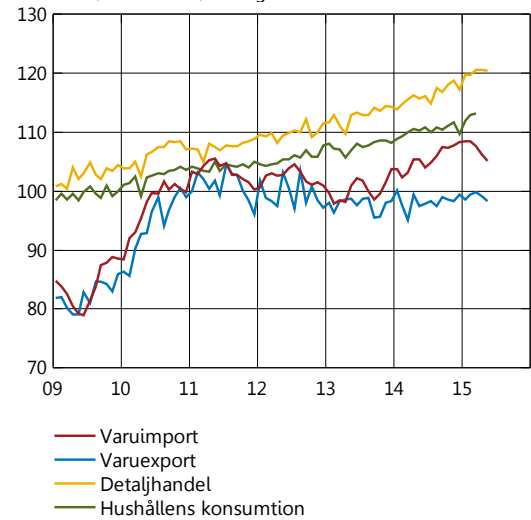
Arbetskraftsundersökningarna (AKU) visar att antalet sysselsatta växte relativt starkt i maj efter en tillfällig inbromsning. Förändringarna av arbetslösheten är dock små. I maj var arbetslösheten 7,8 procent enligt säsongsrensade data. Statistik över exempelvis lediga platser och varsel, samt anställningsplanerna enligt Konjunkturbarometern tyder på att sysselsättningen kommer att växa och arbetslösheten minska den närmaste tiden. Antalet varsel är låga i ett historiskt perspektiv (se diagram 3:7). Sysselsättningen bedöms växa med drygt en halv procentenhet sammantaget under andra och tredje kvartalet och arbetslösheten minska svagt till 7,7 procent (se diagram 4:13).

Resursutnyttjandet lågt men stigande

En förklaring till den låga inflationen i Sverige och i omvärlden är att resursutnyttjandet i dagsläget är lågt. Riksbankens bedömning att resursutnyttjandet i Sverige är lägre än normalt stöds av Riksbankens RU-indikator, som sammanfattar informationen i en mängd indikatorer (se diagram 3:8). Även om resursutnyttjandet är lägre än normalt har RU-indikatorn stigit sedan mitten av 2013. Det beror bland annat på att fler företag upplever en större brist på arbetskraft.

Diagram 3:6. Efterfrågeindikatorer

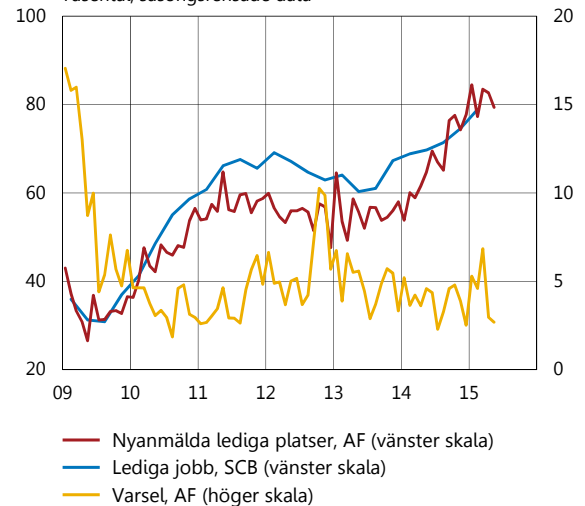
Index, 2007 = 100, säsongsrensade data



Anm. Riksbankens bearbetning av data för varuexport och varuimport.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:7. Arbetsmarknadsindikatorer

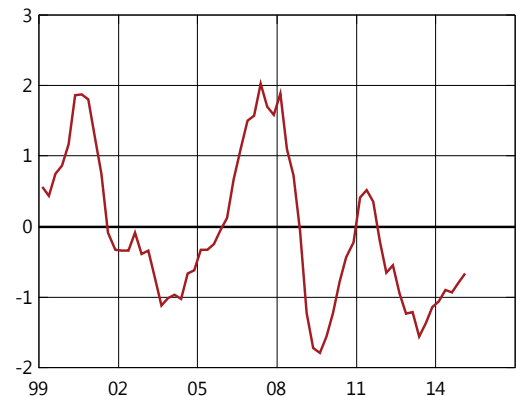
Tusental, säsongsrensade data



Anm. Lediga jobb är kvartalsdata, övriga är månadsdata.
Källor: Arbetsförmedlingen (AF) och SCB

Diagram 3:8. RU-indikatorn

Standardavvikelse



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

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Efter en tillfällig svacka under inledningen av året fortsätter världsekonomin att förbättras, och den globala inflationen stiger, i linje med tidigare bedömning. Återhämtningen i omvärlden väntas bidra till att konjunkturuppgången i Sverige stärks och breddas. BNP bedöms växa snabbare än normalt de kommande åren. Utbudet av arbetskraft väntas bli högre än tidigare bedömning till följd av en uppreviderad befolkningsprognos. Sysselsättningen stiger också snabbare men det höga utbudet innebär att arbetslösheten sjunker tillbaka långsamt. Den än mer expansiva penningpolitiken, med mer negativ ränta under lång tid och utökade köp av statsobligationer, bidrar till att efterfrågan ökar och inflationen stiger. KPIF-inflationen väntas vara nära 2 procent från slutet av 2015.

Omvärlden

Världsekonomin förbättras efter en tillfällig svacka

Den globala produktionen och världshandeln har inlett året ovanligt svagt men det bedöms till stor del bero på tillfälliga faktorer. Samtidigt har det ur svenskt perspektiv så viktiga euroområdet vuxit snabbare än på länge tack vare en förhållandevis stark utveckling av konsumtion och investeringar.

Den globala tillväxten hämmas visserligen av den demografiska utvecklingen, som gör att arbetskraften växer långsammare, och av kvarvarande behov av att minska skuldsättningen på en del håll. En förbättrad kreditförsörjning gör dock att ett uppdämt investeringsbehov kan börja tillfredsställas. Med understöd av ett fortsatt lågt oljepris, en mindre stram finanspolitik och fortsatta penningpolitiska stimulanser väntas världsekonomin växa något snabbare de närmaste åren.

Sedan sommaren 2014 har oljepristerrinerna fallit kraftigt (se diagram 4:1). Detta inverkar negativt på investeringar i oljesektorn men positivt på hushållens reala inkomster. Medan investeringarna i ny oljeproduktion i stor utsträckning redan har anpassat sig till den lägre oljeprisnivån, bedöms det ökade konsumtionsutrymmet gynna den globala tillväxten ännu en tid.

Efter några år av relativt stora finanspolitiska åtstramningar i de stora utvecklade ekonomierna genomförs förhållandevis små åtstramningar under 2015 och 2016 (se diagram 4:2). Finanspolitiken har därmed inte samma återhållande effekt på BNP-tillväxten framöver.

