



Penningpolitisk rapport

Februari 2016

Penningpolitisk rapport

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

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

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

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 10 februari 2016. Rapporten i PDF-format och mer information om Riksbanken finns tillgänglig på Riksbankens webbplats 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 realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bland annat en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Denna så kallade räntebana är en prognos, inte ett löfte.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan och eventuellt vilka andra kompletterande åtgärder som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att penningpolitiken anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.
- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i de penningpolitiska besluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.
- I vissa lägen, som under den finansiella krisen 2008–2009, kan reporäntan och räntebanan behöva kompletteras med andra åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten och säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt.
- Riksbanken strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig, begriplig och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

BESLUTSPROCESSEN

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

PRESENTATION AV PENNINGPOLITISKT BESLUT

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

Innehåll

- KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar **5**
 - Stark konjunktur men längre period med låg inflation **5**
 - Den aktuella penningpolitiken **7**
 - Osäkerhet och risker **10**
 - Scenario: Risker med en snabb förstärkning av kronan i en låginflationsmiljö **13**
 - Fördjupning: Vad säger inflationsförväntningarna? **14**
- KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden **16**
 - Penningpolitik och statsobligationsräntor **16**
 - Globala tillgångspriser **17**
 - Valutamarknaden **18**
 - Den finansiella situationen för företag och hushåll **19**
- KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget **20**
 - Inflation **20**
 - Global och svensk konjunktur **21**
- KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna **25**
 - Omvärlden **25**
 - Sverige **28**
 - Fördjupning: Varför har råvarupriserna fallit och vad får det för konsekvenser? **34**
- Tabeller **36**

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Konjunkturen fortsätter att stärkas och resursutnyttjandet bedöms nu vara nära normalt. Men oväntat låga inflationsutfall tillsammans med lägre energipriser och låga hyresökningar innebär att inflationen bedöms bli lägre under 2016 jämfört med prognosen i december. Även om inflationen väntas stabiliseras runt inflationsmålet under 2017 innebär nedrevideringen 2016 att perioden med låg inflation blir ännu längre. Detta ökar risken för att förtroendet för inflationsmålet försvagas och därmed också för att inflationen inte stiger mot målet som förväntat. Osäkerheten om den globala utvecklingen är därtill fortsatt stor, med låg inflation och flera centralbanker som bedriver mer expansiv penningpolitik. För att ge stöd åt inflationen så att den stiger och stabiliseras runt 2 procent 2017 behöver penningpolitiken därför bli ännu mer expansiv och direktionen har beslutat att sänka reporäntan till -0,50 procent. Köpen av statsobligationer fortsätter enligt den plan som beslutades i oktober och direktionen har även beslutat att tills vidare återinvestera förfall och kuponger på statsobligationsportföljen. Det finns en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, om det behövs för att värna förtroendet för inflationsmålet.

Starkare konjunktur men längre period med låg inflation

Sedan årsskiftet har osäkerheten på de finansiella marknaderna tilltagit. Globala börser har fallit sedan mitten av december. Nedgången inleddes på den kinesiska börser, vilket framför allt kopplades till marknadernas förnyade oro över utvecklingen i den kinesiska ekonomin. Osäkerheten har smittat av sig till andra marknader och förstärkts den senaste tiden till följd av en oro för den globala konjunkturen. Även om konjunkturutsikterna i omvärlden har försvagats något jämfört med prognosen i december antas återhämtningen fortsätta i de mer utvecklade ekonomierna, som är viktiga för svensk handel. Uttryckt i KIX-viktad BNP, där de länder som har störst betydelse för svensk ekonomi ingår, väntas tillväxten i omvärlden stiga från cirka 2 procent 2015 och 2016 till 2,5 procent de följande två åren.

Inflationen i omvärlden är fortsatt låg. Det förnyade prisfallet på olja, men också på andra råvaror, bidrar till att inflationen hos många av Sveriges viktigaste handelspartners inte stiger som väntat utan ligger kvar på nuvarande nivå de närmaste kvartalen.

Mycket expansiv penningpolitik i omvärlden

Penningpolitiken i omvärlden är fortsatt mycket expansiv. I USA höjde Federal Reserve visserligen styrrentan i december men signalerade också att framtida höjningar förväntas ske långsamt. ECB har kommunicerat att det kan komma ytterligare penningpolitiska åtgärder vid räntemötet i mars och Bank of Japan har infört negativ ränta. Den något svagare tillväxten, i kombination med

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Inflationsuppgången är ryckig och inflationen har varit oväntat svag de senaste månaderna. KPIF-inflationen stabiliseras runt 2 procent 2017.
Osäkerheten på de finansiella marknaderna har tilltagit med fallande oljepris och börser. I omvärlden fortsätter återhämtningen men inflationen är låg och penningpolitiken är mycket expansiv.
Den konkurrensvägda växelkursen, KIX, är i stort sett i linje med Riksbankens decemberprognos. En långsam förstärkning väntas framöver.
Fortsatt bred konjunkturförstärkning i Sverige. BNP väntas växa med drygt 3 procent i genomsnitt under prognosperioden.
Inflationsförväntningarna har vänt upp och stabiliserats men perioden med låg inflation blir längre vilket ökar risken för att förtroendet för inflationsmålet försvagas.
Slutsats: mer expansiv penningpolitik för att ge stöd så att inflationen stabiliseras runt 2 procent 2017.

Tabell 1:2.

Viktiga revideringar i prognosen
Inflationsprognosen är nedreviderad under 2016 till följd av lägre utfall, lägre förväntade hyresökningar och energipriser.
Oljepriset har fallit betydligt och jämfört med decemberprognosen bedöms det bli lägre även på sikt, i linje med terminspriseringen. Nedgången bedöms till stor del vara utbudsdriven och innebära positiva BNP-effekter och negativa inflationseffekter – både internationellt och för Sverige.
Tillväxt och inflation i omvärlden är nedreviderad. Penningpolitiken i omvärlden väntas bli något mer expansiv.

sämre inflationsutsikter, gör att penningpolitiken i omvärlden nu bedöms bli något mer expansiv jämfört med bedömningen i december. Sammantaget är dock förutsättningarna för en fortsatt återhämtning i den globala konjunkturen fortfarande goda. Den globala tillväxten och inflationen väntas därför stiga de kommande åren.

Stark utveckling i svensk ekonomi

I Sverige har aktiemarknaden utvecklats svagt men det låga ränteläget bidrar till att de finansiella förhållandena förblir expansiva. Räntorna för hushåll och företag är låga och kredittillväxten är hög. Kronan har i konkurrensvägs termer utvecklats i stort sett i linje med Riksbankens prognos i december.

Utvecklingen i svensk ekonomi är fortsatt stark, understödd av en mycket expansiv penningpolitik (se diagram 1:1 och 1:2). Efterfrågan är bred och indikatorer tyder på att den kommer att fortsätta vara stark. Den starka inhemska efterfrågan och en fortsatt återhämtning i omvärlden medför att svensk BNP växer snabbare än det historiska genomsnittet under de närmaste åren.

Liksom i december väntas flyktinginvandringen bidra till en högre efterfrågan i Sverige. Antalet nya asylsökande har dock minskat kraftigt sedan nya regler införts och det råder fortfarande stor osäkerhet om vilka effekter den ökade flyktinginvandringen kommer att få på svensk ekonomi.

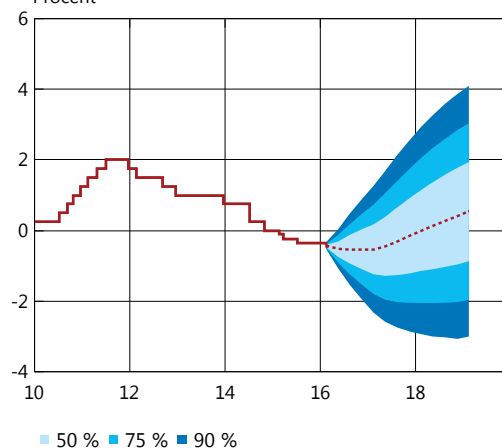
Resursutnyttjandet bedöms nu vara nära normalt och väntas bli högre än normalt under hela prognosperioden även om tillväxten så småningom mattas av. Läget på arbetsmarknaden förbättras snabbt, arbetslösheten sjunker och sysselsättningen stiger. Indikatorer visar att efterfrågan på arbetskraft allttjämt är hög. Liksom i december väntas dock arbetslösheten stiga under senare delen av prognosperioden när fler nyanlända kommer in på arbetsmarknaden.²

Inflationen stabiliseras runt 2 procent 2017

Inflationen mätt med KPI har hållits tillbaka av fallande räntekostnader och är fortsatt låg (se diagram 1:3). KPIF har däremot stigit trendmässigt sedan början av 2014 (se diagram 1:4). Men trots den starka tillväxten och ett resursutnyttjande som är nära normalt har inflationen blivit lägre än väntat de senaste månaderna. Under 2016 medför därtill lägre hyresökningar och energipriser än väntat att inflationsprognosen är nedreviderad större delen av

² För en diskussion om vikten av och osäkerheten kring centrala antaganden om de nyanländas etablering på arbetsmarknaden, se fördjupningen "Osäkra effekter på arbetsmarknaden av den ökade invandringen" i den penningpolitiska rapporten i december 2015.

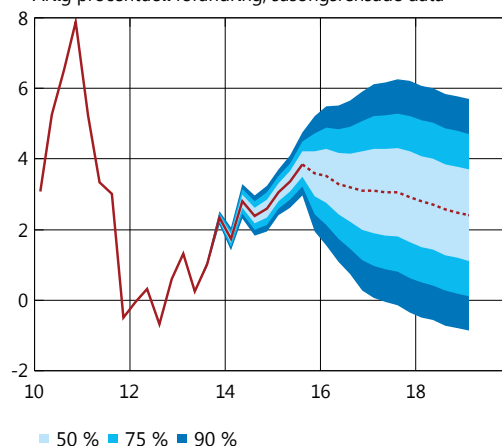
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall
Procent



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

Källa: Riksbanken

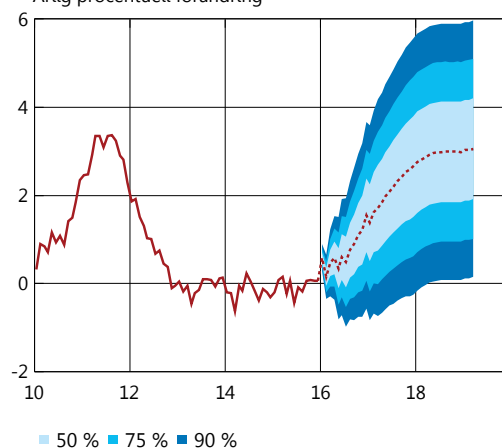
Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data



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. KPI med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

året (se diagram 1:5–1:7). Mot slutet av 2016 väntas KPI- och KPIF-inflationen stiga relativt snabbt. Det beror bland annat på att energipriserna och räntekostnaderna, som tidigare fallit, inte längre dämpar inflationstakten lika mycket. Även om inflationen är nedreviderad det närmaste året bedöms förutsättningarna för stigande inflation kvarstå. Svensk ekonomi växer snabbt och resursutnyttjandet stiger. Med en bättre utveckling i omvärlden och ett högre tryck i svensk ekonomi väntas lönerna öka snabbare och det blir lättare för företagen att höja priserna. Inflationen väntas vara nära 2 procent under 2017. Det fortsätter dock att finnas osäkerhet kring hur snabbt inflationen kan stiga i Sverige.

Den tidigare försvagningen av kronan är en viktig förklaring till att inflationen stigit sedan början av 2014. Sedan december har kronan utvecklats i stort sett i linje med Riksbankens prognos i december. Framöver väntas den ligga kvar ungefär på nuvarande nivå ytterligare en tid innan den stärks i långsam takt (se diagram 1:8).

Den aktuella penningpolitiken

För att värna inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen har penningpolitiken successivt blivit allt mer expansiv. Under 2015 sänkte Riksbanken reporäntan från 0,0 procent till -0,35 procent, justerade ner reporäntebanan, gjorde omfattande köp av statsobligationer och annonserade ytterligare köp under första halvåret 2016.

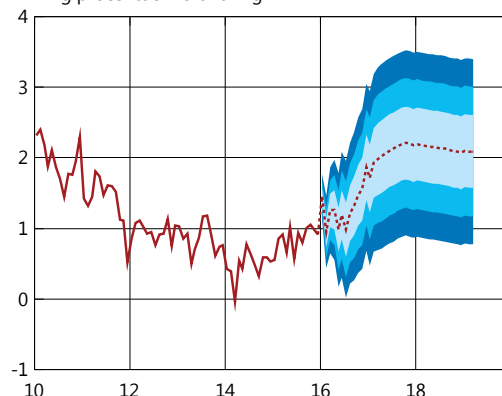
Syftet med denna penningpolitik är att inflationen ska stiga och stabiliseras runt målet på 2 procent, och att inflationsförväntningarna ska hållas förenliga med inflationsmålet. Ett fortsatt högt förtroende för inflationsmålet skapar förutsättningar för en ordnad pris- och lönebildning samt en god ekonomisk utveckling i Sverige.

Viktigt att värna förtroendet för inflationsmålet

Riksbankens mycket expansiva penningpolitik har bidragit till att konjunkturen stärkts, att arbetslösheten sjunkit och att inflationsförväntningarna har vänt upp och stabiliserats (se diagram 1:9). Därtill har inflationen stigit trendmässigt sedan början av 2014. Sedan det penningpolitiska mötet i december har svensk ekonomi sammantagit utvecklats ungefär som förväntat. Men inflationsuppgången är ännu inte på fast mark, vilket illustreras av de senaste månadernas oväntat svaga utfall. Jämfört med i december väntas inflationen nu bli tydligt lägre under 2016. Som i föregående prognos stabiliseras inflationen runt 2 procent under 2017. Men nedrevideringen 2016

Diagram 1:4. KPIF med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring



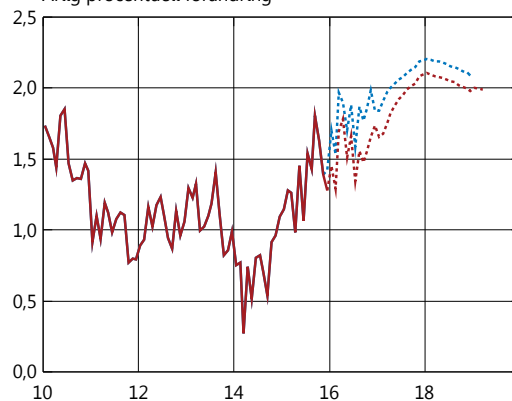
■ 50 % ■ 75 % ■ 90 %

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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:5. KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring



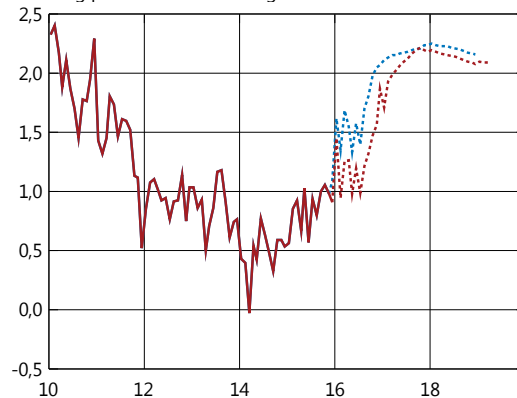
..... Februari
..... December

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:6. KPIF

Årlig procentuell förändring



..... Februari
..... December

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

innebär att perioden med låg inflation blir längre. Därmed ökar också risken för att förtroendet för inflationsmålet försvagas. Och därmed också för att inflationen inte stiger mot målet som förväntat. För att ge stöd åt inflationsuppgången behöver penningpolitiken därför nu bli mer expansiv.

Mot bakgrund av den lägre inflationen och riskerna det för med sig har direktionen beslutat att sänka reporäntan med 0,15 procentenheter till -0,50 procent. Samtidigt justeras reporäntebanan ned (se diagram 1:10). Reporäntan bedöms börja höjas först i mitten av 2017. Köpen av statsobligationer fortsätter enligt den plan som beslutades i oktober. Därmed kommer de totala köpen att uppgå till 200 miljarder kronor vid halvårsskiftet 2016 (se diagram 1:11).³ De kommer då att motsvara cirka 6 procent av BNP och cirka 33 procent av den nuvarande utestående stocken av svenska nominella statsobligationer.⁴ Direktionen har även beslutat att tills vidare återinvestera förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen för att upprätthålla expansiviteten i penningpolitiken.

Penningpolitiken är sammantaget mycket expansiv och kommer att vara så de kommande åren. Exempelvis är den reala reporäntan negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:12).

Olika penningpolitiska alternativ

Det finns argument både för att hålla fast vid den penningpolitik som beslutades i december och för att göra penningpolitiken mer expansiv.

I dagsläget kännetecknas svensk ekonomi av en hög tillväxt och en allt starkare arbetsmarknad. Resursutnyttjandet bedöms vara nära normalt och förväntas bli högre än normalt under prognosperioden. Detta talar för att inflationen borde stiga. Nedrevideringen av inflationsprognosen beror också till stor del på faktorer som inte har så mycket att göra med den underliggande efterfrågedrivna inflationen i svensk ekonomi. Sammantaget skulle detta kunna motivera en oförändrad penningpolitik jämfört med i december.