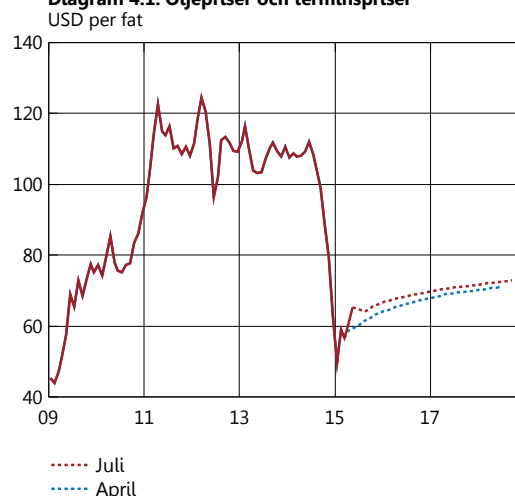
Expansiv penningpolitik stödjer återhämtningen

En fortsatt expansiv penningpolitik ger samtidigt stöd åt kreditgivningen och inflationsförväntningarna, vilket gynnar konsumtion och investeringar. Det gäller i synnerhet euroområdet där inflationsförväntningarna nu har

Tabell 4:1.

Prognosen i korthet
Efter en tillfällig försvagning stiger tillväxten och inflationen i omvärlden.
Penningpolitiska stimulanser stödjer återhämtningen.
Svensk inhemsk efterfrågan fortsätter att växa starkt, drivet av en stark hushållssektor och bostadsinvesteringar.
När efterfrågan från omvärlden stiger gynnas svensk export och den svenska konjunkturförstärkningen breddas.
Allt ljusare arbetsmarknadsutsikter, sysselsättningen stiger. Långsam nedgång i arbetslösheten till följd av stark tillväxt i arbetskraften, drivet till stor del av en stark befolkningstillväxt.
En högre inflation i omvärlden och den svenska konjunkturförstärkningen gör att inflationsuppgången fortsätter. KPIF-inflationen är nära 2 procent från slutet av 2015.

Diagram 4:1. Oljepriser och terminspriser



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

börjat stiga och utlåningen börjat uppvisa en mer positiv utveckling (se diagram 4:3). Frågan om när och hur snabbt styrräntan kommer att höjas i USA har länge varit en källa till osäkerhet och bidragit till stora växelkursrörelser. Senare tids kommunikation från Federal Reserve tyder dock på att de nu räknar med att gå något försiktigare fram 2016–2017 än vad de tidigare kommunicerat.

Stigande tillväxt i de utvecklade länderna men svagare och mer splittrat i tillväxtländerna

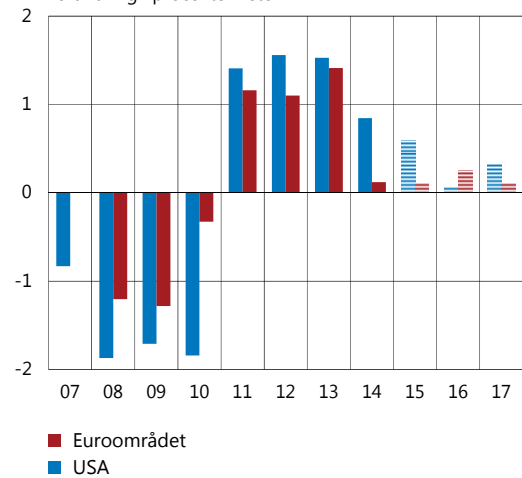
Osäkerheten om konjunkturutvecklingen i omvärlden är fortsatt stor bland annat på grund av finansieringskrisen i Grekland och situationen i Ryssland och Ukraina. I Grekland har regeringen akuta svårigheter att klara de löpande betalningarna och osäkerheten är stor om hur landet ska få en långsiktig lösning på sina problem. Det är svårt att nu bedöma vilka konsekvenserna blir för euroområdet som helhet och för Sverige av att Grekland inte fullföljer betalningarna till sina långivare. De prognoser som presenteras i denna rapport bygger på att händelseutvecklingen i Grekland inte förhindrar euroområdets återhämtning, men de senaste dagarnas utveckling har påtagligt ökat osäkerheten i prognoserna. (se fördjupningen "Ökad osäkerhet kring situationen i Grekland").

Det är framför allt de utvecklade ekonomierna som väntas växa snabbare framöver. I USA fortgår den positiva utvecklingen på arbetsmarknaden och bostadsmarknaden fortsätter att återhämta sig. Konsumtionen gynnas också av att hushållens skuldanpassning har nått så pass långt att sparatet kan börja minska framöver. Det gör att BNP där väntas växa snabbare än normalt under de närmaste åren (se diagram 4:4).

Återhämtningen i euroområdet har samtidigt fått alltmer fotfäste och breddats. Förtroendeindikatorer visar på en fortsatt konjunkturförstärkning understödd av låga bankutlåningsräntor, stigande tillgångspriser, ett lågt oljepris och det senaste årets försvagning av euron. I takt med att osäkerheten om styrkan i återhämtningen avtar väntas också investeringarna växa snabbare.

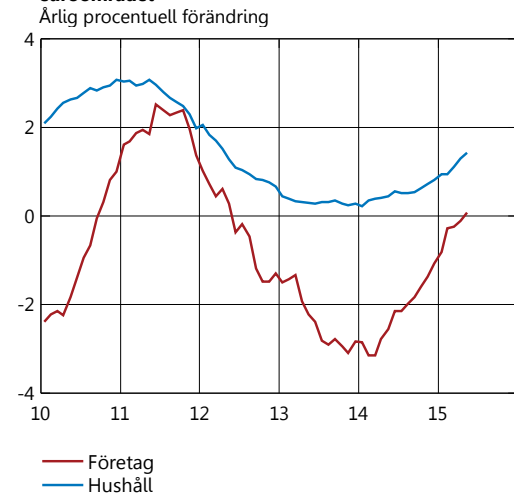
Bland de stora tillväxtländerna utvecklas konjunktureren åt skilda håll. Ryssland tyngs av ett lågt oljepris, politisk osäkerhet och internationella sanktioner. Brasilien har drabbats hårt av lägre råvarupriser och tillväxten hålls tillbaka av en svag konkurrenskraft, ett lågt förtroende bland företagen och en åtstramande finanspolitik. I Kina dämpas tillväxten av en starkare växelkurs och en anpassning av investeringsefterfrågan till överkapacitet och en svagare bostadsmarknad. Av tillväxtekonomierna är