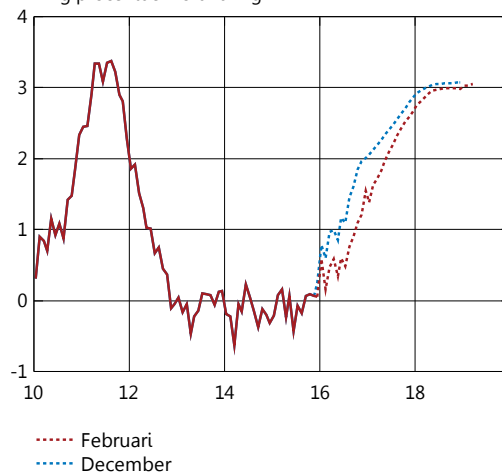
Att inflationen stigit sedan början av 2014 beror dock till stor del på att kronan varit svag och därmed bidragit till att priserna på i huvudsak importerade varor och tjänster stigit. Prisuppgången på i huvudsak in-

³ Då Riksbanken avser att återinvestera kupongbetalningar på innehavet av nominella statsobligationer kommer inte det nominella beloppet att uppgå till exakt 200 miljarder kronor.

⁴ Då marknadsvärdet på obligationerna för närvarande överstiger deras nominella belopp motsvarar de totala köpen av ett nominellt belopp på 200 miljarder kronor ett faktiskt inköpspris på cirka 240 miljarder kronor. Det är detta faktiska inköpspris som används i beräkningarna.

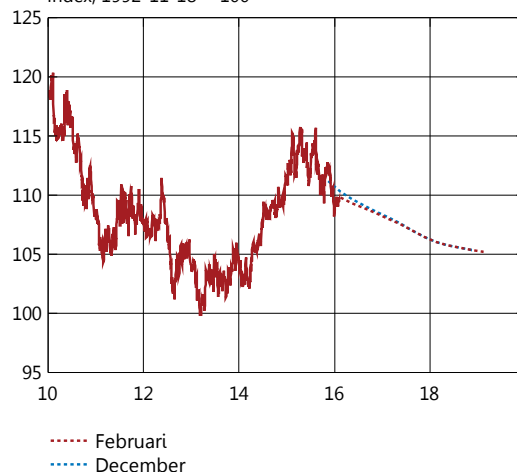
Diagram 1:7. KPI

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

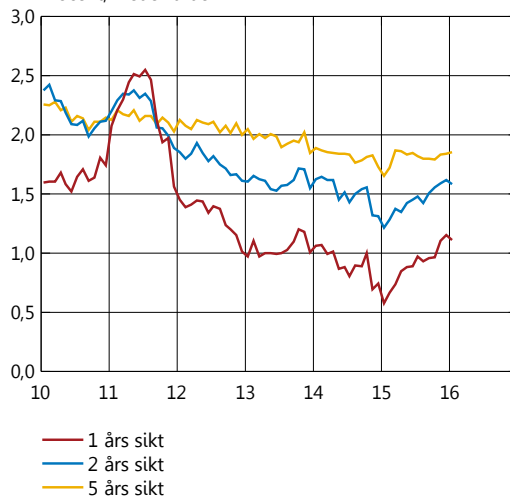
Diagram 1:8. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX
Index, 1992-11-18 = 100



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

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 1:9. Inflationsförväntningar bland penningmarknadens aktörer
Procent, medelvärde



Källa: TNS Sifo Prospera

hemskt producerade varor och tjänster har däremot varit relativt liten. Under 2016 bedöms bidraget till inflationen från den tidigare försvagningen av kronan minska. Därför behöver konjunkturen fortsätta att stärkas så att kostnadstrycket stiger och det blir lättare för företagen att höja priserna.

Att inflationen de senaste åren inte stigit som förväntat är bekymmersamt. Uppgången i inflationen är ryckig och jämfört med i december bedöms den bli betydligt lägre det närmaste året. Det förlänger perioden med låg inflation och därmed ökar risken för att förtroendet för inflationsmålet försvagas. Det talar för en mer expansiv penningpolitik.

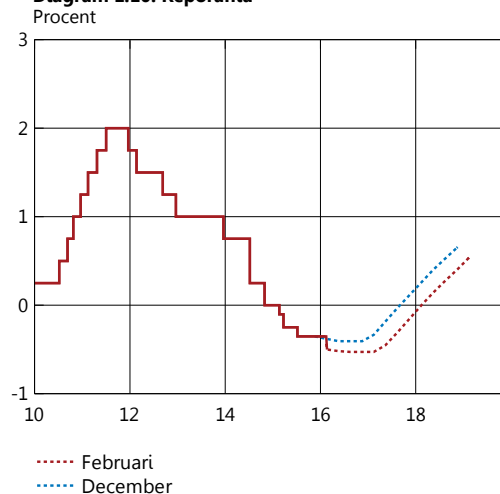
Därtill är osäkerheten kring den internationella konjunkturen alltjämt stor. Inflationen är låg globalt, oljepriiset har fallit och många centralbanker för en mycket expansiv penningpolitik i syfte att få upp inflationen till sina respektive mål. Till exempel har ECB kommunicerat att det kan tänkas komma ytterligare penningpolitiska åtgärder vid räntemötet i mars. Det internationella ränteläget väntas därmed förbli mycket lågt framöver. En mer expansiv penningpolitik i omvärlden kan påverka kronans växelkurs. Om kronan stärks tydligt snabbare än i prognosen kan det leda till att priserna på importerade varor och tjänster ökar långsammare och till att efterfrågan på svensk export blir lägre. En sådan utveckling skulle göra det svårare för Riksbanken att få upp inflationen och stabilisera den runt 2 procent (se scenariot "Risker med en snabb förstärkning av kronan i en låginflationsmiljö"). Även detta talar för att penningpolitiken behöver bli mer expansiv.

Det finns alltså argument både för att hålla fast vid den penningpolitik som beslutades i december och för att göra penningpolitiken mer expansiv. Direktionens bedömning är att riskerna med en oförändrad politik är större och att penningpolitiken därför nu behöver bli mer expansiv.

Beredskap att göra mer

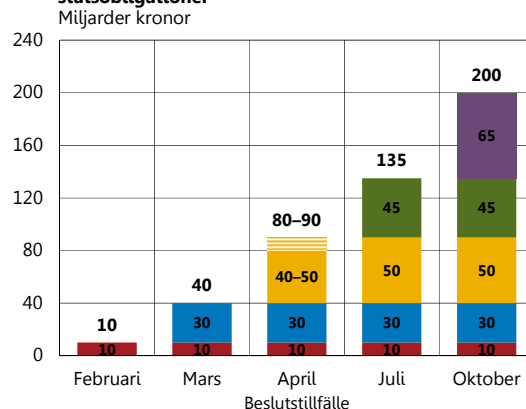
Direktionen har en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv, även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena, om det behövs för att värna förtroendet för inflationsmålet. Inflationen bedöms stiga under prognosperioden. Men uppgången väntas vara fortsatt ryckig och det kan komma överraskningar längs vägen. Om, och i så fall hur, penningpolitiken då reagerar beror på vad som orsakar sådana överraskningar och hur de bedöms påverka inflationsutsikterna. Det viktiga för penningpolitiken är att inflationen

Diagram 1:10. Reporänta



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

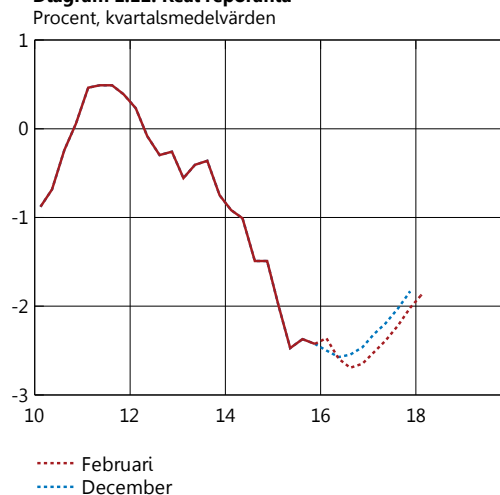
Diagram 1:11. Riksbankens beslutade köp av statsobligationer



Anm. Köpen av statsobligationer kommer att pågå till och med första halvåret 2016. Då Riksbanken avser att återinvestera kupongbetalningar på innehavet av nominella statsobligationer kommer inte det nominella beloppet att uppgå till exakt 200 miljarder kronor.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:12. Real reporänta



Anm. Den reala reporäntan är beräknad som ett medelvärde av Riksbankens reporänteprognos för de kommande fyra kvartalen minus inflationsprognosen (KPIF) för motsvarande period.

Källor: SCB och Riksbanken

trendmässigt närmar sig målet och att förtroendet för inflationsmålet inte försvagas.

Den fortsatt höga beredskapen att göra penningpolitiken ännu mer expansiv innebär att direktiven är redo att agera även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena. Det finns fortfarande möjligheter att sänka reporäntan ytterligare, vilket avspeglas i reporäntebanan. Riksbanken analyserar också om det i det penningpolitiska styrsystemet går att vidta andra åtgärder för att understödja reporäntesänkningarna. Därtill kan köpen av värdepapper utökas, till exempel genom köp av nominella och reala statsobligationer. Riksbanken står samtidigt beredd att intervensera på valutamarknaden, om kronan stärks så snabbt att det hotar inflationsuppgången. Möjligheten finns också att lansera ett program för utlåning till företag via bankerna, även om företagens goda finansieringsmöjligheter inte talar för att det behövs i dagsläget.

Osäkerhet och risker

Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra. Detta illustreras på ett övergripande sätt av osäkerhetsintervallen runt prognoserna i diagram 1:1–1:4. Riksbankens prognoser är gjorda så att riskerna för sämre utfall i princip ska vara lika stora som riskerna för bättre utfall. Det är dock svårt att sifferfatta osäkerhet och risker. Därför kan man i den penningpolitiska avvägningen behöva ta speciell hänsyn till vissa risker som bedöms kunna få särskilt stora konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen.

Osäkerhet kring inflationsprognosen

Den nedreviderade inflationsprognosen illustrerar att det är fortsatt osäkert hur snabbt inflationen kommer att stiga till 2 procent. Eftersom utvecklingen av kostnader och priser beror på flera utländska och inhemska faktorer finns det många källor till osäkerhet i prognosen. Den senaste tiden har det varit stora nedgångar på världens aktiemarknader. Utvecklingen kopplas till stor del till oron för en hårdlandning i den kinesiska ekonomin, men kan också vara ett tecken på en kraftigare försvagning av konjunkturen globalt. Stora börsfall riskerar leda till minskade förmögenheter och försvagat förtroende bland hushåll och företag vilket i förlängningen kan få negativa effekter på realekonomin. Om det skulle ske en kraftig inbromsning i den kinesiska ekonomin eller om återhämtningen i omvärlden blir svagare än väntat skulle det få konsekvenser även för den svenska tillväxten. I ett

Valutainterventioner som en kompletterande penningpolitisk åtgärd

Riksbanken har inget mål för kronans växelkurs, men en för tidig och snabb förstärkning av växelkursen kan hota inflationsuppgången i ett läge när inflationen har varit låg under en längre tid. Det skulle kunna försvaga förtroendet för inflationsmålet, vilket är bekymmersamt då det skapar instabilitet och osäkerhet i ekonomin.

Den 4 januari fattade direktiven ett delegeringsbeslut för att omedelbart kunna intervensera på valutamarknaden som en kompletterande penningpolitisk åtgärd. Tidsperioden för delegeringen förlängdes vid ett extrainsatt penningpolitiskt möte den 19 januari och vid det ordinarie penningpolitiska mötet i februari. Delegeringsmandatet löper nu till det ordinarie penningpolitiska mötet i juli och används i det fall beslut av hela direktiven inte kan avvaktas.

I praktiken skulle en valutaintervention innebära att Riksbanken säljer svenska kronor mot de viktigaste utländska valutorna. De utländska tillgångar som i sådana fall köps ingår sedan i valutareserven. Köpen betalas genom att Riksbanken skapar nya pengar, på liknande sätt som när Riksbanken köper statsobligationer. Riksbanken har därför i princip obegränsade möjligheter att intervensera i syfte att avvärja allvarliga hot mot inflationsuppgången. Detta i kontrast mot interventioner som sker i syfte att dämpa inflationen, då valutareserven används för att köpa kronor. Då utgör valutareservens storlek en övre gräns för interventionerna.

scenario där omvärlden växer betydligt långsammare än förväntat kan efterfrågan på svensk export komma att dämpas påtagligt, och förtroendet bland svenska företag och hushåll kan försämrast. Då finns risken att arbetslösheten stiger och att inflationen i Sverige blir ännu lägre.

Även kronans utveckling är osäker. Om kronan skulle förstärkas snabbare än i prognosen dämpar detta inflationen och gör det svårare att stabilisera den runt målet (se scenariot "Risker med en snabb förstärkning av kronan i en låginflationsmiljö").

Om inflationsutsikterna skulle försämrast påtagligt och förtroendet för inflationsmålet hotas kan penningpolitiken behöva bli ännu mer expansiv. Beredskapen att i så fall agera är hög. Givet den allmänt sett goda ekonomiska utvecklingen finns det också faktorer som skulle kunna leda till att inflationen stiger snabbare än väntat. Men inflationen har underskridit målet under lång tid och om inflationen tillfälligt skulle överstiga målet mer än i Riksbankens prognos behöver detta inte innebära att penningpolitiken görs mindre expansiv.

Risker med låg inflation

Långa perioder där inflationen avviker från målet riskerar att påverka de långsiktiga inflationsförväntningarna negativt, vilket försvårar penningpolitikens möjligheter att stabilisera inflationen vid inflationsmålet. Alltför låg inflation och fallande inflationsförväntningar riskerar att skapa instabilitet och osäkerhet i ekonomin. Utan ett riktmärke för pris- och lönebildning blir det svårare för hushåll och företag att fatta ekonomiska beslut. Till exempel får enskilda företag svårt att bedöma hur de egna kostnaderna och intäkterna kommer att utvecklas, vilket kan påverka investeringar och nyanställningar negativt. Det påverkar i förlängningen den ekonomiska aktiviteten i hela ekonomin negativt.

En låg inflation försvårar också anpassningar av reallöner, vilket kan medföra högre arbetslöshet. En lång period med låg inflation medför dessutom att den nominella räntan kommer att vara låg under längre tid än vad som annars är fallet. Detta ökar riskerna som är förknippade med låg ränta och tydliggör behovet av att få upp inflationen.

Risker med låga räntor

Den expansiva penningpolitiken i Sverige och andra länder behövs för att stimulera den ekonomiska tillväxten och motverka riskerna med för låg inflation. Det låga ränteläget kan dock också medföra en ökad sårbarhet i det finansiella systemet om det leder till att tillgångar

överbärdas och olika typer av risker inte prissätts fullt ut.⁵ Enligt Riksbankens analys är värderingarna på flera tillgångsmarknader höga i ett historiskt perspektiv. Detta gäller framför allt bostadsmarknaden.

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

Det låga ränteläget bidrar även till att bostadspriserna fortsätter att stiga och till att hushållens skulder fortsätter att öka (se diagram 1:13 och 4:12). Liksom i föregående prognos bedöms hushållens skulder som andel av disponibel inkomst stiga till drygt 190 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 1:14). Om det skulle inträffa negativa överraskningar, till exempel att räntor stiger på ett för hushållen oväntat sätt, kan högt skuldsatta hushåll välja att snabbt öka sitt sparande och därmed minska sin konsumtion. I ett sådant scenario kan en ekonomisk inbromsning komma att förstärkas kraftigt, i synnerhet om bostadspriserna dessutom börjar falla.

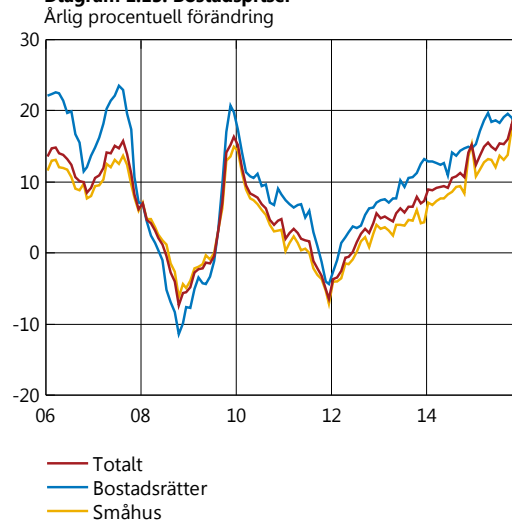
Riskerna med hushållens skuldsättning kvarstår

För att minska riskerna kopplade till hushållens skuldsättning behövs grundläggande reformer på bostadsmarknaden som skapar bättre balans mellan utbud och efterfrågan. Det skulle bromsa uppgången i huspriserna och därmed skuldsättningen. Men det är även viktigt med reformer som minskar hushållens vilja att skuldsätta sig, som ett gradvis minskat ränteavdrag. Ansvaret för sådana reformer vilar på riksdagen och regeringen.

Det är även av största vikt att regeringen och riksdagen ser till att Finansinspektionens mandat för makrotillsyn förtydligas. Finansinspektionen bör självständigt kunna besluta i makrotillsynsfrågor eftersom det är en förutsättning för att det ska vara möjligt att bedriva en effektiv makrotillsyn. När det gäller behovet av makrotillsynsåtgärder anser Riksbanken att ett amorteringskrav är ett steg i rätt riktning, men att det behövs fler åtgärder, exempelvis ett skuldkvotstak.