Diagram 4.2. Finanspolitiken i euroområdet och USA
Förändring i procentenheter



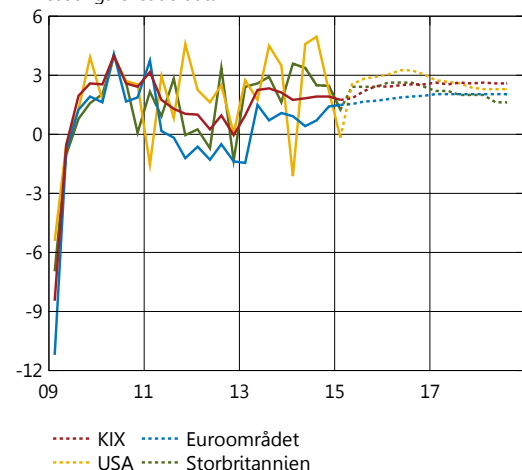
Anm. Cykliskt justerat budgetsaldo som andel av potentiell BNP. Positivt värde innebär finanspolitisk åtstramning.
Källa: IMF Fiscal Monitor april 2015

Diagram 4.3. Utlåning till hushåll och företag i euroområdet
Årlig procentuell förändring



Källa: ECB

Diagram 4.4. Tillväxt i olika länder och regioner
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



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

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

det Indien som har de ljusaste konjunkturutsikterna, inte minst på grund av ökade offentliga investeringar och mer gynnsamma villkor för privata investeringar.

Uttryckt i termer av KIX-viktad BNP, där de länder ingår som har störst betydelse för svensk ekonomi, innebär prognosen nu en tillväxt på 1,9 procent i år. Därefter stiger tillväxttakten gradvis till 2,6 procent 2017 (se tabell 4). Riksbankens syn på omvärldskonjunkturen är i stort sett densamma som i prognosen i april.

Stigande global inflation framöver

Inflationen i omvärlden har fallit under de senaste åren och understigit inflationsmålet i många länder. Det stora fallet i oljepriset mellan augusti 2014 och mars 2015 förstärkte denna nedåtgående trend (se diagram 4:5). Eftersom de huvudsakliga effekterna av oljeprisfallet på inflationen redan har ägt rum och oljepriset dessutom har stigit något på senare tid så har nu också inflationen börjat stiga. Det finns dock ännu inga tydliga tecken på att den underliggande globala inflationen, mätt som konsumentpriser exklusive energi och livsmedel, har börjat stiga.

Det senaste årets valutakursrörelser understödjer för närvarande inflationsuppgången i euroområdet men bidrar samtidigt till att inflationsuppgången dröjer något i USA och Storbritannien. Arbetslösheten sjunker på många håll och den utvecklingen väntas fortsätta de kommande åren. Det bidrar till en högre löneökningstakt och samtidigt innebär den stigande efterfrågan på varor och tjänster att företagen får det lättare att höja sina priser. Tillsammans med ett gradvis stigande oljepris väntas inflationen därför stiga de närmaste åren.

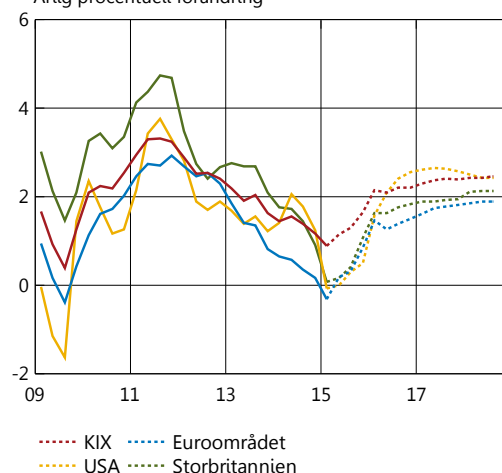
Den KIX-viktade inflationen bedöms stiga från 1,3 procent i år till 2,4 procent 2017, vilket är i linje med bedömningen som gjordes i april.

Växelkursen viktig för inflationsutvecklingen

Växelkursen är en viktig bestämningsfaktor för inflationen och den kronförsvagning som ägt rum sedan 2014 bidrar till inflationsuppgången. Kronan har stärkts sedan i april och Riksbanken bedömer nu att kronan i konkurrensvägda termer kommer att vara något starkare innevarande år jämfört med bedömningen i april. Den expansiva penningpolitiken bedöms dock fortsätta bidra till att kronan förblir svagare än vad som prognostiserades i början av året.

Kronan väntas ligga kvar ungefär på den nuvarande nivån ytterligare en tid innan den långsamt börjar stär-

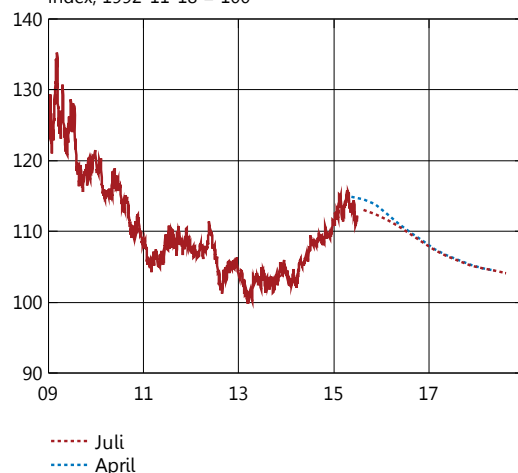
Diagram 4:5. Inflation i olika länder och regioner
Årlig procentuell förändring



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

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

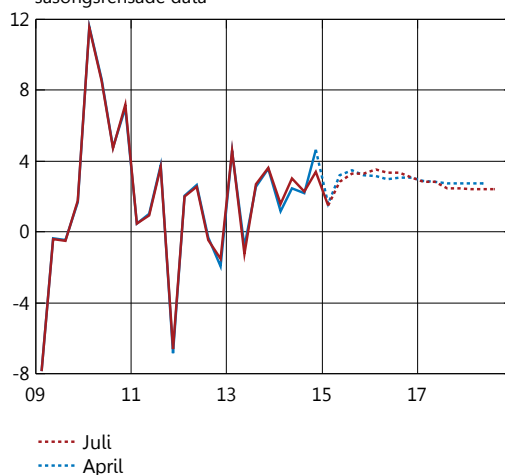
Diagram 4:6. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX Index, 1992-11-18 = 100



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

Källa: Riksbanken

Diagram 4:7. BNP
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

kas (se diagram 4:6).¹³ Det sker i ett läge där konjunkturen förbättras och inflationen är nära 2 procent (se diagram 4:7 och 4:8). Det råder dock stor osäkerhet kring kronans utveckling framöver. Som beskrivs i kapitel 1 och i fördjupningen "Snabb förstärkning av kronan" i den penningpolitiska rapporten i april, skulle en alltför stark växelkurs i förhållande till Riksbankens prognos innebära att priserna på importerade produkter ökar långsammare och att efterfrågan i svensk ekonomi dämpas.