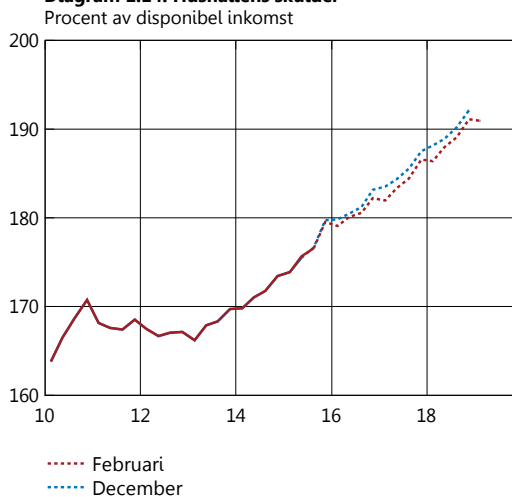
Om inga åtgärder vidtas kommer detta i kombination med det låga ränteläget att öka riskerna ytterligare. Det kan leda till ökade samhällsekonomiska obalanser och i förlängningen bli mycket kostsamt för samhällsekonomin.

Diagram 1:13. Bostadspriser



Källa: Valueguard

Diagram 1:14. Hushållens skulder



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

Källor: SCB och Riksbanken

⁵ Se Finansiell stabilitet 2015:2, Sveriges riksbank.

⁶ Exempelvis obligationer med rörlig kupong. När referensräntan är negativ kan kupongen också bli det. Då ska investeraren betala kupongen till emittenten, istället för att som normalt erhålla kupongräntan. Hittills har undantag gjorts vid negativ ränta.

Scenario: Risker med en snabb förstärkning av kronan i en låginflationsmiljö

Tillväxten i svensk ekonomi är hög och Riksbanken väntar sig att kronan ska stärkas på sikt. Men en snabb förstärkning av kronan i närtid skulle kunna leda till en ännu lägre inflation framöver. Att inflationen har varit låg under en längre tid innebär också att en snabb kronförstärkning skulle kunna få större effekter på inflationen än normalt, via lägre inflationsförväntningar. Ekonomin riskerar då att hamna i ett läge där förtroendet för inflationsmålet mer eller mindre försvinner och den låga inflationen biter sig fast.

Svensk ekonomi växer starkt och olika mått tyder på att resursutnyttjandet nu är nära normalt. Men trots detta stiger inte inflationen som förväntat. Hittills har en stor del av uppgången i inflationen berott på att kronan tidigare har försvagats. Framöver väntas kronan gradvis förstärkas. Men om växelkursen skulle förstärkas snabbt kan inflationen förbli låg under en ännu längre tid. Det finns då en risk för att inflations- och löneförväntningarna påverkas mer än normalt genom att företag och arbetsmarknadens parter kan börja fästa större vikt vid de tidigare låga inflationsutfallen när de sätter löner och priser.⁷ Det leder till att växelkursförstärkningen får större effekt på inflationen än normalt. Det är därför viktigt att inflationen fortsätter att stiga trendmässigt, för att säkra förtroendet för inflationsmålet som nominellt ankare i svensk ekonomi.

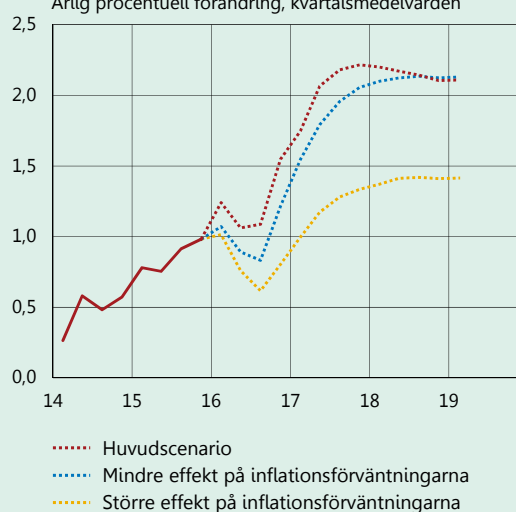
För att belysa riskerna som kan uppstå om penningpolitiken inte skulle reagera vid en snabb förstärkning av växelkursen då inflationen varit låg länge presenteras här två scenarier. I huvudscenariot bedöms kronan förstärkas långsamt de kommande åren, från cirka 110 i nuläget till cirka 105 i början av 2019, enligt det konkurrensviktade indexet KIX (se diagram 1:8). I scenarierna antas att hela denna förstärkning istället sker under första kvartalet 2016. Det skulle betyda att priserna på importerade varor och efterfrågan på svensk export blir betydligt lägre i år än i huvudscenariot. Eftersom den mer inhemskt genererade inflationen fortfarande är låg riskerar det leda till en mycket låg KPIF-inflation.

I det första scenariot antas kronförstärkningen ha en begränsad påverkan på inflationsförväntningarna, enligt normala mönster. Priserna på importerade varor och efterfrågan på svensk export blir lägre än i huvudscenariot. Därmed blir även KPIF-inflationen lägre i närtid och den når upp till två procent först i slutet av 2017 (se blå linje diagram 1:15). I det andra scenariot antar vi istället att den långa perioden av låg inflation leder till att hushåll och företag börjar tro att inflationen kommer att vara låg även i framtiden. Därmed fungerar inflationsmålet allt sämre som riktmärke i ekonomin, och inflationen förblir låg under hela prognosperioden (se gul linje dia-

gram 1:15). Det här riskerar leda till en spiral med allt lägre inflationsförväntningar och ökar riskerna för att trovärdigheten för inflationsmålet blir allt svagare.

Sammanfattningsvis illustrerar scenariot att en snabb växelkursförstärkning innebär en större risk då inflationen varit låg länge. Om penningpolitiken inte skulle reagera skulle det kunna leda till att förtroendet för inflationsmålet blir tydligt lägre eller i värsta fall helt obefintligt. I det fallet kan det bli mycket svårt att få upp inflationen igen och perioden av mycket låga nominella räntor riskerar att förlängas påtagligt. Det innebär inte bara att riskerna förknippade med låga nominella räntor i det finansiella systemet ökar, utan även begränsade möjligheter för penningpolitiken att agera om ekonomin skulle försvagas påtagligt. Ett svagt förtroende för inflationsmålet är bekymmersamt då det skapar instabilitet och osäkerhet i ekonomin. Det blir till exempel svårare för enskilda företag att bedöma hur de egna kostnaderna och intäkterna kommer att utvecklas, vilket kan påverka investeringar och nyanställningar negativt.⁸ Det finns alltså starka skäl för Riksbanken att försvara inflationsmålets trovärdighet.

Diagram 1:15. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



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

⁷ Se till exempel Ehrmann, Michael (2014). "Targeting inflation from below – how do inflation expectations behave?", Working Paper 2014-52, Bank of Canada. Se även fördjupningen "Snabb förstärkning av kronan" i PPR april 2015, Sveriges riksbank.

⁸ Se fördjupningen "Varför är det viktigt att inflationen stiger mot målet?" i PPR juli 2015, Sveriges riksbank.

Fördjupning: Vad säger inflationsförväntningarna?

Förväntningarna om den framtida inflationen är av stor betydelse för Riksbankens penningpolitik. Ett väl förankrat inflationsmål gör det lättare för olika aktörer att fatta välgrundade ekonomiska beslut och lägger grunden för en väl fungerande pris- och lönebildning. De senaste åren har inflationen varit låg och även olika mått på inflationsförväntningarna har sjunkit. För att få inflationen att stiga och för att motverka fallande inflationsförväntningar för Riksbanken en mycket expansiv penningpolitik. Detta bedöms ha bidragit till att inflationen har stigit sedan inledningen av 2014 och till att inflationsförväntningarna har vänt upp sedan början av 2015.

För en penningpolitik med inflationsmål är olika aktörers förväntningar om den framtida inflationen av stor betydelse. Ett väl förankrat inflationsmål gör det lättare för hushåll och företag att fatta välgrundade ekonomiska beslut och bidrar därmed till att öka stabiliteten i ekonomin.⁹ Om allmänheten förväntar sig att Riksbanken ska föra inflationen mot målet på några års sikt påverkas också pris- och lönebildningen så att inflationsmålet blir lättare att uppnå.¹⁰ Inflationsförväntningarna på längre sikt kan ses som ett mått på trovärdigheten för Riksbankens inflationsmål.

De senaste åren har inflationen varit låg och olika mått på inflationsförväntningarna har fallit. Även förväntningarna på längre sikt har blivit lägre. Risken för att dessa ska sjunka ytterligare och göra det svårare att få den faktiska inflationen att stiga har därför varit en av orsakerna till Riksbankens expansiva penningpolitik de senaste åren.

Inflationen, mätt som KPIF, har stigit sedan början av 2014 och sedan början av 2015 har även inflationsförväntningarna vänt upp. Det är främst förväntningarna på kort sikt som har blivit högre men även de långsiktiga förväntningarna har stigit något (se diagram 1:9).

Olika mått på inflationsförväntningar

Inflationsförväntningarna kan inte observeras direkt utan man måste förlita sig på olika typer av mått och bedömningar, såsom enkäter, prissättningen av finansiella instrument och bedömares inflationsprognoser. Alla mått har brister, och enskilda mått måste därför tolkas med försiktighet. Därför analyserar Riksbanken flera olika mått och indikatorer för att bilda sig en uppfattning om hur inflationsförväntningarna utvecklas.

Ett vanligt mått på inflationsförväntningar kommer från enkätundersökningar. På uppdrag av Riksbanken tillfrågar undersökningsföretaget TNS Sifo Prospera olika aktörer om vad de tror att inflationen, mätt med KPI,

kommer att bli om ett, två eller fem år.¹¹ En fördel med enkäter är att frågan direkt handlar om det man försöker mäta. Det är dock osäkert vad svaren egentligen speglar eftersom frågan ställs till en bred grupp aktörer med olika bakgrund och kunskap om inflationsutvecklingen.¹²

Inflationsförväntningarna kan också mätas via finansiella instrument, exempelvis som skillnaden mellan en nominell och en real statsobligationsränta med samma löptid, där den reala obligationen är kopplad till den framtida utvecklingen i KPI (se diagram 1:16).¹³ Fördelen med denna metod är att de olika aktörerna på dessa marknader tar finansiella positioner beroende på vad de tror om inflationen i framtiden. Ett problem med metoden är dock att obligationspriserna även påverkas av investeringspreferenser och olika typer av riskpremier som är svåra att mäta och som kan variera över tiden.¹⁴

Inflationsförväntningarna samvarierar med faktisk inflation

Inflationsförväntningarna är en viktig faktor i pris- och lönebildningen, och påverkar på så sätt hur den faktiska inflationen utvecklas framöver. Men på samma gång påverkar den faktiska inflationen också inflationsförväntningarna, särskilt på kort sikt. Diagram 1:17 visar till exempel att korrelationen mellan den förväntade inflationen på två års sikt enligt Prosperas enkätundersökning och det senaste utfallet för KPI-inflationen är relativt hög. Men diagrammet visar också att inflationsförväntningarna inte är så nära korrelerade med den framtida inflationen.¹⁵

⁹ Se fördjupning "Varför är det viktigt att inflationen stiger mot målet?", Penningpolitisk rapport juli 2015.

¹⁰ Se fördjupning "Samspelet mellan lönebildning, penningpolitik och inflation", Penningpolitisk rapport juli 2014.

¹¹ De grupper som tillfrågas är penningmarknadsaktörer, arbetstagarorganisationer, arbetsgivarorganisationer och inköpschefer inom industri och handel. Konjunkturinstitutet redovisar också hushållens och företagens inflationsförväntningar i Konjunkturbarometern, dessa mäts dock bara på ett års sikt.

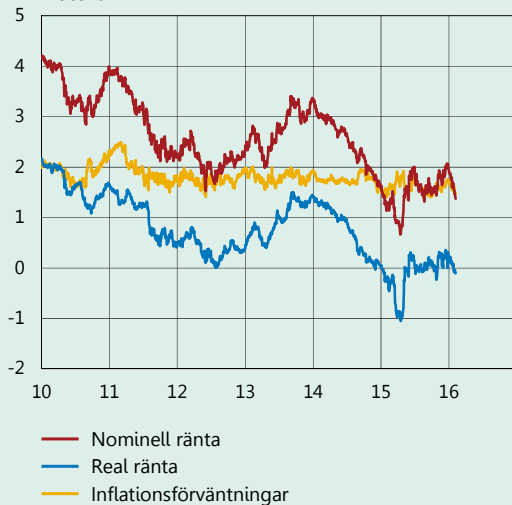
¹² Bland annat argumenterar Jonsson och Österholm (2009) att Prosperas enkätundersökning har brister när det gäller att fånga de sanna inflationsförväntningarna, se "The Properties of Survey-Based Inflation Expectations in Sweden", Working paper Nr 114, Konjunkturinstitutet.

¹³ För mer information se till exempel "Handbok om Statspapper" (2007), Riksgälden, s. 10.
¹⁴ Exempelvis kan de som håller en nominell obligation kräva kompensation för inflationsrisken. Marknaderna för reala och nominella obligationer är också olika likvida. Detta gör att inflationsförväntningar skattade från finansiella instrument även kan innehålla risk- och likviditetspremier. Detta bedöms vara ett större problem i Sverige än i till exempel USA och euroområdet där marknaderna är större.

¹⁵ Jonsson och Österholm (2009) visar att både professionella prognosmakare och enklare autoregressiva modeller gör bättre inflationsprognoser än enkätbaserade inflationsmått, "The Properties of Survey-Based Inflation Expectations in Sweden", Working paper Nr 114, Konjunkturinstitutet.

Inflationsförväntningarna på fem års sikt varierar betydligt mindre än de kortsiktiga förväntningarna och ligger närmare Riksbankens mål på 2 procent. Även dessa mått samvarierar i viss mån med den faktiska inflationen. Förväntningar på längre sikt bör också avspeglar aktörers syn på penningpolitikens möjligheter att uppnå inflationsmålet. De kan därför ses som ett mått på trovärdigheten för Riksbankens inflationsmål.

Diagram 1:16. Långsiktiga inflationsförväntningar enligt obligationsmarknaden
Procent



Anm. Inflationsförväntningarna mäts som skillnaden mellan en nominell och en real statsobligationsränta med samma löptid, där den reala obligationen är kopplad till den framtida utvecklingen i KPI. Skillnaden avspeglar därmed både marknadens inflationsförväntningar och en riskpremie.

Källa: Thomson Reuters och Riksbanken

Färre aktörer tror på höga inflationsutfall framöver

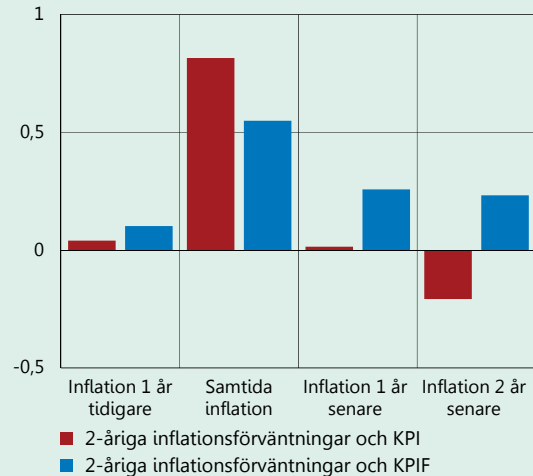
Prosperas enkät ger också en bild av osäkerheten runt inflationsförväntningarna på lång sikt. Diagram 1:18 visar inflationsförväntningarna på fem års sikt enligt penningmarknadens aktörer tillsammans med en övre och nedre gräns där respondenterna ombeds att svara inom vilket intervall de uppskattar att den årliga procentuella förändringen av KPI kommer ligga med 75 procents sannolikhet. Diagrammet belyser att det främst är sannolikheten för höga inflationsutfall som har minskat de senaste åren, medan sannolikheten för låg inflation har varit mer stabil. Detta indikerar att färre aktörer tror att inflationen på sikt kommer att överstiga Riksbankens mål på 2 procent, vilket sannolikt kan kopplas till de senaste årens låga inflation.

Viktigt att inflationsförväntningarna stiger

Trots att det finns brister i de olika måtten på inflationsförväntningar har förväntningarna stor betydelse för

penningpolitiken. Om allt färre aktörer uppger att de tror att inflationen kommer nå målet på 2 procent på fem års sikt är det ett tecken på att trovärdigheten för inflationsmålet har försvagats. Med låga inflationsförväntningar ökar därmed risken för att den faktiska inflationen etablerar sig på en lägre nivå och Riksbankens möjligheter att föra inflationen tillbaka till målet försämras. Detta belyser tydligt vikten av att inflationen stiger.