Sverige

Återhämtning i omvärlden bidrar till bred konjunkturuppgång

Som en liten öppen ekonomi är Sverige beroende av vad som sker i omvärlden. Den utdragna internationella lågkonjunkturen som följt av finanskrisen har inneburit en svag utveckling för svensk export. Tillväxten i den svenska ekonomin på senare år har istället drivits av en stark utveckling i den inhemska efterfrågan och då särskilt av en stark hushållssektor och ökade bostadsinvesteringar.

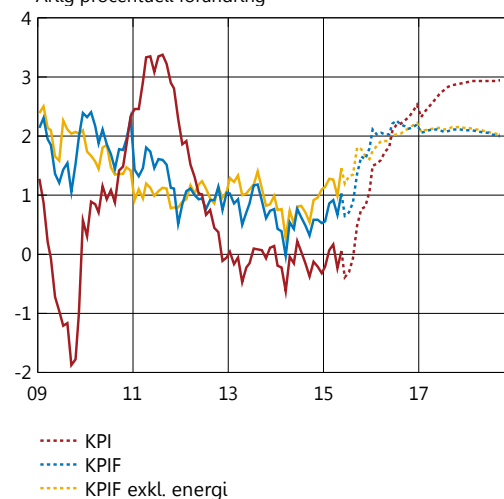
En mycket expansiv penningpolitik och minskade finanspolitiska åtstramningar i många europeiska länder bidrar till en återhämtning på svenska exportmarknader (se diagram 4:9). När tillväxten i den utländska industriproduktionen tilltar, gynnas svensk export och tillväxt. Det betydande importinnehållet i svensktillverkade exportvaror bidrar också till en starkare importutveckling, en utveckling som även understöds av en fortsatt uppgång i den inhemska efterfrågan.

Den svenska exportmarknadstillväxten bedöms bli något lägre de kommande åren jämfört med prognosen i april. Den senaste tidens statistik över världshandeln tyder på att strukturella faktorer såsom kortare produktionskedjor och övergången till en mer tjänsteorienterad ekonomi i Kina verkar mer återhållande på importefterfrågan i omvärlden än vad Riksbanken tidigare räknat med. Därför bedöms också svensk export växa något långsammare de kommande åren än prognosen i april.

Att den inhemska efterfrågan fortsätter att växa förhållandevis snabbt beror mycket på hushållens konsumtion. En hög sparkvot, stigande förmögenheter i hushållssektorn och låga räntor skapar utrymme för en konsumtionstillväxt som är något högre än ett historiskt genom-

¹³ Riksbankens långsiktiga prognos för den konkurrensvägsda växelkursen utgår från en bedömning av den reala växelkursens långsiktiga nivå. I dagsläget är den reala växelkursen svagare än denna nivå, vilket innebär att växelkursen framöver bör förstärkas i reala termer. Det är dock osäkert hur snabbt detta kommer att ske och om den reala förstärkningen innebär en nominell förstärkning eller en högre relativ inflationstakt.

Diagram 4:8. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:9. Export och svensk exportmarknad
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data

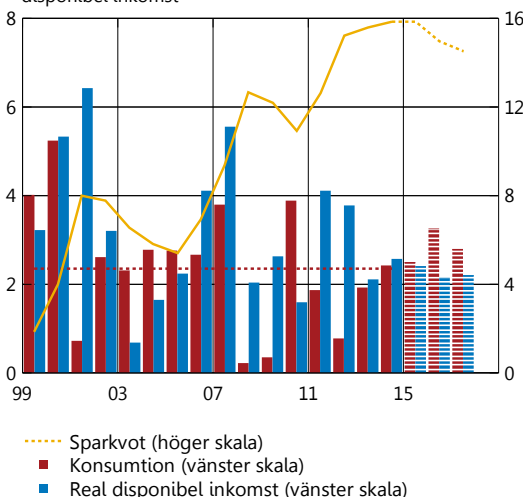


Anm. Index över svensk exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en samvägning av 32 länder och täcker cirka 85 procent av den totala svenska exportmarknaden.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:10. Hushållens reala disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



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

Källor: SCB och Riksbanken

snitt (se diagram 4:10). Återhämtningen i den globala industriproduktionen ökar också investeringsbehovet i näringslivet och bidrar därmed till en starkare investeringstillväxt. En fortsatt stark efterfrågan på bostäder innebär dessutom att antalet påbörjade bostäder växer mycket snabbt. Bostadsinvesteringarna, mätt som andel av BNP, ökar därmed till nära 5 procent i slutet av prognosperioden. Detta är högt i ett historiskt perspektiv men inte vid en internationell jämförelse.

Sammantaget innebär en starkare inhemsk och utländsk efterfrågan att BNP i Sverige växer snabbare än det historiska genomsnittet de kommande åren. BNP-prognosen för det andra och tredje kvartalet 2015 är något nedjusterad till följd av att exportorderingsgången blivit lite svagare än väntat. Detta tillsammans med revideringar av BNP-utvecklingen 2014 bidrar till att tillväxten för helåret 2015 blir något lägre än i den penningpolitiska rapporten i april (se diagram 4:7). 2016 är tillväxten emellertid något uppreviderad till följd av högre tillväxt i konsumtion och bostadsinvesteringar.

Hushållens skuldsättning fortsätter stiga

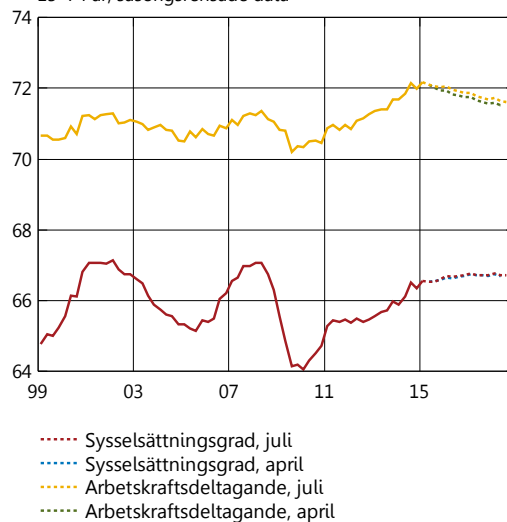
De svenska bostadspriserna har fortsatt att stiga snabbt. Prisökningarna innebär att hushållens förmögenheter har fortsatt att växa, men då bostadsköpen till stor del är lånefinansierade innebär utvecklingen även att hushållens skuldsättning ökar. Stigande inkomster och låga räntor bidrar till en fortsatt stark efterfrågan. Samtidigt är utbudet av bostäder alltjämt begränsat i vissa regioner även om det nu ökar snabbt. Prisökningarna väntas därför fortsätta de närmaste åren, om än i något långsammare takt. Utvecklingen innebär att den så kallade skuld-kvoten, det vill säga skuldernas andel av hushållens disponibla inkomst, ökar till cirka 188 procent under 2018, vilket är nära bedömningen i den penningpolitiska rapporten i april (se diagram 1:10).