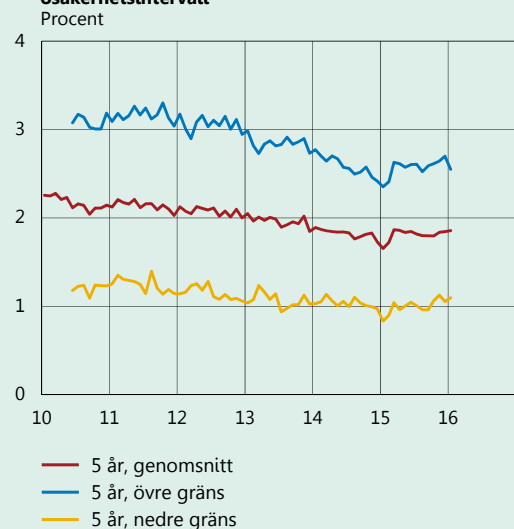
Diagram 1:17. Korrelation mellan 2-åriga inflationsförväntningar och faktisk inflation
Korrelation



Anm. Korrelationen är beräknad mellan inflationsförväntningarna enligt alla aktörer på två års sikt och det senast tillgängliga inflationsutfallet. Normalt skiljer det två månader mellan den månad som enkätundersökningen publiceras i och det senast tillgängliga inflationsutfallet. Korrelationen anger sambandet mellan två variabler, där 1 anger maximalt positivt samband och -1 anger maximalt negativt samband. Data avser första kvartalet 2000 till sista kvartalet 2015.

Källor: TNS Sifo Prospera, SCB och Riksbanken

Diagram 1:18. Inflationsförväntningarna på 5 års sikt samt osäkerhetsintervall
Procent



Anm. Diagrammet avser medelvärden. I undersökningen ombeds respondenterna att svara inom vilket intervall de uppskattar att den årliga procentuella förändringen av konsumentprisindex, KPI, kommer ligga med 75 procents sannolikhet.

Källa: TNS Sifo Prospera

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Sedan december har osäkerheten på de finansiella marknaderna tilltagit och börser har fallit globalt samtidigt som statsobligationsräntorna är lägre. Utvecklingen kan främst förklaras av en förnyad oro kring utvecklingen i Kinas ekonomi och dess effekter på den globala tillväxten. Även fortsatt nedgång i oljepriiset bedöms ha bidragit till ökad osäkerhet. I Sverige har aktiemarknaden utvecklats svagt men det låga ränteläget bidrar till att de finansiella förhållandena förblir expansiva. Räntorna för hushåll och företag är låga och kredittillväxten är hög. Kronan har i konkurrensvägda termer utvecklats i stort sett i linje med Riksbankens prognos i december.

Penningpolitik och statsobligationsräntor

Förväntningar på mer expansiv penningpolitik

Sedan den penningpolitiska rapporten i december har rörelserna på de finansiella marknaderna till stor del utmärkts av ett fallande oljepris och av en nedgång på börserna globalt. Utvecklingen på aktiemarknaderna kan troligen kopplas till en förnyad oro kring utvecklingen i Kinas ekonomi och oro för sämre tillväxtutsikter globalt. Den ökade osäkerheten har bidragit till att marknaderna förväntar sig en mer expansiv penningpolitik (se diagram 2:1).

I Sverige var Riksbankens besked i december att inte ändra reporäntan och reporäntebanan väntat av de finansiella marknaderna. Terminspriserna har dock sjunkit sedan beskedet. Förväntningarna på ytterligare penningpolitiska stimulanser har därmed ökat. Ett skäl till detta är att inflationsutfallet för december blev lägre än väntat.

I USA lämnade Federal Reserve sin styrränta oförändrad i januari efter att man i december för första gången sedan finanskrisen höjt räntan. Beslutet var till stor del väntat av finansiella marknader och terminspriserna hade sjunkit successivt inför mötet.

Tabell 2:1.

Utvecklingen på finansiella marknader sedan den penningpolitiska rapporten i december	
Statsobligationsräntor	Lägre statsobligationsräntor i Sverige och i omvärlden. Ränteskillnaden mot Tyskland är i stort sett oförändrad.
Valutamarknaden	I konkurrensvägda termer har kronan utvecklats i stort sett i linje med Riksbankens prognos.
Aktiemarknaden	Globala börsfall med relativt stora nedgångar även på Stockholmsbörsen.
Räntor till hushåll och företag	Finansmarknadsstatistiken visar att räntorna till hushåll och företag är kvar på mycket låga nivåer.
Kreditväxt	Fortsatt hög kreditväxt bland hushållen. Företagens lån ökar också men i långsammare takt än för hushållen.

Transmissionsmekanismen – från reporäntan till räntor till hushåll och företag

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



Efter beskedet föll terminspriserna något ytterligare och indikerar nu liten sannolikhet för en räntehöjning under 2016.

I euroområdet valde ECB att lämna räntorna oförändrade i januari. Centralbanken meddelade dock att den fortsatt är redo att agera om inflationsutsikterna försämras och att det möjligen kan komma ytterligare åtgärder vid räntemötet i mars. Beslutet var till stor del väntat men terminspriserna föll något efter beskedet vilket kan tolkas som att marknaden väntar sig kommande lättnader i penningpolitiken.

Den japanska centralbanken överraskade däremot marknaden i januari genom att för första gången sänka inlåningsräntan till en negativ nivå. Det är därmed flera centralbanker som nu bedriver en penningpolitik med någon form av negativ ränta.¹⁶

Lägre statsobligationsräntor i Sverige och i omvärlden

Sedan den penningpolitiska rapporten i december har statsobligationsräntorna fallit i såväl Sverige som omvärlden (se diagram 2:2). Nedgången kopplas främst till den ökade osäkerheten på de finansiella marknaderna vilket bedöms ha inneburit en förskjutning i efterfrågan från mer riskfyllda till säkrare tillgångar. En viss del av nedgången i nominella räntor kan också förklaras av det låga oljepriset som har bidragit till att inflationsförväntningarna har fallit.

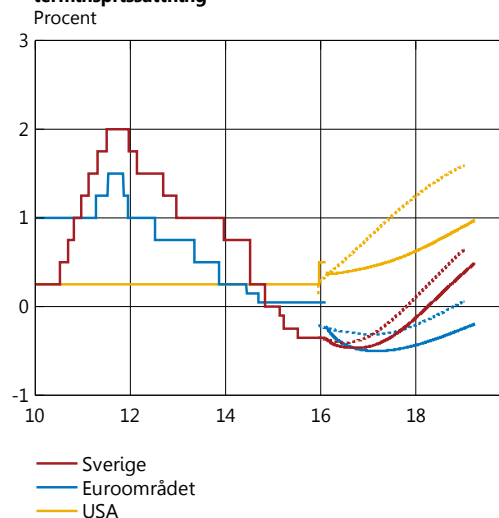
Sammantaget har statsobligationsräntorna med 10 års löptid sjunkit med cirka 0,4 procentenheter i såväl Sverige som Tyskland och USA. Ränteskillnaden mellan Sverige och Tyskland är därmed i stort sett oförändrad sedan den förra penningpolitiska rapporten, även om det tidvis varit stora rörelser i räntorna som har påverkat ränteskillnaden (se diagram 2:3).

Globala tillgångspriser

Global nedgång på börserna

Priserna på börserna har fallit globalt sedan mitten av december. Även den svenska börserna har utvecklats svagt (se diagram 2:4). Nedgången inleddes på den kinesiska börserna, vilket framför allt kopplades till marknadernas förnyade oro över utvecklingen i den kinesiska ekonomin. Även myndigheternas interventioner på aktiemark-

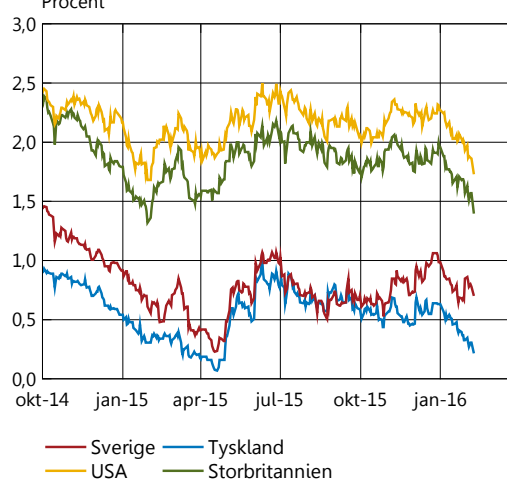
Diagram 2:1. Styrrentor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrrentan (refiränta för euroområdet). Heltäckta linjer är skattade 2016-02-08, streckade linjer 2015-12-14.

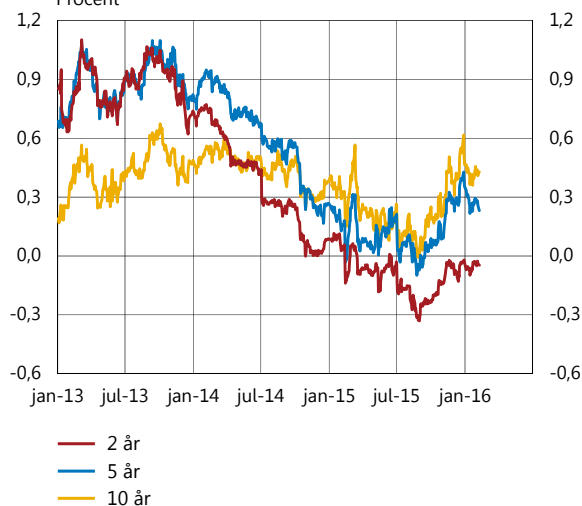
Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid



Källa: Macrobond

Diagram 2:3. Ränteskillnad mot Tyskland



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

Källor: Macrobond, Thomson Reuters och Riksbanken

¹⁶ Liksom centralbankerna i Schweiz och Danmark tillämpar Bank of Japan ett system med skiktade räntor där en del av banksystemets likviditetsöverskott placeras till en numer negativ ränta. I Sverige är reporäntan negativ medan det i euroområdet är inlåningsräntan som är negativ. För närmare beskrivning av ECB:s styrsystem se rutan "Vilken är ECB:s viktigaste styrrenta?" i kapitel 2, Penningpolitisk rapport december 2015.

naden genom till exempel handelsrestriktioner och statliga köp av aktier, bedöms ha bidragit till ökad osäkerhet och förstärkt rörelserna.¹⁷ Osäkerheten har smittat av sig till andra marknader och förstärkts den senaste tiden till följd av en oro för den globala konjunkturen.

Råvarupriserna har fallit och särskilt oljepriset har fortsatt att sjunka (se diagram 4:19). Nedgången bedöms främst bero på att utbudet av olja har ökat. Produktionen i USA och i OPEC-länderna är fortsatt hög samtidigt som Iran återigen tillåts exportera olja efter att sanktionerna mot landet hävts. Prisnedgången bedöms även till viss del bero på att efterfrågan från Kina minskat (se fördjupningen "Varför har råvarupriserna fallit och vad får det för konsekvenser?").

På kreditmarknaden i euroområdet och i USA har ränteskillnaden mellan mer riskfyllda och säkrare tillgångar fortsatt att öka. Utvecklingen kopplas framför allt till den minskade efterfrågan på riskfyllda tillgångar. Därutöver fortsätter nedgången i oljepriset att pressa företagen inom oljeindustrin, vilket har fått räntorna på företagsobligationer inom energibranschen att stiga tydligt det senaste året.

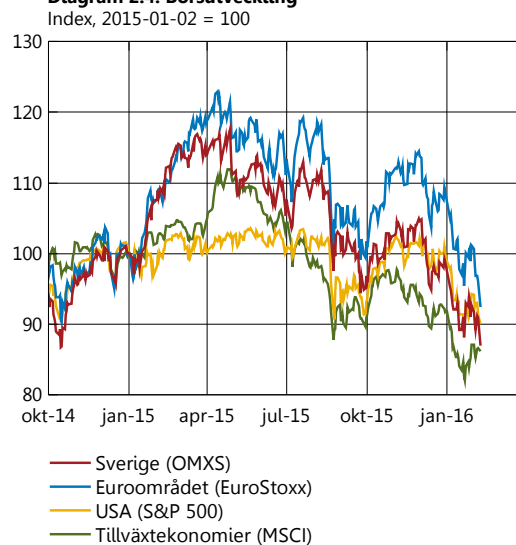
Valutamarknaden

Kronan ungefär i linje med prognos

Under slutet av december stärktes kronan mot euron och dollarn. En orsak till detta var att konjunkturstatistiken indikerade en oväntat stark ekonomisk utveckling i Sverige. Kronförstärkningen bidrog till att Riksbanken den 4 januari annonserade ett delegeringsbeslut om eventuella valutainterventioner för att kunna agera snabbt, då en alltför hastig uppgång i kronan skulle kunna riskera att bryta den påbörjade inflationsuppgången. Efter beslutet har kronan försvagats mot euron och är på ungefär oförändrad nivå mot dollarn (se diagram 2:5).

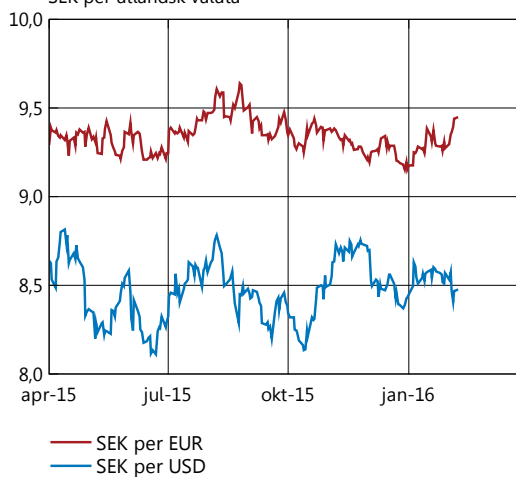
I konkurrensvägda termer har kronan i stort sett utvecklats i linje med Riksbankens prognos i december. Kronan har förstärkts mot brittiska pundet och flertalet råvaruproducerande länders valutor men försvagats mot euron (se diagram 2:6).

Diagram 2:4. Börsutveckling



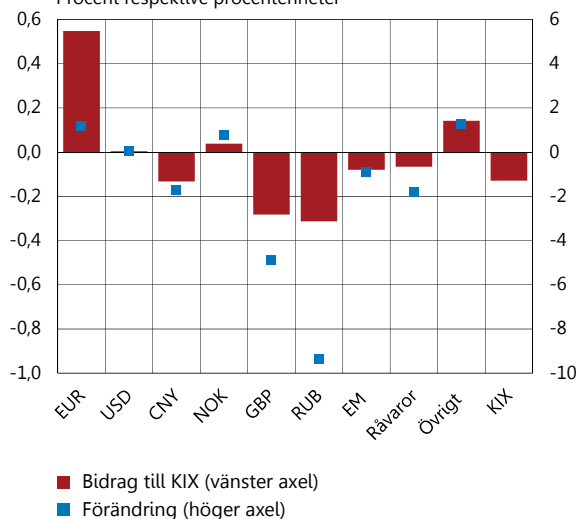
Källor: Macrobond och Thomson Reuters

Diagram 2:5. Kronans utveckling mot euron och dollarn
SEK per utländsk valuta



Källa: Macrobond

Diagram 2:6. Bidrag och förändring i KIX-växelkurser
Procent respektive procentenheter



Anm. Diagrammet visar förändring i KIX och bidrag från olika valutor mellan 2015-12-14 och 2016-02-08. EM avser Brasilien, Indien, Mexiko, Polen, Turkiet och Ungern. Råvaror avser Australien, Kanada och Nya Zeeland. Övrigt avser Danmark, Island, Japan, Schweiz, Sydkorea och Tjeckien.

Källor: Thomson Reuters och Riksbanken

¹⁷ För närmare beskrivning av Kinas aktiemarknad och de restriktioner som tidigare har införts se rutan i kapitel 2 "Vad händer på Kinas finansiella marknader" i den penningpolitiska rapporten i september 2015.

Den finansiella situationen för företag och hushåll

Gynnsamma finansieringsförhållanden

Förutsättningarna för bankernas kreditgivning är fortsatt goda trots den senaste tidens oro på de finansiella marknaderna. Upplåningskostnaderna är låga och bankerna bedöms ha lätt att finansiera sig. Räntan på bostadsobligationer har fallit sedan den penningpolitiska rapporten i december och ränteskillnaden mellan bostadsobligationer och statsobligationer är i stort sett oförändrad.

Företagens finansieringssituation bedöms också vara fortsatt god. Räntorna på nya banklån till icke-finansiella företag ligger kvar på låga nivåer, även om de ökade något i december (se diagram 2:7). Räntorna på emitterade företagsobligationer ökade under 2015, men har sedan december legat kvar på relativt låga nivåer. Den årliga tillväxttakten i upplåningen från banker var i december i stort sett oförändrad jämfört med november medan emissionerna av företagsobligationer minskade något mätt som årlig procentuell förändring. Utvecklingen i båda dessa finansieringskällor är dock positiv sett i ett lite längre tidsperspektiv (se diagram 2:8).

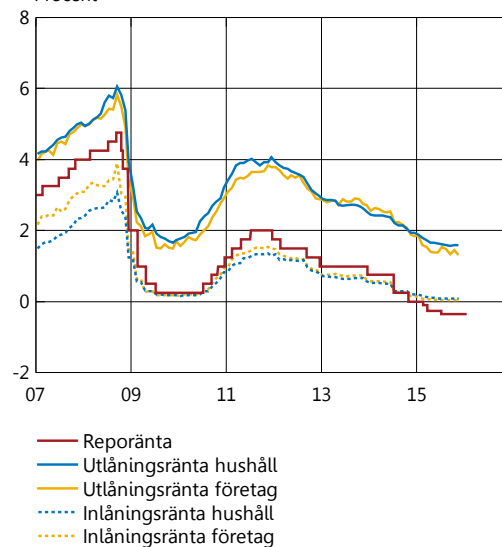
Konjunkturinstitutets barometer visar att företagens möjligheter att få banklån generellt sett är god trots att finansieringsvillkoren för småföretagen blev något sämre i januari. En övervägande majoritet, 85 procent, anser dock att finansieringsvillkoren är ungefär som normalt.

Hushållen fortsätter att låna allt mer

Hushållen fortsätter att låna till mycket låga räntor. Sedan i december har den genomsnittliga bolåneräntan för nya avtal varit i stort sett oförändrad på 1,6 procent (se diagram 2:7). Samtidigt fortsätter hushållens banklån att stiga. I december var den årliga tillväxttakten 7,5 procent. Det är fortsatt bostadslånen som förklarar den relativt höga tillväxttakten. Lån med bostadsrätter som säkerhet ökade med 13,9 procent, uttryckt i årlig tillväxttakt, i december (se diagram 2:9).

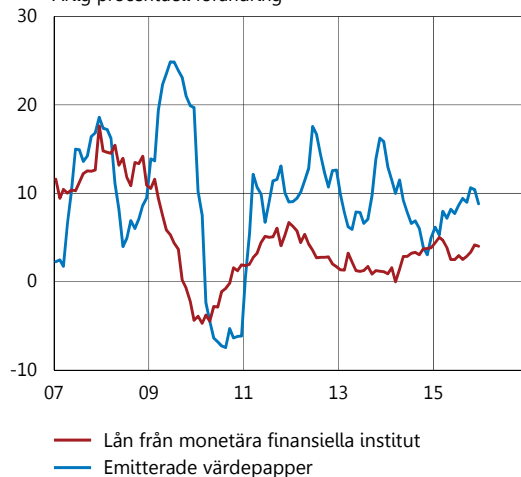
Utvecklingen beror främst på att bostadspriserna fortsätter att stiga. I december ökade bostadspriserna, uttryckt som årlig procentuell förändring, med 14 procent. För bostadsrätter och villor ökade priserna med 18 respektive 12 procent. Enligt SEB:s boprisindikator tror en stor majoritet av hushållen på fortsatt stigande bostadspriser, även om andelen har minskat de senaste månaderna.

Diagram 2:7. Reporänta samt in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal
Procent



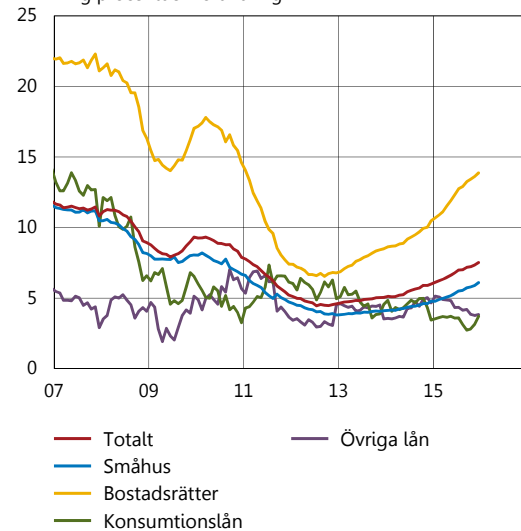
Anm. MFIs genomsnittliga in- och utlåningsränta för hushåll och företag.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:8. Utlåning till icke-finansiella företag
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Diagram 2:9. Utlåning till hushåll, olika ändamål
Årlig procentuell förändring



Anm. Diagrammet visar den årliga tillväxttakten för hushållens lån och tillväxten för lån uppdelad på olika säkerheter.

Källa: SCB

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Bedömningen av det aktuella ekonomiska läget och utvecklingen den närmaste tiden utgör utgångspunkten för prognoserna på lite längre sikt. Under januari har osäkerheten kring den ekonomiska utvecklingen i Kina tilltagit och bidragit till stora kursfall på världens aktiemarknader, samtidigt som råvarupriserna har fortsatt att falla. Sammantaget bedöms återhämtningen ändå fortsätta i många av de utvecklade länderna. Svenskt resursutnyttjande bedöms vara nära normalt och BNP-tillväxten väntas ha varit fortsatt hög mot slutet av 2015 och i början av 2016. Underliggande mått på inflationen fortsätter att utvecklas ryckigt, men väntas vara på ungefär samma nivå under första kvartalet 2016 som under fjärde kvartalet 2015. En svag utveckling i energipriserna fortsätter att dämpa inflationen mätt med KPI och KPIF.

Inflation

Låg inflation ytterligare en tid

Olika mått på den underliggande inflationen, som till exempel KPIF exklusive energi, har stigit trendmässigt sedan början av 2014, även om utvecklingen har varit ryckig (se diagram 3:1). Uppgången beror framför allt på större prisökningar för livsmedel och varor till följd av de senaste årens försvagning av kronan.

I december blev inflationen dock lägre än väntat.

Den årliga ökningstakten i KPIF exklusive energi var 1,3 procent, samtidigt som prisökningstakten enligt KPIF och KPI uppgick till 0,9 respektive 0,1 procent (se diagram 3:2). Priserna utvecklades svagare än väntat framför allt för livsmedel men även för varor och energi. Däremot ökade priserna på tjänster något mer än väntat.

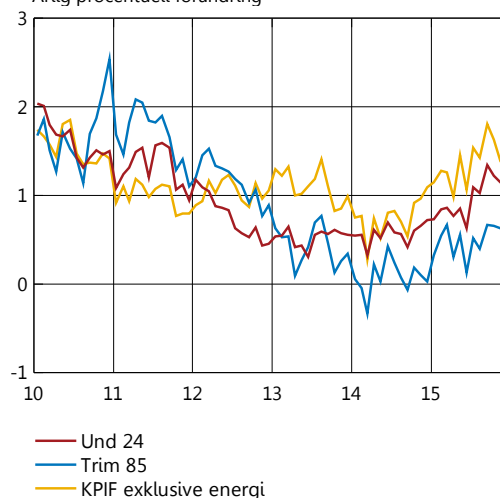
Jämfört med fjärde kvartalet 2015 väntas inflationen det första kvartalet 2016, mätt med KPIF exklusive energi, vara ungefär oförändrad, det vill säga cirka 1,5 procent. Indikatorer tyder på att priserna generellt fortsätter att öka framöver. Enligt Konjunkturbarometern ligger indikatorer för företagets prisförväntningar högre än normalt. Dessutom bidrar högre nätpriser på el, skatthöjningar i januari i form av sänkt subventionsgrad för ROT-tjänster samt en ändrad indexering av energiskatter, till högre inflation 2016. De hittills framförhandlade hyrorna i årets hyresförhandlingar indikerar dock mycket låga hyreshöjningar 2016 (se diagram 3:3). Då hyror är den enskilt största posten i KPI, med en vikt på ungefär 11 procent, har detta en tydligt dämpande effekt på inflationen. Livsmedelspriserna väntas också öka långsammare, bland annat till följd av den senaste tidens svaga utveckling i de internationella råvarupriserna.

Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR december	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 1,1 procent i december.	Svagare än väntat, KPIF-inflationen 0,9 procent i december.
BNP-tillväxten 3,6 procent fjärde kvartalet.	Indikatorer i linje med prognos.
Arbetslösheten 7,0 procent fjärde kvartalet.	Något högre utbud av arbetskraft än väntat fjärde kvartalet, arbetslösheten 7,1 procent.
BNP-tillväxten i euroområdet 1,8 procent fjärde kvartalet.	Indikatorer något svagare än väntat.
BNP-tillväxten i USA 2,0 procent fjärde kvartalet.	Indikatorer svagare än väntat.

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

Diagram 3:1. Mått på underliggande inflation
Årlig procentuell förändring



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

För att sammanfatta informationen från olika indikatorer kan modeller användas. Diagram 3:4 visar en modellprognos för KPIF exklusive energi.¹⁸ När hänsyn tas till den senaste tidens utveckling av priserna i konsument- och producentledet samt till växelkursen förutspår modellen att inflationen i genomsnitt kommer att vara ungefär oförändrad de kommande månaderna. Att modellprognosen för KPIF exklusive energi är något högre än prognosen förklaras av att modellen inte bedöms ta tillräcklig hänsyn till de låga hyreshöjningarna för 2016.

Den senaste tidens oljeprisfall, tillsammans med lägre elpriser, dämpar inflationen mätt med KPI och KPIF ytterligare. Inflationen påverkas både direkt genom lägre priser på oljerelaterade produkter som drivmedel och eldningsolja och indirekt genom lägre produktionskostnader för företag som producerar konsumtionsvaror. KPI-inflationen dämpas också av att hushållens räntekostnader för bostadslån fortsätter att vara låga.

Stigande inflationsförväntningar

De kortsiktiga inflationsförväntningarna har i likhet med den faktiska inflationen varit låga under de senaste åren, men ökade tydligt under 2015 (se fördjupningen "Vad säger inflationsförväntningarna?"). Inflationsförväntningarna på längre sikt ökade något under 2015 efter att ha minskat åren dessförinnan. Enligt Prosperas månadsundersökning för januari har inflationsförväntningarna minskat marginellt på kort sikt och ökat marginellt på lång sikt. På fem års sikt uppgår förväntningarna till 1,9 procent (se diagram 1:9).

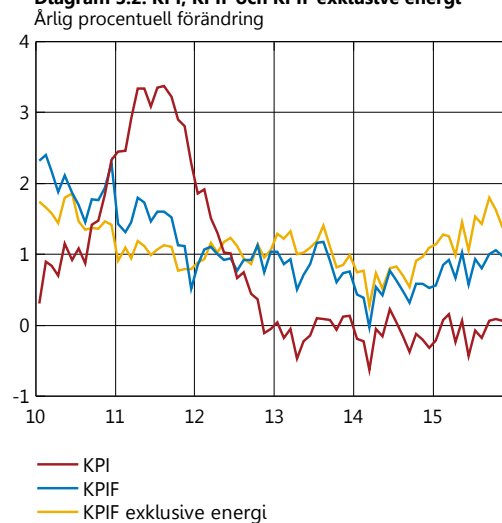
Global och svensk konjunktur

Fortsatt återhämtning i utvecklade länder, men lägre inflation

Osäkerheten kring utsikterna för den kinesiska tillväxten och oro kring eventuella spridningseffekter till den globala ekonomin har bidragit till snabbt fallande kurser på världens aktiemarknader. Utvecklingen bedöms dock ha begränsad påverkan på tillväxten i de utvecklade länderna och indikatorer tyder på att återhämtningen fortsätter (se diagram 3:5).

Under december och januari har också oljepriset fallit kraftigt. Prisnedgången bedöms främst förklaras av utbudsfaktorer, då OPEC har avstått från att minska pro-

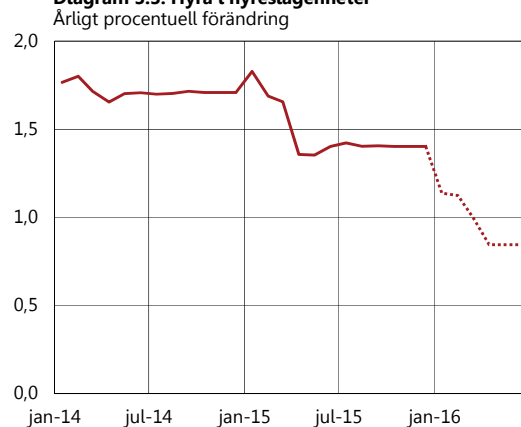
Diagram 3:2. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

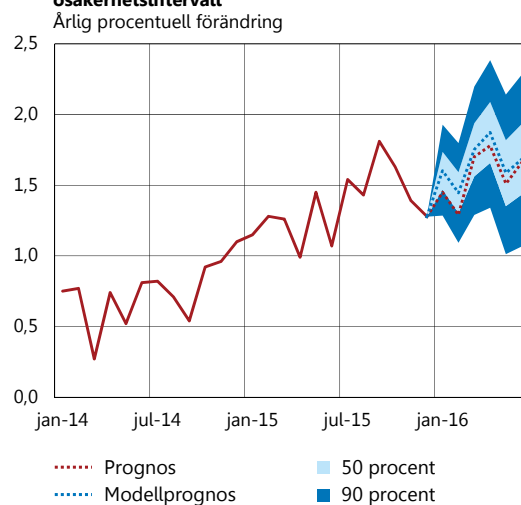
Källa: SCB

Diagram 3:3. Hyra i hyreslägenheter



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:4. Modellprognos KPIF exklusive energi med osäkerhetsintervall



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

Källor: SCB och Riksbanken

¹⁸ Modellen använder tidsserier med månadsdata för producentpriser, växelkurs och råvarupriser för att generera prognoser för KPIF exklusive energi. Till skillnad från modellprognosen som visades i den penningpolitiska rapporten i december inkluderar denna modellprognos de bedömda skatteeffekter som ingår i Riksbankens prognos för KPIF exklusive energi.

duktionen samtidigt som hävda sanktioner mot Iran kan väntas innebära en ytterligare produktionsökning framöver. En svag efterfrågan i tillväxtländerna bedöms i mindre utsträckning ha bidragit till prisfallet. Även om utvecklingen är negativ för tillväxten i de flesta råvaruproducerande länder så bedöms lägre råvarupriser sammantaget bidra till högre tillväxt i utvecklade länder.

I USA uppvisar tillverkningsindustrin svag tillväxt det fjärde kvartalet och i inledningen av 2016, vilket bidrar till lägre tillväxt för den amerikanska ekonomin den närmaste tiden. Nedgången väntas dock vara tillfällig och utvecklingen på arbetsmarknaden och på bostadsmarknaden fortsätter att vara positiv. Även om det fallande oljepriset slår hårt mot oljeproducerande delar av den amerikanska ekonomin så blir hushållens reala inkomster högre och totalt sett väntas det lägre oljepriset bidra positivt till tillväxten.

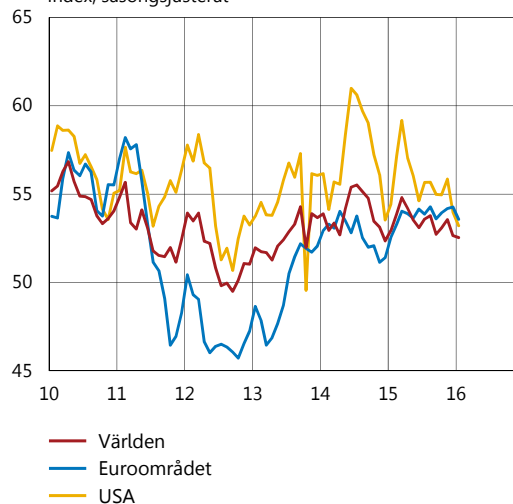
I euroområdet tyder indikatorer på att ekonomin har försvagats något jämfört med tidigare bedömning. Förtroendet bland företag och hushåll bedöms visserligen vara förenligt med en tillväxt något över det historiskt normala, men industriproduktionen har utvecklats oväntat svagt den senaste tiden och investeringarna stagnerade under tredje kvartalet 2015. Detta väntas bidra till att dämpa euroområdets tillväxt något även om positiva effekter från oljepriset delvis motverkar denna effekt.

Inflationen i de utvecklade länderna är fortsatt låg även om en viss uppgång har ägt rum de senaste månaderna, i synnerhet i USA (se diagram 3:6). Samtidigt bidrar den senaste tidens nedgång i oljepriset till att inflationen i de utvecklade länderna väntas stiga i en långsammare takt de närmaste kvartalen jämfört med föregående prognos. I euroområdet har inflationen dessutom varit oväntat låg och det underliggande inflationstrycket är svagare än i tidigare bedömning, faktorer som försvagar inflationsutsikterna ytterligare.

Dämpad efterfrågan i många tillväxtländer

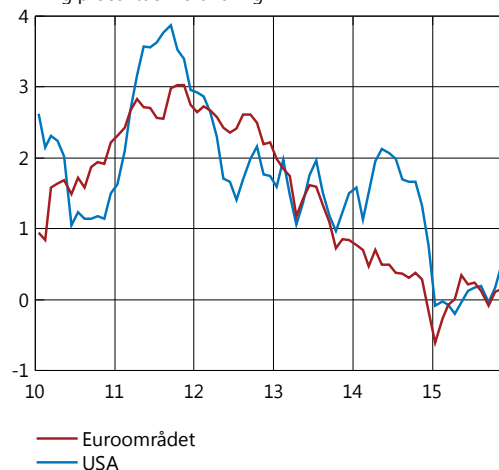
Den pågående ombalanseringen av Kinas ekonomi, och de effekter den får på närliggande ekonomier, fortsätter att dämpa efterfrågan från tillväxtländerna. Utsikterna för Brasilien och Ryssland är också fortsatt mycket svaga och tillväxten i dessa länder väntas bli negativ för helåret 2016. Prisfallet på råvaror förstärker utvecklingen ytterligare och har inneburit att tillväxtutsikterna försämrats. Dessutom har den ryska rubeln försvagats i takt med oljeprisfallet i december och januari vilket talar för en fortsatt hög inflation 2016. Åtstramande finanspolitik och

Diagram 3:5. Inköpschefsindex i omvärlden
Index, säsongsjusterat



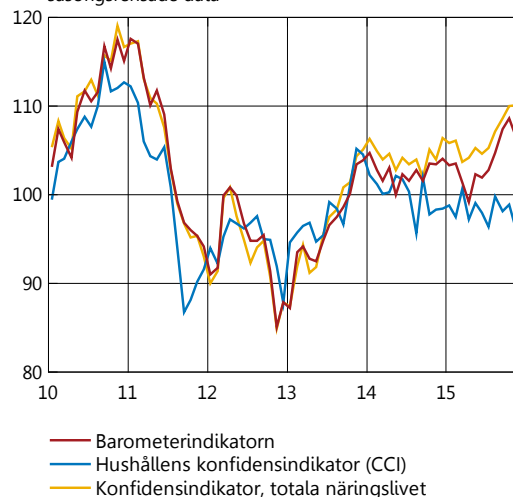
Källa: Markit

Diagram 3:6. Inflation i omvärlden
Årlig procentuell förändring



Anm. För euroområdet visas HIKP och för USA visas KPI.
Källor: Bureau of Labor Statistics och Eurostat

Diagram 3:7. Konfidensindikatorer
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10, säsongrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

penningpolitik till följd av den höga inflationen i båda länderna dämpar tillväxten ytterligare framöver.