Högre utbud av arbetskraft med växande befolkning

Arbetskraftsdeltagandet har stigit kontinuerligt sedan finanskrisen och uppgår nu till cirka 72 procent av den arbetsföra befolkningen i åldern 15–74 år (se diagram 4:11). Det är svårbedömt i vilken utsträckning det stigande arbetskraftsdeltagandet beror på långsiktiga beteendeförändringar eller på den starkare konjunkturen. Befolkningsförändringar och politiska beslut påverkar utvecklingen på arbetsmarknaden. Regeringen presenterade i vårpropositionen för 2015 höjda ersättningsnivåer i arbetslöshetsförsäkringen för att försäkringen ska ge ett bättre skydd för inkomstbortfall vid arbetslöshet.

Diagram 4:11. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande

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



Källor: SCB och Riksbanken

Riksbanken bedömer att denna åtgärd kan minska drivkrafterna till arbete och leda till något högre arbetslöshet på sikt. Andra föreslagna åtgärder inom arbetsmarknadspolitiken kan delvis motverka denna effekt.

Samtidigt påverkar den demografiska utvecklingen kontinuerligt sammansättningen på arbetsmarknaden. Riksbanken tar in befolkningsprognoser allt eftersom dessa uppdateras av SCB och analyserar löpande förändrade mönster i arbetsmarknadssituationen inom olika befolkningsgrupper. I maj publicerade SCB en befolkningsprognos som återigen visar en utveckling med ännu starkare tillväxt i den arbetsföra befolkningen (se diagram 4:12). I ett långsiktigt perspektiv är detta positivt och har föranlett en upprevidering av Riksbankens bedömning av tillväxtpotentialen på svensk arbetsmarknad. Det innebär att både arbetade timmar, arbetskraft och sysselsättning bedöms växa snabbare än i prognosen i april.

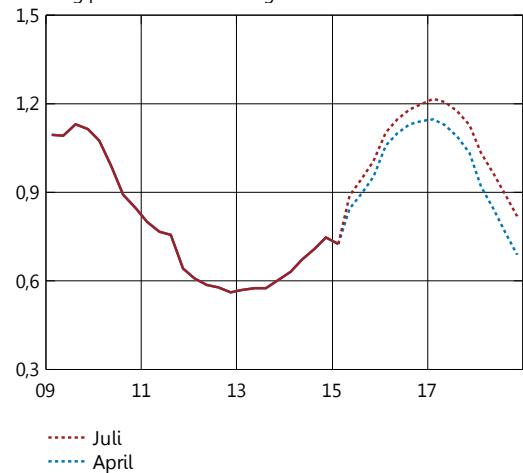
Allt högre efterfrågan på arbetskraft men fortsatta matchningsproblem innebär utmaning

Indikatorer pekar på allt ljusare framtidsutsikter i företagen och nya jobb tillkommer i många branscher och brett över hela landet. Samtidigt som är antalet varsel om uppsägning på låga nivåer och bristtalen stiger inom vissa branscher och avseende viss kompetens. I takt med konjunkturförstärkningen väntas arbetade timmar och antal sysselsatta öka snabbare. Jämfört med bedömningen i april har Riksbanken reviderat upp prognosen för sysselsättning och arbetskraft. Arbetskraftsdeltagandet har reviderats upp något mer än sysselsättningsgraden, därmed minskar arbetslösheten långsammare jämfört med tidigare bedömning (se diagram 4:11 och 4:13).

Samtidigt som arbetsmarknadsläget förbättras kvarstår matchningsproblem. Arbetslösheten består i allt högre grad av personer som saknar efterfrågad kompetens och därmed har svårt att etablera sig på arbetsmarknaden, till exempel till följd av alltför kort utbildning. Arbetsförmedlingen bedömer att andelen arbetslösa med utsatt ställning på arbetsmarknaden kommer att ha ökat till över 75 procent av de inskrivna arbetslösa under andra halvåret 2016.¹⁴ Jobbchansen, det vill säga sannolikheten att gå från arbetslöshet till ett osubventionerat arbete, föll i samband med finanskrisen och har

Diagram 4:12. Befolkningstillväxt, 15–74 år

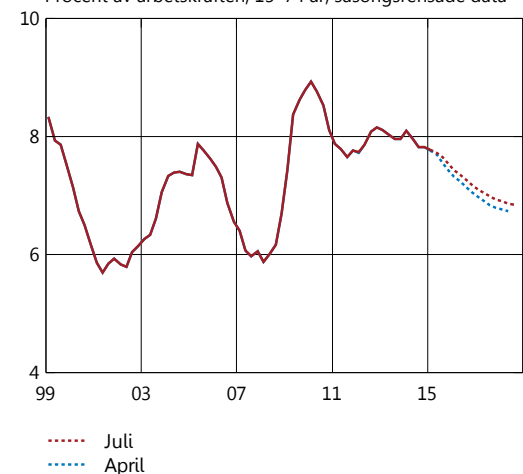
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:13. Arbetslöshet

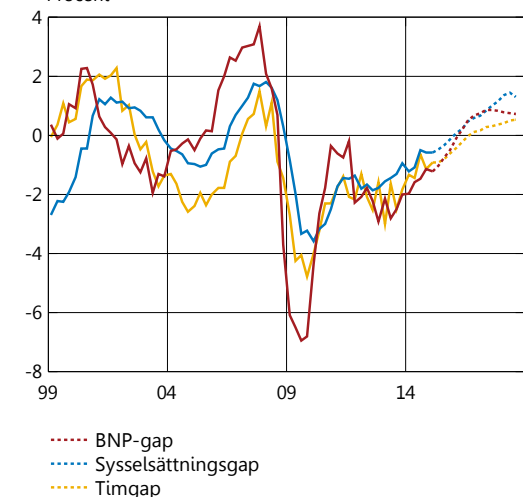
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:14. BNP-gap, sysselsättningsgap och timgap

Procent



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

Källor: SCB och Riksbanken

¹⁴ Se till exempel Arbetsförmedlingens rapport "Arbetsmarknadsutsikterna våren 2015. Prognos för arbetsmarknaden 2015–2016". Arbetsförmedlingen benämner följande grupper som utsatta: personer med endast förgymnasial utbildning, utomeuropeiskt födda, personer i åldern 55–64 år och personer med funktionsnedsättning som medför nedsatt arbetsförmåga.

inte förbättrats sedan dess.¹⁵ Den förändrade sammansättningen i arbetslösheten bidrar till att arbetslösheten bedöms minska något långsammare under prognosperioden jämfört med föregående prognos. Mot slutet av 2018 väntas arbetslösheten ha fallit från dagens 7,8 procent till 6,9 procent (se diagram 4:13).