Hög svensk tillväxt

Svensk BNP har ökat snabbt det senaste året och den höga tillväxten bedöms ha bestått i slutet av 2015 och inledningen av 2016.

Förtroendet för ekonomin är starkt hos företagen enligt såväl Konjunkturbarometern som inköpschefsindex, samtidigt som hushållen är mindre optimistiska (se diagram 3:7). Att indikatorn för hushållens förtroende understiger sitt historiska genomsnitt avspeglar en pessimism kring utvecklingen för den svenska ekonomin som helhet snarare än den egna ekonomin. Även om detaljhandelns försäljning utvecklades svagt i december bedöms indikatorerna för hushållens konsumtion generellt ligga på nivåer som är förenliga med en historiskt normal tillväxt i konsumtionen det fjärde kvartalet.

Indikatorer tyder vidare på att världshandeln har stabiliserats (se diagram 3:8) och exportorderingen enligt Konjunkturbarometern och inköpschefsindex indikerar sammantaget en tillväxttakt i exporten som är över den historiskt normala (se diagram 3:9).

Effekterna av den senaste tidens omfattande flyktinginvandring bedöms inte helt fångas av tillgängliga indikatorer. Riksbanken antar att den offentliga konsumtionen ökar betydligt snabbare än normalt, och att den i synnerhet gjorde det under fjärde kvartalet 2015.

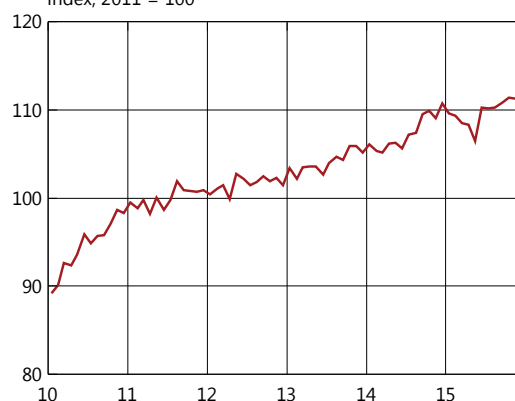
För att sammanfatta informationen i ett stort antal indikatorer för BNP-tillväxten på kort sikt använder Riksbanken olika statistiska modeller. Den slutliga prognosen baseras både på såväl modellbaserade prognoser som på bedömningar av faktorer som inte ingår i modellerna. För det fjärde kvartalet indikerar modellprognoserna sammantaget något lägre tillväxt än prognosen (se diagram 3:10). Avvikelsen förklaras främst av att de indikatorer för tillväxten som ingår i modellerna inte fullt ut bedöms avspegla den ökade flyktinginvandringens positiva effekt på efterfrågan.

Svensk BNP väntas växa med 3,5 och 3,2 procent under sista kvartalet 2015 respektive första kvartalet i år, jämfört med närmast föregående kvartal och uppräknat till årstakt.

Fortsatt stark utveckling på arbetsmarknaden

Arbetsmarknaden har fortsatt att utvecklas starkt och fjärde kvartalet föll arbetslösheten till 7,1 procent (se diagram 3:11). Indikatorer för arbetsmarknadsutvecklingen tyder sammantaget på att efterfrågan på arbetskraft

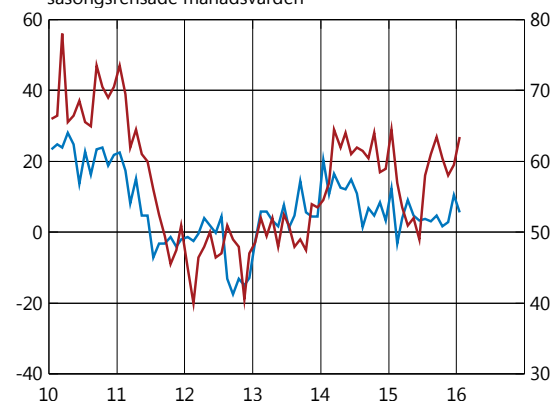
Diagram 3:8. Världshandelsvolym
Index, 2011 = 100



Anm. Avser handel med varor.

Källa: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Diagram 3:9. Exportordergång i tillverkningsindustrin
Nettotala respektive diffusionsindex, säsongrensade månadsvärden

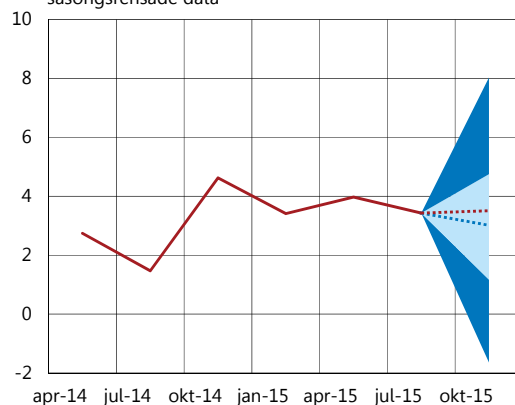


— Konjunkturbarometern (vänster skala)
— Inköpschefsindex (höger skala)

Anm. Diffusionsindex över 50 indikerar tillväxt.

Källor: Konjunkturinstitutet och Swedbank/Silf

Diagram 3:10. Modellprognos BNP med osäkerhetsintervall
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



..... Prognos
..... Modellprognos
■ 50 procent
■ 90 procent

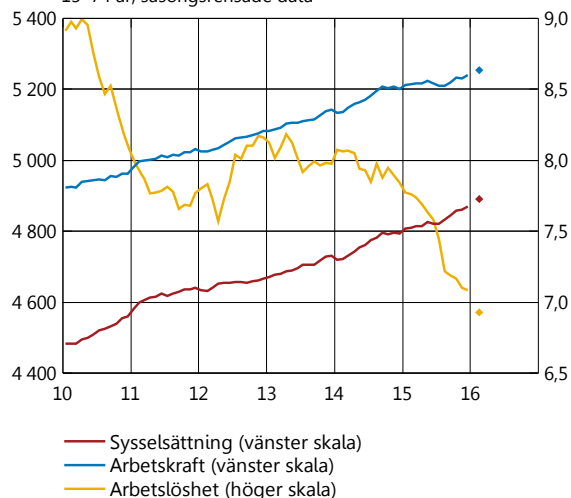
Anm. Modellprognosen är ett medelvärde av prognoser gjorda med olika statistiska modeller som tar hänsyn till månadsstatistik för efterfrågan och produktion samt enkätdata i Konjunkturbarometern och Inköpschefsindex. Osäkerhetsintervallen är baserade på modellernas historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

är fortsatt hög och att antalet sysselsatta fortsätter att stiga framöver. Enligt Konjunkturbarometern är anställningsplanerna alltjämt positiva och SCB:s mått på antalet lediga jobb ligger på en hög nivå, samtidigt som antalet varsel sjönk till en mycket låg nivå i december (se diagram 3:12). Ökad offentlig och privat konsumtion till följd av den ökade flyktinginvandringen bedöms bidra till att antalet sysselsatta växer förhållandevis snabbt den närmaste tiden och till att arbetslösheten sjunker ytterligare.

Riksbanken bedömer att resursutnyttjandet i svensk ekonomi är nära normalt och fortsätter att stiga då BNP och antalet arbetade timmar ökar i något snabbare takt än vad som är historiskt normalt, samtidigt som sysselsättningsgraden stiger och arbetslösheten sjunker. Riksbankens RU-indikator, som är ett sammanfattande mått på en mängd indikatorer för resursutnyttjandet, steg ytterligare under 2015 och är nu nära ett historiskt genomsnitt (se diagram 3:13). Bristen på arbetskraft stiger i såväl näringsliv som offentlig sektor och det tar längre tid för företagen att rekrytera.

Diagram 3:11. Sysselsättning, arbetskraft och arbetslöshet
Tusentals personer respektive procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data

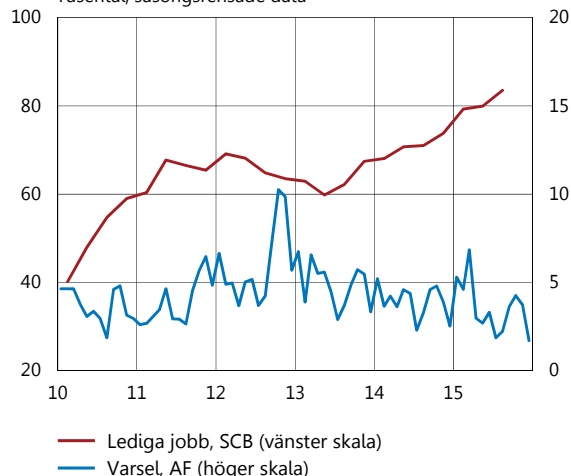


Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Punkten visar prognosen för första kvartalet 2016.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:12. Arbetsmarknadsindikatorer

Tusental, säsongrensade data

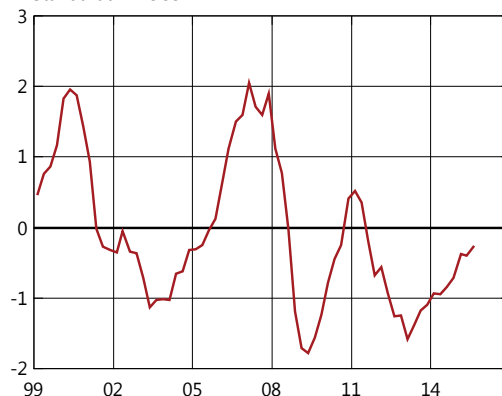


Anm. Lediga jobb är kvartalsdata och varsel är månadsdata.

Källor: Arbetsförmedlingen, SCB och Riksbanken

Diagram 3:13. RU-indikatorn

Standardavvikelse



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

Källa: Riksbanken

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Återhämtningen i den globala ekonomin fortsätter men osäkerheten kring den underliggande styrkan kvarstår. Inflationen i omvärlden stiger men uppgången fördröjs av det förnyade oljeprisfallet. Konjunkturuppgången i Sverige är bred och den expansiva penningpolitiken bidrar till att BNP-tillväxten förblir hög de kommande åren. Läget på arbetsmarknaden fortsätter att förbättras och arbetslösheten sjunker. Den uppåtgående trenden i inflationen hålls på kort sikt tillbaka av fallande energipriser och avtagande effekter från tidigare kronförsvagning. Under senare delen av 2016 stiger inflationen återigen när effekter av tidigare energiprisfall klingar av. Dessutom bidrar ett allt högre resursutnyttjande till att inflationen stiger.

Omvärlden

Måttlig återhämtning i världsekonomin

Efter en tydlig svacka i början av 2015 stärktes världshandeln under andra halvåret i fjol. Sammantaget blev 2015 ett svagt år för såväl handel som industriproduktion. Den globala BNP-tillväxten noterade sin långsammaste utveckling sedan 2009 och klart under det historiska genomsnittet. Inbromsningen i tillväxtekonomierna fortsatte att tynga men samtidigt fortgick återhämtningen i de utvecklade ekonomierna tack vare god inhemsk efterfrågan, framför allt från hushållen. Tillväxten i de utvecklade länderna hämmas dock av svag underliggande produktivitetstillväxt och en ogynnsam demografisk utveckling som innebär att arbetskraften växer långsammare än tidigare.

Ändå finns flera faktorer som talar för att världsekonomin växer något snabbare de närmaste åren. I de utvecklade ekonomierna ligger förtroendeindikatorer för företag och hushåll på nivåer som är förenliga med en relativt god tillväxt. Dessutom innebär det låga oljepriset en stimulans, liksom den fortsatt expansiva penningpolitiken. Vidare väntas efter hand en stabilisering i några av de tillväxtekonomier som nu går igenom djupa recessioner.

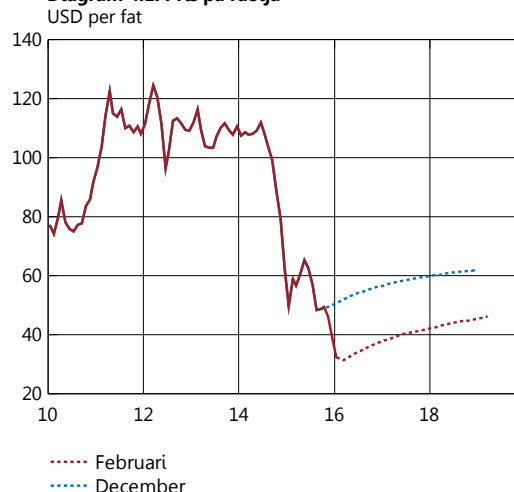
Det kraftiga prisfallet på råolja som skett sedan föregående prognos (se diagram 4:1) har föranlett en relativt stor nedrevidering av prognosen för inflationen i omvärlden 2016. Samtidigt bidrar de lägre oljepriserna positivt till den globala BNP-tillväxten (se fördjupning "Varför har råvarupriserna fallit och vad får det för konsekvenser?").

Nedgången som skett på världens aktiemarknader sedan föregående penningpolitiska rapport utgör en osäkerhetsfaktor i prognosen. Risker finns att förtroen-

Tabell 4:1.

Prognosen i korthet
Återhämtningen i världsekonomin fortsätter, men osäkerheten kring tillväxtekonomierna består.
Oljeprisfallet ger lägre inflation i omvärlden och viss positiv effekt på BNP-tillväxten.
Svensk ekonomi växer på bred front och BNP fortsätter att öka snabbare än den historiska trenden. Den starka befolkningsökningen bidrar till den höga BNP-tillväxten.
Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras och arbetslösheten sjunker ytterligare. En viss uppgång i arbetslösheten förutses mot slutet av prognoshorisonten då fler nyanlända väntas komma in i arbetskraften.
Högre resursutnyttjande i svensk ekonomi bidrar till att inflationen stiger. Inflationsprognosen för 2016 är dock nedreviderad och fallande energipriser och lägre hyresökningar bidrar till låg inflation ytterligare en tid innan den åter vänder upp.

Diagram 4:1. Pris på råolja



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

det bland företag och hushåll försvagas, vilket i förlängningen kan få negativa realekonomiska effekter.

Svagt i många tillväxtekonomier

Osäkerheten om konjunkturen i omvärlden är fortsatt stor, i synnerhet vad gäller tillväxtekonomierna. Skuldsättningen är hög på många håll och råvaruproducerande länder har drabbats hårt av fallande priser på olja och andra råvaror. I Ryssland och Brasilien har de negativa effekterna från lägre råvarupriser dessutom förstärkts av inhemska problem. Dessa länder bedöms tillsammans ha svarat för en tredjedel av inbromsningen i importtillväxten från tillväxtekonomierna 2015 (se diagram 4:2). Hög inflation och svaga offentliga finanser innebär dessutom att handlingsutrymmet för finans- och penningpolitik är ytterst begränsat. Kraftiga valutaförsvagningar ger samtidigt visst stöd för exporten framöver och en förväntad stabilisering av råvarupriserna bidrar till att ekonomierna efter hand återigen börjar växa.

Gradvis kinesisk inbromsning

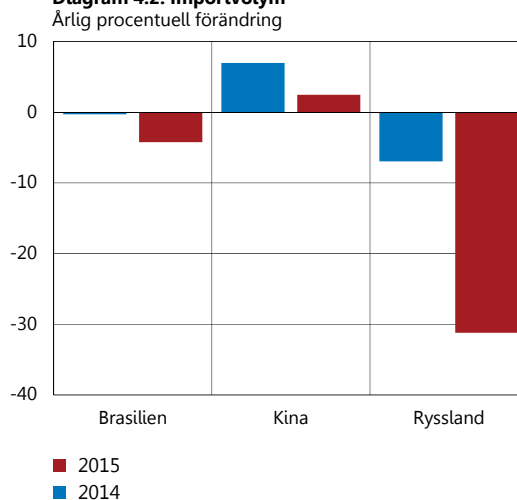
En svagare importtillväxt från Kina har också bidragit till en långsammare ökningstakt av importefterfrågan från tillväxtekonomierna. Den lägre importtillväxten beror framför allt på den pågående ombalanseringen av kinesisk ekonomi från export och investeringar, som har ett högt importinnehåll, till konsumtion, som i högre utsträckning riktar sig mot inhemska produktion.

Osäkerheten kring vart Kinas ekonomi är på väg är fortsatt stor, vilket bland annat tagits sig uttryck i stora rörelser på den kinesiska börsen. De spridningseffekter som skett till de finansiella marknaderna i omvärlden visar också på vilken betydelse utvecklingen i Kina tillmätts. Historiskt har dock den kinesiska börsen varit svagt korrelerad med den makroekonomiska utvecklingen i landet och den senaste tidens ekonomiska statistik indikerar inte att riskerna för en hårdlandning i Kina har ökat. Tillväxten i industriproduktionen har visserligen bromsats in men tjänstesektorn fortsätter att utvecklas relativt starkt (se diagram 4:3). Bedömningen att Kina fortsätter att bromsa in långsamt och under ordnade former kvarstår därför, liksom att de kinesiska myndigheterna lyckas motverka alltför stora avvikelser i tillväxten från de mål som kommunicerats från officiellt håll.

Återhämtningen i de utvecklade länderna fortsätter

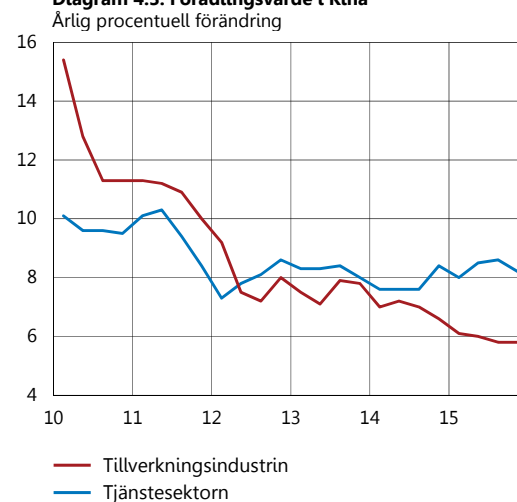
Återhämtningen i de utvecklade ekonomierna har fortsatt trots inbromsningen i tillväxtekonomierna, framför allt tack vare en god utveckling av hushållens konsumt-

Diagram 4:2. Importvolym



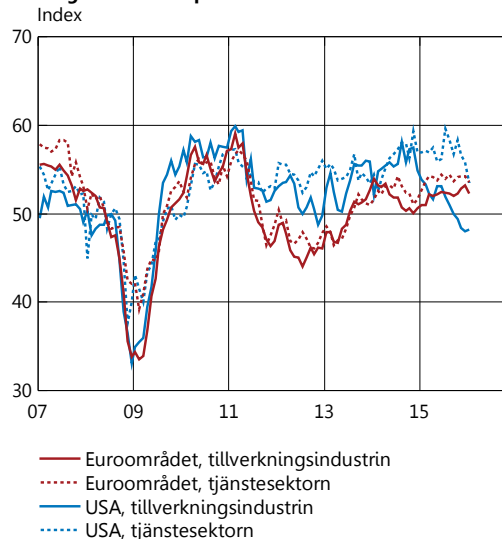
Anm. Baserat på estimat från IMF World Economic Outlook oktober 2015.
Källa: IMF

Diagram 4:3. Förädlingsvärde i Kina



Källa: National Bureau of Statistics of China

Diagram 4:4. Inköpschefsindex



Källor: Institute for Supply Management (ISM) och Markit

ion. Förutsättningarna för konsumtionen framöver framstår också som gynnsamma. Läget på arbetsmarknaden fortsätter att förbättras, de låga oljepriserna innebär stärkta realinkomster och penningpolitiken ger fortsatt stöd.

Tudelad amerikansk ekonomi

I USA är det främst tjänstesektorn som drivit tillväxten medan utvecklingen i industrin varit svagare, tyngd av dämpad efterfrågan från tillväxtekonomierna. För den amerikanska industrin har dessutom den starkare dollarn och negativa spridningseffekter från energisektorn haft en negativ påverkan. Olika förtroendeindikatorer för industrin, som till exempel inköpschefsindex, ligger nu på de lägsta nivåerna på flera år. Motsvarande indikator för tjänstesektorn, som utgör en väsentligt större andel av ekonomin än industrin, ligger dock på betydligt högre nivå, trots en viss nedgång de senaste månaderna (se diagram 4:4). En stark sysselsättningsutveckling talar dessutom för en fortsatt hygglig tillväxt och arbetslösheten har nu kommit ned på en nivå som kan betraktas som förenlig med normalt resursutnyttjande på arbetsmarknaden. I takt med att resursutnyttjandet fortsätter att stiga framöver normaliseras också penningpolitiken och BNP-tillväxten i USA faller tillbaka från cirka 2,5 procent 2016 och 2017 till cirka 2 procent 2018.

Fördröjd investeringsuppgång i euroområdet

I euroområdet har tudelningen mellan industrin och tjänstesektorn inte alls varit lika tydlig som i USA. Industrin har gynnats av en svagare valuta och mindre exponering mot oljeindustrin än den amerikanska, vilket också återspeglats i högre nivåer på olika förtroendeindikatorer för industrin. Trots detta har industriproduktionen i euroområdet bromsat in en del under slutet av 2015 och tillväxtbidragen från utrikeshandeln har också minskat i takt med att effekten från tidigare euroförsvagning klingat av.

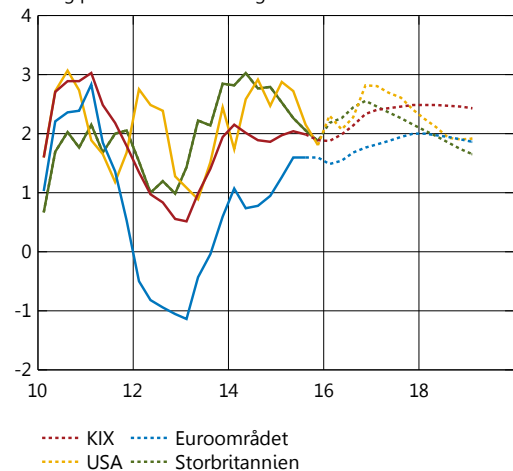
Än så länge har investeringarna utvecklats svagt jämfört med tidigare återhämtningsfaser och under senare tid har de i det närmaste stagnerat (se diagram 4:5). Att investeringarna i euroområdet kommer igång är av central betydelse både för varaktigheten i konjunkturuppgången och för produktivitetens utvecklingen i ekonomin. Därför är den senaste tidens utveckling något illavarslande. Samtidigt kan konstateras att många av förutsättningarna för en mer varaktig investeringsuppgång finns på plats. Finansieringsvillkoren är gynnsamma och utlåningen till företagen ökar, om än i långsam takt.

Diagram 4.5. Fasta bruttoinvesteringar i euroområdet
Index, 2008 kv1 = 100



Källa: Eurostat

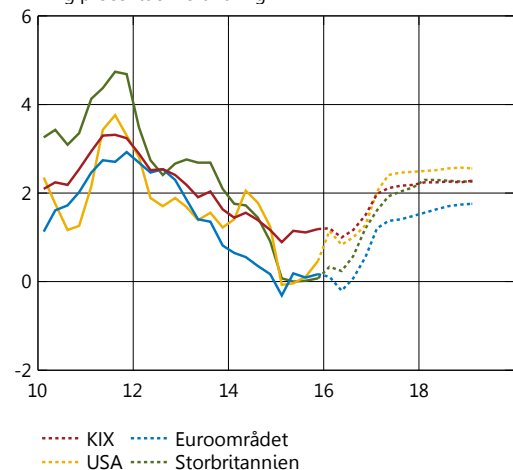
Diagram 4.6. Tillväxt i olika länder och regioner
Årlig procentuell förändring



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

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

Diagram 4.7. 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

Bedömningen om en gradvis återhämtning i investeringarna kvarstår därför, men uppgången väntas bli svagare än i föregående prognos. I kombination med fortsatt god konsumtionstillväxt innebär det att BNP-tillväxten i euroområdet väntas stiga långsamt från 1,5 procent 2015 till 2 procent 2018.

Uttryckt i KIX-viktad BNP, där de länder som har störst betydelse för svensk ekonomi ingår, väntas tillväxten i omvärlden stiga från cirka 2 procent 2015 och 2016 till cirka 2,5 procent de följande två åren (se diagram 4:6). Detta innebär en mindre nedrevidering jämfört med den bedömning som gjordes i december. Framför allt har prognosen reviderats ned för ett antal råvaruproducerande länder som Brasilien, Ryssland och Norge, men också utvecklingen i euroområdet bedöms bli något svagare än i föregående prognos.

Förnyat oljeprisfall fördröjer inflationsuppgång

Inflationen i omvärlden är fortsatt låg (se diagram 4:7). Det förnyade prisfallet på framför allt olja, men också andra råvaror, bidrar till att inflationen i omvärlden i stort sett förväntas ligga kvar på nuvarande låga nivå de närmaste kvartalen. Mot slutet av 2016 avtar effekten av tidigare nedgångar i oljepriset. Dessutom förväntas en viss successiv uppgång i oljepriset under prognosperioden.

Den underliggande inflationen, mätt som konsumentpriser exklusive energi och livsmedel, har varit relativt stabil trots de kraftiga kasten i energipriser under senare år och har legat kring strax under 2 procent sett till hela OECD-området (se diagram 4:8). Under prognosperioden väntas det underliggande inflationstrycket successivt stiga i takt med att lediga resurser i allt högre grad tas i anspråk.

Sammantaget bedöms inflationen i omvärlden öka marginellt från 1,1 procent 2015 till 1,2 procent 2016, för att därefter stiga till drygt 2 procent 2017 och 2018. Jämfört med föregående prognos i december innebär detta en tydlig nedrevidering, framför allt för 2016. Orsaken är främst de lägre oljepriserna. Dessutom har den underliggande inflationen i euroområdet reviderats ned till följd av oväntat låga utfall och svaga löneökningar.

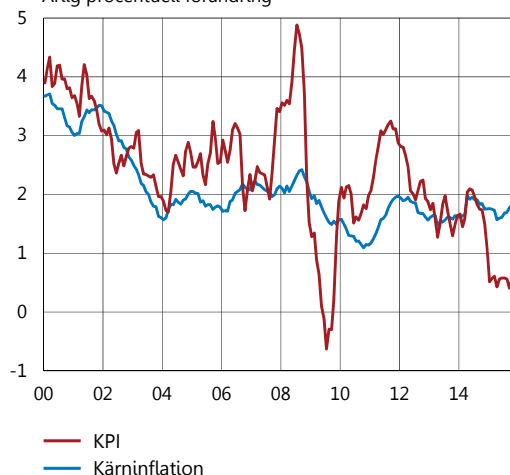
Sverige

Hög svensk tillväxt och snabbt växande befolkning

Tillväxten i Sverige steg under 2015. En stark hushållssektor och snabbt växande bostadsbyggande fortsatte att

Diagram 4:8. Inflation i OECD-länderna

Årlig procentuell förändring

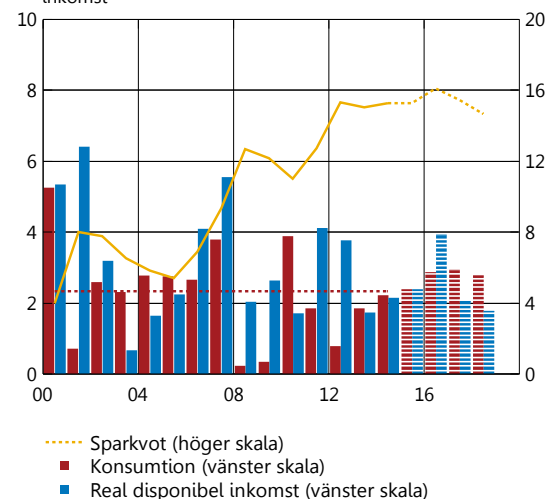


Anm. Kärninflation avser KPI exklusive livsmedel och energi.

Källa: OECD

Diagram 4:9. Hushållens reala disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst

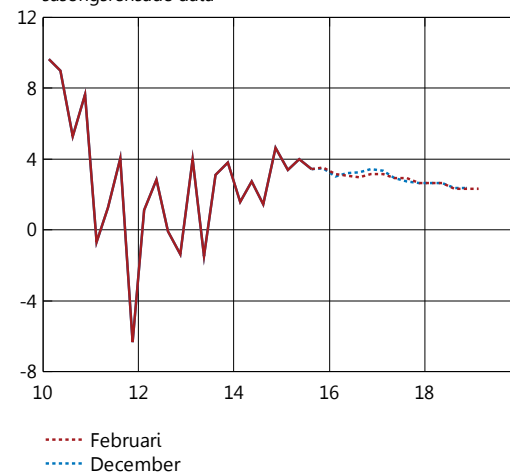


Anm. Sparkvoten är inklusive kollektivt försäkringsparande. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator. Streckad linje avser genomsnitt av konsumtionen mellan 1994 och 2014.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:10. BNP i Sverige

Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

vara viktiga drivkrafter. Jämfört med de närmast föregående åren var tillväxten 2015 bredare och präglades av att samtliga delar av efterfrågan bidrog till ökningen av BNP.

De kommande åren fortsätter inhemsk efterfrågan att utvecklas starkt. Hushållens konsumtion, som utgör ungefär hälften av svensk BNP, är central för denna utveckling och bedöms öka snabbt i ett historiskt perspektiv.

Trots fallande priser på världens aktiemarknader i början av 2016 har de senaste årens börsutveckling, tillsammans med uppgången i bostadspriserna, bidragit till att stärka hushållens förmögenhetsställning. En stark utveckling på arbetsmarknaden och det fortsatt låga ränteläget bidrar till en hög tillväxt i hushållens inkomster 2016. Inkomsterna ökar därefter betydligt långsammare när den ekonomiska politiken blir mindre expansiv. Hushållens sparande är emellertid historiskt högt i utgångsläget, vilket gör det möjligt att upprätthålla en konsumtionstillväxt som är något högre än inkomstillväxten (se diagram 4:9). Den ökade flyktinginvandringen bidrar också till en högre inhemsk efterfrågan, främst via ökade offentliga konsumtionsutgifter.

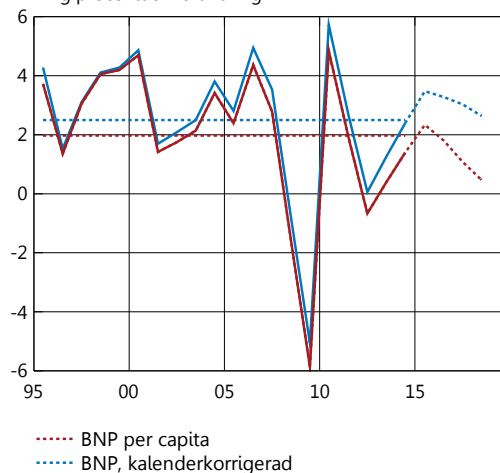
Den gradvisa återhämtningen i omvärlden bidrar till att marknadstillväxten för svensk export stiger framöver. Under 2015 ökade svensk export betydligt snabbare än tillväxten på exportmarknaderna, trots en relativt svag investeringskonjunktur. Sannolikt har försvagningen av kronan varit en viktig förklaring till att svenska exportörer ökat sina marknadsandelar. Framför allt har tjänsteexporten utvecklats starkt. Även under 2016 bedöms svensk export växa något snabbare än marknaden. I takt med att effekterna av tidigare kronförsvagning klingar av och att kronan stärks något väntas svensk export därefter öka mer i linje med tillväxten på svenska exportmarknader. Detta innebär en exporttillväxt som är något lägre än ett historiskt genomsnitt.

Det stigande resursutnyttjandet i Sverige och i omvärlden gör också att behovet av nyinvesteringar i näringslivet ökar. Under 2016 är det emellertid främst bostadsinvesteringarna som ökar kraftigt för att därefter bidra mindre till tillväxten och ligga kvar på en, ur ett historiskt perspektiv, hög nivå. Ett betydande importinnehåll i svensk export och den starka konsumtionsutvecklingen medför att även importen växer relativt snabbt.

En mycket snabbt växande befolkning är en viktig förklaring till den höga svenska tillväxten de kommande åren och sammantaget växer BNP med i genomsnitt nära

Diagram 4.11. BNP och BNP per capita

Årlig procentuell förändring

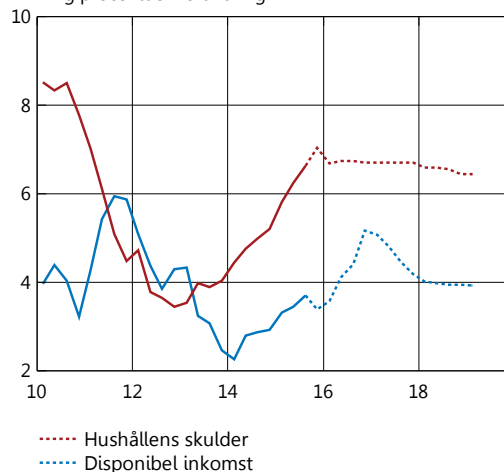


Anm. Streckade linjer avser genomsnitt mellan 1995 och 2014.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4.12. Hushållens skulder och disponibla inkomst

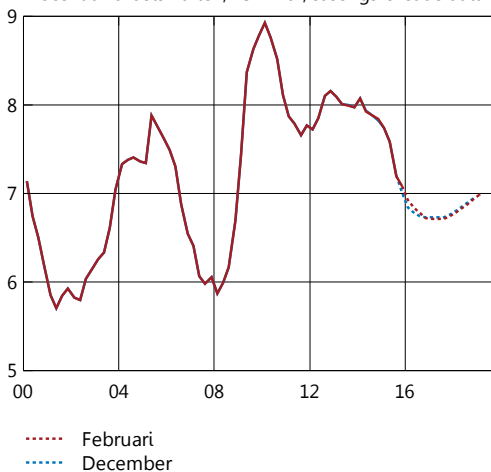
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4.13. Arbetslöshet

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

3 procent per år 2016–2018 (se diagram 4:10). Befolkningsökningens betydelse blir tydlig om man jämför denna utveckling med Riksbankens prognos för tillväxten i BNP per capita, som uppgår till i genomsnitt drygt 1 procent per år under samma period (se diagram 4:11).