Stigande resursutnyttjande och kostnadstryck från arbetsmarknaden

Den högre tillväxten i BNP och sysselsättning innebär ett stigande resursutnyttjande i ekonomin. Under nästa år bedöms resursutnyttjandet bli ungefär normalt (se diagram 4:14).

Att inflationen stiger bedöms leda till högre inflationsförväntningar, vilket tillsammans med högre produktivitetstillväxt och resursutnyttjande leder till att lönerna stiger snabbare framöver. Den nominella löneutvecklingen i hela ekonomin mätt enligt konjunkturlönestatistiken bedöms öka från 2,6 procent i år till närmare 3,4 procent 2017.

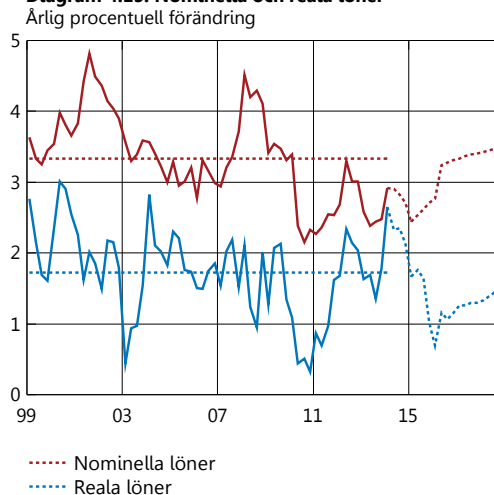
Utfallen i konjunkturlönestatistiken har blivit lägre än väntat hittills i år. Jämfört med i april bedömer Riksbanken nu att lönerna enligt denna statistik ökar något långsammare under hela prognosperioden. De senaste årens reallöneökningar har varit högre än produktivitetstillväxten medan vinstandelarna varit nedpressade. I takt med att efterfrågan stiger ökar möjligheterna för företagen att höja sina priser. Då kommer också deras marginaler att öka och vinstandelarna att stiga. Samtidigt faller ökningstakten i reallönerna tillbaka till knappt 1,5 procent mot slutet av prognosperioden (se diagram 4:15).

Liksom lönerna väntas även de totala arbetskostnaderna stiga snabbare under prognosperioden (se diagram 4:16). Utvecklingen under framförallt 2016 påverkas även av höjda sociala avgifter för unga och en höjd löneskatt för äldre. Sammantaget innebär utvecklingen av arbetskostnaderna och produktiviteten att arbetskostnaderna per producerad enhet växer med cirka 2 procent per år 2016 och 2017, vilket är ungefär i linje med bedömningen i april.

Om man tar hänsyn till växelkursens utveckling har arbetskostnaderna per producerad enhet i Sverige stigit långsammare än i till exempel USA och Tyskland (se diagram 4:17). Enligt detta mått har konkurrenssituationen för svenska företag således stärkts de senaste åren.

¹⁵ Se till exempel fördjupningen "Perspektiv på utvecklingen på svensk arbetsmarknad" i Penningpolitisk rapport oktober 2013 och artikeln "En tudelad arbetsmarknad – om matchningen på den svenska arbetsmarknaden efter den ekonomiska krisen" i Penning- och Valutapolitik 2014:2.

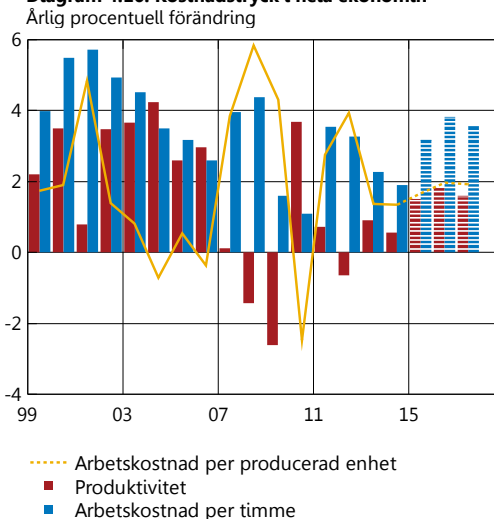
Diagram 4:15. Nominella och reala löner



Anm. Löner enligt konjunkturlönestatistiken. Reala löner är beräknade genom att deflatera nominella lönerna med KPIF. Streckade horisontella linjer avser genomsnitt mellan 1999 och 2014.

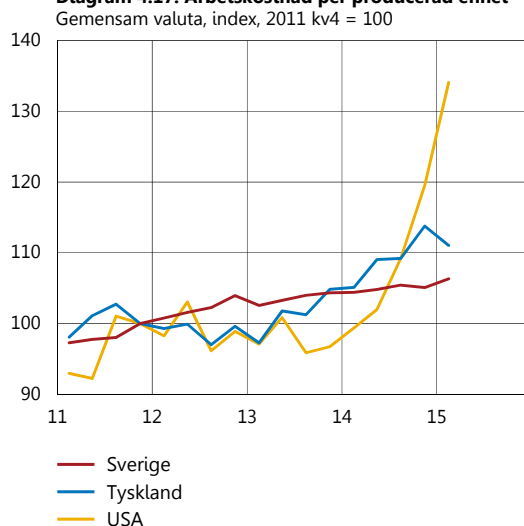
Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 4:16. Kostnadstryck i hela ekonomin



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:17. Arbetskostnad per producerad enhet



Källor: Bureau of labor statistics, OECD, SCB och Riksbanken

Uppgång i inflationsförväntningarna

Förväntningarna om inflationens utveckling styrs till stor del av den faktiska inflationen. Särskilt gäller detta förväntningar på kort sikt som har varit mycket låga under flera år. Men även de långsiktiga förväntningarna sjönk under fjolåret. Det är viktigt att de långsiktiga inflationsförväntningarna är förenliga med inflationsmålet på 2 procent (se fördjupningen "Varför är det viktigt att inflationen stiger mot målet"). Enligt Prosperas kvartalsundersökning har inflationsförväntningarna hos samtliga aktörer stigit på både kort och lång sikt under andra kvartalet i år. På fem års sikt uppgår förväntningarna nu till 1,8 procent (se diagram 4:18). Enligt Konjunkturbarometern låg hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt kvar på 1,6 procent i juni.

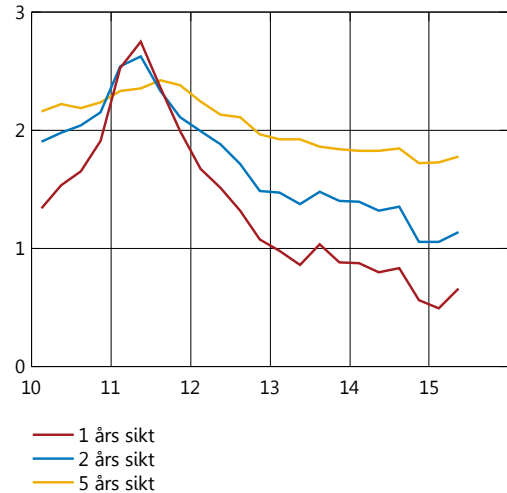
Goda förutsättningar för fortsatt stigande inflation

Liksom i många länder i vår omvärld är den svenska inflationen fortfarande låg. Sedan en tid tillbaka stiger dock olika mått på den underliggande inflationen (se diagram 3:2). Flera olika indikatorer pekar på att inflationen mätt med KPIF exklusive energi fortsätter att stiga (se kapitel 3).

Ett antal faktorer samverkar till att inflationen bedöms fortsätta att stiga de närmaste åren. En allt starkare omvärldskonjunktur leder till både högre internationella priser och högre efterfrågan på svenska varor och tjänster. Också den inhemska efterfrågan blir högre, inte minst till följd av ett fortsatt historiskt lågt ränteläge i svensk ekonomi. Den starkare konjunkturen underlättar företagets möjligheter att höja sina priser samtidigt som kostnadstrycket ökar i spåren av ett stigande resursutnyttjande. Aviserade finanspolitiska reformer såsom sänkningar av RUT- och ROT-avdragen och höjda arbetsgivaravgifter för unga bedöms också leda till en högre inflation, särskilt 2016.

Det senaste årets successiva försvagning av den svenska kronan innebär att det har blivit dyrare att importera konsumentprodukter. De högre importpriserna har fått genomslag på priserna i konsumentledet, till exempel på livsmedelspriserna. Effekterna av växelkursförsvagningen bedöms dock ännu inte ha fått fullt genomslag på priserna. Kronan väntas ligga kvar ungefär på den nuvarande nivån ytterligare en tid innan den långsamt börjar stärkas. I takt med att konjunkturen stärks och det inhemska kostnadstrycket stiger väntas det framöver ske en långsam förstärkning av kronan. Detta innebär att bidraget till högre inflation från växelkursen successivt kommer att avta.

Diagram 4:18. Inflationsförväntningar bland samtliga aktörer
Procent



Källa: TNS Sifo Prospera

Stor avtalsrörelse inleds i höst

Nästa år löper kollektivavtal för nära 3 miljoner anställda ut. För mer än hälften av dessa löper avtal ut redan i slutet av mars 2016, bland annat inom industrin, byggsektorn och handeln. Mot slutet av 2015 inleds förhandlingarna mellan fackförbund och arbetsgivarorganisationer inom stora delar av industrin. Lönebildningen i Sverige har sedan industriavtalets tillkomst 1997 präglats av en hög grad av följsamhet mellan olika avtalsområden. Industrin har satt normen för nivån på de procentuella löneökningarna i löneavtalen och övriga avtalsområden har normalt tecknat avtal med i stora drag samma procentuella löneökningar.

Den faktiska nominella löneutvecklingen påverkas utöver de avtalade lönerna också av konjunkturen och läget på arbetsmarknaden. Skillnaden mellan de avtalade löneökningarna och den faktiska löneutvecklingen samvarierar med olika indikatorer på stramhet på arbetsmarknaden, såsom brist på arbetskraft.

Löner och andra kostnader förknippade med arbetsinsatsen står för en stor del av ett företags produktionskostnader. Löneutvecklingen är därför en faktor som påverkar inflationen och är således viktig för penningpolitiken.

Från slutet av 2015 har prognosen för KPIF exklusive energi reviderats ned något (se diagram 1:5). Lönerna väntas stiga något långsammare de närmaste åren och kronan är något starkare, jämfört med prognosen i april.

KPIF-inflationen nära 2 procent från slutet av 2015

Den närmaste tiden dämpar de fallande el- och drivmedelspriserna KPIF-inflationen jämfört med inflationen mätt med KPIF exklusive energi. Liksom i föregående prognos stiger oljepriset, och därmed drivmedelspriserna, samt elpriset under prognosperioden. Under hösten stiger därför KPIF-inflationen snabbare än inflationen mätt med KPIF exklusive energi och är nära 2 procent i slutet av 2015 (se diagram 4:8). Sedan bedömningen i april har reporäntan sänkts och penningpolitiken gjorts än mer expansiv genom utökade köp av statsobligationer. Detta innebär lägre räntekostnader för hushållen vilket medför att KPI-inflationen har reviderats ned (se diagram 1:7).

Skillnaden mellan KPI och KPIF

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

Fördjupning: Ökad osäkerhet kring situationen i Grekland

Osäkerheten om utvecklingen i Grekland har de senaste dagarna ökat betydligt. Förhandlingarna mellan Grekland och dess internationella långgivare (EU/ECB/IMF) har strandat och en folkomröstning har utlysts om hur landet ska ställa sig till långgivarnas bud från den 25 juni. Kapitalkontroller har införts och grekiska banker hålls stängda åtminstone till dess att folkomröstningen har genomförts. Det är svårt att nu bedöma vilka konsekvenserna blir för euroområdet som helhet och för Sverige av att Grekland inte fullföljer betalningarna till sina långgivare.

Förhandlingarna mellan Grekland och dess långgivare strandade efter att den grekiska regeringen beslutat att hålla en folkomröstning den 5 juli om hur landet ska ställa sig till långgivarnas bud. Greklands begäran om en tillfällig förlängning av stödprogrammet till dess att folkomröstningen genomförts beviljades inte, varpå stödprogrammet löpte ut den 30 juni. Juni månads återbetalningar till IMF har inte genomförts. *De prognoser som presenteras i denna rapport bygger på att händelseutvecklingen i Grekland inte förhindrar övriga euroområdets återhämtning, men de senaste dagarnas utveckling har ökat osäkerheten i prognoserna.*

ECB-stöd en viktig faktor för utvecklingen framöver

ECB upphörde i februari i år att godta grekiska statsobligationer som säkerhet för ordinarie ECB-lån. De grekiska bankerna har sedan dess varit beroende av nödlikviditet inom ramen för ELA (Emergency Liquidity Assistance). För ELA ställs det lägre krav på säkerhetens kreditkvalitet. I takt med att bankkuttagen successivt ökat har nivån på likviditetsstödet gradvis höjts. När det stod klart att förhandlingarna strandat och att stödprogrammet skulle löpa ut beslutade ECB att frysa nivån på ELA. Därmed täcker inte ECB upp för utflöden som skett sedan 26 juni. För att förhindra en kollaps av det grekiska banksystemet beslöt den grekiska regeringen att hålla landets banker stängda fram till folkomröstningen genomförts samt införa kapitalkontroller i form av begränsningar av uttag och utlandsöverföringar. För att kunna hantera fortsatta uttag, är de grekiska bankerna alltjämt beroende av likviditetsstöd.

Det finns många frågetecken kring folkomröstningen. Oavsett utfall finns risk för stor politisk turbulens och ett grekiskt utträde ur valutaunionen kan inte uteslutas. Rättsläget kring detta är dock oklart då medlemskap i eurosamarbetet enligt EU-fördragen är oåterkalleligt.

Konsekvenserna av en grekisk konkurs är negativa även om euroområdet nu är bättre rustat

De strandade förhandlingarna mellan Grekland och dess långgivare har lett till ökad osäkerhet på finansiella marknader. Räntedifferensen mellan de perifera euroländerna

och kärnländerna har ökat. Euron har försvagats något mot övriga stora valutor och börserna har fallit globalt. Marknadsrörelserna har dock hittills varit förhållandevis måttliga givet det kritiska läget för Grekland. Utvecklingen på längre sikt är svår att bedöma. Återhämtningen i euroområdet har fått alltmer fäste och breddats. Men vid en grekisk statskonkurs och eventuellt euroutråde är det troligt att förtroendet för den ekonomiska utvecklingen försämras och att effekterna blir mer allvarliga. Samtidigt har ekonomisk-politiska åtgärder gjort att euroområdet är bättre rustat idag än för några år sedan för att hantera en grekisk konkurs och eventuella spridningseffekter.

Potentiell påverkan på Sverige

De direkta effekterna på Sverige av en grekisk konkurs och eventuella följd effekter, inklusive utträde ur valutaunionen, skulle sannolikt bli små. Handeln med Grekland är begränsad och svenska bankers exponering mot grekiska hushåll och företag är liten. Svenska staten har inte heller deltagit i låneprogrammen till Grekland annat än genom vår del i IMF. Däremot kan de indirekta effekterna från en sämre utveckling i euroområdet bli mer allvarliga. En försämrad ekonomisk utveckling i euroområdet påverkar svensk ekonomi negativt genom lägre exportefterfrågan. I ett sådant läge riskerar även förtroendet hos svenska hushåll och företag att sjunka, vilket i sin tur leder till ett lägre resursutnyttjande och lägre inflationstryck.

Utöver detta är utvecklingen av kronans växelkurs mycket osäker. Vid tidigare stora kriser har kronan tenderat att försvagas som följd av att den, i egenskap av liten valuta, förknippats med högre osäkerhet och risk. I ett sådant läge dämpas de negativa effekterna på export och inflation. Men det är också tänkbart att Sverige och den svenska kronan anses vara en säkrare investering i händelse av en kraftig försvagning av euron. Då uppkommer motsatt effekt där dyrare svenska exportvaror och billigare importvaror tynger tillväxt och inflation ytterligare.¹⁶

¹⁶ För en mer utförlig diskussion om växelkursens betydelse, se till exempel kapitel 2 i *Penningpolitisk rapport Juli 2013*, Sveriges riksbank.

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporäntepronos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2015 kv2	2015 kv3	2015 kv4	2016 kv3	2017 kv3	2018 kv3
Reporänta	-0,3	-0,4 (-0,3)	-0,4 (-0,3)	-0,3 (-0,2)	0,3 (0,4)	0,8

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

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

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2014	2015	2016	2017
Reporänta	0,5	-0,3 (-0,2)	-0,3 (-0,2)	0,2 (0,3)
10-årsränta	1,8	0,9 (0,5)	1,8 (1,4)	2,7 (2,4)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	106,7	113,0 (114,1)	110,1 (110,5)	106,3 (106,4)
Offentligt finansiellt sparande*	-1,9	-1,4 (-1,3)	-0,7 (-0,7)	-0,4 (-0,5)

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen enligt IMF. Konjunkturinstitutet uppdaterar vikterna för kronindexet KIX i början av varje år, med tre års eftersläpning. Siffrorna i tabellen är baserade på nya KIX-vikter för 2012 som används för 2015 och ett antagande om att vikterna under kommande prognosår kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de tidigare fem åren.

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

	2014	2015	2016	2017
Styrränta i omvärlden, procent	0,2	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,4 (0,4)
Råoljepris, USD/fat Brent	99,6	62,3 (59,8)	68,4 (66,2)	70,8 (69,3)
Svensk exportmarknad	2,7	2,6 (3,9)	5,0 (5,6)	5,4 (5,9)

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

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

Tabell 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 6. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2014	2015	2016	2017
Folkmängd, 16–64 år	0,7	0,9 (0,9)	1,2 (1,1)	1,2 (1,1)
Potentiellt arbetade timmar	0,7	0,8 (0,6)	0,8 (0,7)	0,9 (0,6)
BNP, kalenderkorrigerad	2,4	2,6 (2,9)	3,3 (3,2)	2,9 (2,9)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,8	1,1 (1,2)	1,5 (1,4)	1,3 (1,1)
Sysselsatta, 15–74 år	1,4	1,4 (1,4)	1,4 (1,3)	1,2 (1,2)
Arbetskraft, 15–74 år	1,3	1,1 (1,0)	1,0 (0,8)	0,9 (0,8)
Arbetslöshet, 15–74 år*	7,9	7,7 (7,6)	7,3 (7,2)	7,0 (6,9)

* Procent av arbetskraften

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

	2014	2015	2016	2017
Timlön, KL	2,8	2,6 (2,9)	3,2 (3,4)	3,4 (3,5)
Timlön, NR	1,8	2,8 (3,0)	3,3 (3,5)	3,6 (3,7)
Arbetsgivaravgifter*	0,1	0,3 (0,3)	0,5 (0,5)	0,0 (0,0)
Arbetskostnad per timme, NR	1,9	3,2 (3,3)	3,8 (4,0)	3,6 (3,7)
Produktivitet	0,6	1,5 (1,7)	1,8 (1,8)	1,6 (1,8)
Arbetskostnad per producerad enhet	1,4	1,6 (1,6)	2,0 (2,2)	1,9 (1,9)

* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Sveriges riksbank
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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



MIX
Pepper från
ansvarfulla källor
FSC® C113148

PRODUKTION: SVERIGES RIKSBANK. TRYCK: TMG STHLM AB

ISSN 1654-1049 (tryckt)

ISSN 2000-1932 (online)