Hushållens skulder ökar trots mer dämpad utveckling av bostadspriserna

Låga räntor och en gynnsam inkomstutveckling har bidragit till en hög efterfrågan på bostäder. I kombination med ett lågt utbud har den höga efterfrågan gett upphov till snabbt stigande bostadspriser de senaste åren. I fjol ökade bostadspriserna med närmare 15 procent (se diagram 1:13). Då hushållen till stor del finansierar bostadsköpen med lån, har uppgången i bostadspriserna även lett till att hushållens skulder ökat.

Även om bostadsbyggandet har ökat betydligt på senare tid väntas bostadsbristen bestå i många regioner. Samtidigt förväntas något lägre inkomstökningar och en gradvis uppgång i bolåneräntorna framöver att bidra till en dämpning av prisökningarna på bostäder. Trots detta fortsätter hushållens skulder att öka snabbare än inkomsterna de kommande åren (se diagram 4:12) och den så kallade skuldkvoten väntas uppgå till drygt 190 procent i slutet av prognosperioden.

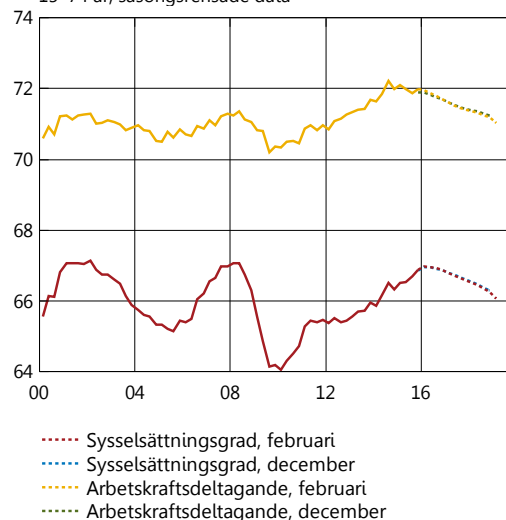
Läget på arbetsmarknaden förbättras

Arbetslösheten minskade snabbt 2015 och indikatorer tyder på en fortsatt gynnsam utveckling på arbetsmarknaden framöver. I offentlig sektor väntas sysselsättningen öka kraftigt de närmaste åren till följd av den förändrade demografiska sammansättningen med allt fler äldre och yngre i befolkningen. Det ökade antalet flyktingar som kommit till Sverige bidrar också till större efterfrågan på personal i offentlig sektor. Sammantaget väntas den stigande sysselsättningen medföra att arbetslösheten fortsätter att minska och sysselsättningsgraden ökar något. Under senare delen av prognosperioden bidrar den ökade invandringen till att arbetskraften stiger snabbare än sysselsättningen och arbetslösheten planar då ut, för att sedan stiga svagt under 2018 (se diagram 4:13). Arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden bedöms minska något på ett par års sikt (se diagram 4:14), dels till följd av den demografiska utvecklingen, dels för att arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden bland nyanlända antas vara lägre än i den befintliga befolkningen.

Osäkerheten i den senare delen av prognosperioden är betydande, inte minst till följd av flyktinginvandringen.

Diagram 4:14. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande

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



Källor: SCB och Riksbanken

Fortsatt stor osäkerhet effekterna av flyktinginvandringen

Prognoserna som publicerades i PPR december 2015 inkluderade effekter av den kraftigt ökade flyktinginvandringen, baserade på Migrationsverkets och SCB:s prognoser från slutet av 2015.

Sedan dess har den svenska regeringen genomfört ett antal åtgärder för att minska antalet asylsökande till Sverige. Åtgärderna har haft effekt, antalet sökande har minskat från som mest över 8 000 personer i genomsnitt per vecka i höstas till cirka 700 personer per vecka i slutet av januari.

Den 4 februari publicerade Migrationsverket en ny prognos där de tagit hänsyn till den kraftiga inbromsningen. I huvudscenariot väntas nu antalet personer som söker skydd i Sverige 2016–2018 bli cirka 55 000 färre. Utgiftsprognoserna har reviderats ner sammanlagt med 6 miljarder för 2017–2018. Kostnaderna och utgifterna för 2016 bedöms däremot vara oförändrade eftersom de till största delen är relaterade till de över 180 000 personer som redan är inskrivna i asylmottagningen. Handläggningstiden från ansökan till beslut kommer enligt Migrationsverket att fortsätta öka under 2016 även om antalet nya asylsökande minskar. Effekterna av att prognosen över antalet asylsökande sänks kommer först på sikt.

I nuvarande bedömning har Riksbanken inte reviderat de makroekonomiska effekterna av flyktinginvandringen. Något lägre offentliga utgifter under senare delen av prognosperioden antar Riksbanken i första hand leder till att regeringen avstår från att vidta de besparingar som Riksbanken i decemberprognosen antog skulle bli nödvändiga.

Den internationella flyktingkrisen fortsätter, drivkrafterna för människor att fly från sina hemländer har inte avtagit. Osäkerheten i prognoserna är därmed fortsatt stor.

Den senaste tiden har antalet flyktingar som kommer till Sverige minskat kraftigt, vilket föranlett Migrationsverket att revidera ner prognosen för antal asylsökande de kommande åren. Handläggningstiderna är dock långa och det tar tid innan nyanlända som fått uppehållstillstånd börjar etablera sig på arbetsmarknaden. Relativt få av de nyanlända väntas komma in i arbetskraften och sysselsättningen de närmaste åren.

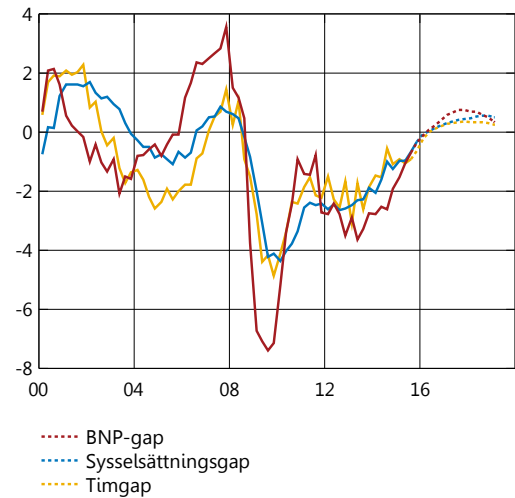
Arbetskostnaderna per producerad enhet ökar snabbare under prognosperioden

I år löper kollektivavtal ut för omkring 3 miljoner anställda. Ett stort antal avtal löper ut i slutet av mars. Förhandlingarna inom industrin är i full gång och i december utväxlades branschspecifika krav, där facken inom industrin yrkade på 2,8 procents löneökningar. Arbetsgivar sidan argumenterar för en tydlig inbromsning i löneökningstakten, framför allt med motiveringen att svenska arbetskostnader ökat snabbare än i konkurrentländerna. Då LO-förbunden inte lyckades enas om gemensamma avtalskrav är det osäkert hur stark industrins lönenormerande roll kommer att vara i denna avtalsrörelse. Fackförbunden inom 6F (Byggnads, Elektrikerna, Fastighets, Målarna och SEKO), Handels och Kommunal har presenterat avtalskrav på drygt 3 procent.

Enligt Konjunkturinstitutets barometer har bristen på arbetskraft stigit inom de flesta av näringslivets branscher och inom delar av den offentliga sektorn råder det stor brist på personal. Resursutnyttjandet bedöms nu vara nära normalt och bedömningen är att arbetsmarknadsläget förbättras ytterligare de närmaste åren med stigande sysselsättning och sjunkande arbetslöshet. Tillväxten mattas så småningom av men resursutnyttjandet väntas bli högre än normalt under hela prognosperioden (se diagram 4:15). Det väntas innebära att den totala löneökningstakten, det vill säga summan av ökningen i avtalsmässiga löner och löneökningar utöver avtal, stiger under prognosperioden. Den nominella timlönen enligt konjunkturlönestatistiken väntas öka med 3,4 procent 2018 jämfört med 2,5 procent 2015.

Förutom löner innefattar arbetskostnaderna också lagstadgade och avtalsenliga arbetsgivaravgifter. I juni i år genomförs det andra steget av höjningen av socialavgifter för personer under 26 år, vilket innebär att arbetskostnaderna ökar något snabbare än lönerna det närmaste året. Därefter bedöms arbetskostnaderna utvecklas i linje med lönerna. Utvecklingen i arbetskostnader och produktivitet innebär att kostnadstrycket, mätt med arbetskostnad per producerad enhet, växer med i genom-

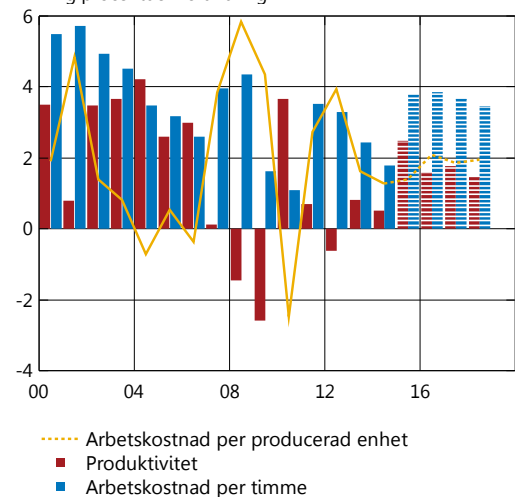
Diagram 4:15. BNP-gap, sysselsättningsgap och timgap
Procent



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.

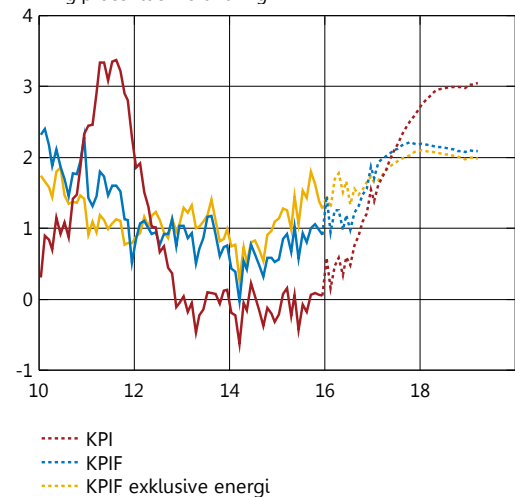
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:16. Kostnadstryck i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:17. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

snitt nära 2 procent per år 2016–2018 (se diagram 4:16). Det motsvarar en i stort sett historiskt normal takt.

Inflationen stabiliseras runt 2 procent 2017

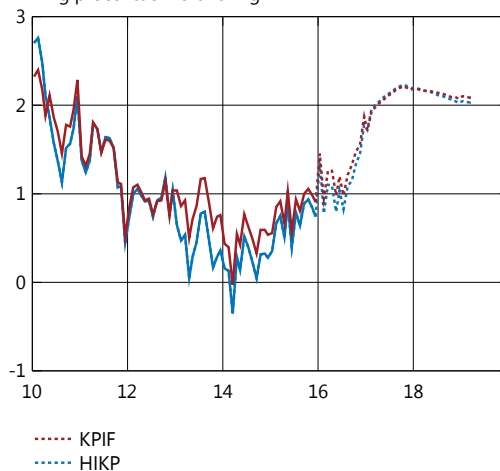
Inflationen har stigit trendmässigt från en låg nivå sedan början av 2014 (se diagram 4:17). Uppgången har dock varit relativt ryckig, även för underliggande mått som KPIF exklusive energi. De senaste månaderna har inflationen dämpats och varit något svagare än väntat. En viktig förklaring till att inflationen stigit är de senaste årens försvagning av kronan som bidragit till att priserna på många importerade livsmedel och varor stigit snabbare. Under loppet av 2016 bedöms dock effekterna av tidigare kronförsvagning klinga av i takt med att kronan gradvis stärks. Samtidigt ökar det underliggande kostnadstrycket när resursutnyttjandet tilltar i svensk ekonomi. En gradvis starkare omvärldskonjunktur gör också att de internationella priserna efter hand stiger i snabbare takt. Därmed går den underliggande inflationen, mätt enligt KPIF exklusive energi, upp från 1,4 procent 2015 till 1,6 procent 2016 för att stabiliseras kring 2 procent 2017 och 2018.

Inflationsprognosen nedreviderad

Jämfört med den penningpolitiska rapporten i december är prognosen för KPIF exklusive energi nedreviderad med 0,2 procentenheter såväl 2016 som 2017. Nedrevideringen beror delvis på ett lägre inflationsutfall i december, vilket i viss utsträckning bedöms påverka inflationstakten också den närmaste tiden. Framför allt har utfallen för livsmedelspriserna varit lägre än väntat. Dessutom tyder avslutade hyresförhandlingar på lägre hyreshöjningar än väntat. Vissa hyresavtal löper på längre perioder än ett år och även dessa har slutits på låga nivåer, vilket tyder på att hyreshöjningarna även 2017 blir något lägre än i tidigare bedömning.

I föregående prognos väntades en tydlig uppgång i KPI- och KPIF-inflationen under inledningen av 2016, till följd av att tidigare fall i energipriser inte längre skulle påverka inflationstakten. Det kraftiga prisfallet på olja som skett sedan dess innebär dock att energipriserna fortsätter att falla. Oljeprisnedgången påverkar inflationen i första hand genom lägre priser på drivmedel och el, men även indirekt till exempel genom lägre kostnader för transporter. Energiprisernas negativa inverkan på inflationen 2016 blir dock något mindre än i fjol och under 2017 väntas de bidra positivt till inflationen. Slutsatsen är alltså att det har skett en tidsförskjutning i den väntade uppgången i KPI- och KPIF-inflationen.

Diagram 4:18. KPIF och HIKP
Årtlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

KPI, KPIF och HIKP

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

KPIF-inflationen 2016 väntas bli 1,3 procent, vilket kan jämföras med förväntade 1,7 procent i decemberprognosen. Prognosen för KPIF-inflationen 2017 och 2018 är marginellt nedjusterad och väntas uppgå till 2,1 procent bägge åren. Inflationen mätt med det EU-harmoniserade måttet HIKP följer i stort sett utvecklingen för KPIF-inflationen (se diagram 4:18).

I KPI-inflationen ingår hushållens räntekostnader för boende som i sin tur påverkas av Riksbankens reporänta. Sänkningen av reporäntan från -0,35 procent till -0,50 får ett negativt genomslag på KPI-inflationen, vilket innebär att KPI-inflationen har reviderats ned något mer än KPIF-inflationen. Inflationen mätt med KPI väntas uppgå till 0,7 procent 2016 för att därefter stiga successivt till 2,9 procent 2018.

Fördjupning: Varför har råvarupriserna fallit och vad får det för konsekvenser?

Priserna på råolja och basmetaller har fallit under en längre tid. Riksbankens bedömning är att prisnedgången beror dels på att utbudet ökat, bland annat till följd av tidigare investeringar i ökad produktionskapacitet, dels på att efterfrågan på råvaror minskat, där den pågående ombalanseringen av den kinesiska ekonomin spelar en viktig roll. Prisfallet bedöms till övervägande del vara en effekt av ett ökat utbud, vilket är positivt för BNP-tillväxten såväl i Sverige som globalt. Tillväxten blir dock lägre i länder som är nettoexportörer av råvaror. Inflationen blir lägre i de flesta länder eftersom lägre råvarupriser bland annat medför lägre drivmedelspriser och insatskostnader för företag.

Både utbuds- och efterfrågeeffekter bakom priset

Priserna på råolja och basmetaller – dit järnmalm, koppar, aluminium och nickel räknas – har följt varandra väl sedan början av 2000-talet. Stigande efterfrågan drev då upp priserna vilket stimulerade investeringar i ökad produktionskapacitet. Sedan 2011 har det dock sett anorlunda ut. Basmetallpriserna har, med vissa variationer, följt en stadigt nedåtgående trend. Kina konsumerar runt hälften av världsproduktionen av basmetaller och den pågående ombalanseringen bort från råvarutunga sektorer har bidragit till de lägre priserna. Utvinningskostnaderna har också sjunkit tack vare de låga energipriserna och detta, tillsammans med minskad efterfrågan från Kina, bidrar till att metallpriserna väntas förbli låga en tid framöver. Det återspeglas i terminspriseringen av dessa metaller (se diagram 4:19).

Oljepriset var fram till sommaren 2014 relativt stabilt på en nivå kring 110 USD per fat eftersom priset hölls uppe av utbudsstörningar, bland annat till följd av geopolitisk oro, och produktionskvoter för OPEC-länderna avsedda att bibehålla prisnivån. Därefter har oljepriset fallit med 75 procent och spotpriset är nu omkring 30 USD per fat, den lägsta noteringen på drygt tio år. Det kraftiga priset beror dels på svagare efterfrågan från Kina, dels på utbudsrelaterade faktorer, bland annat en kraftigt ökad produktion av så kallad skifferolja i USA vilket minskat landets importbehov. Även en ny strategi från OPEC-länderna, att försvara marknadsandelar och konkurrera ut producenter med högre produktionskostnader snarare än att upprätthålla priset, har bidragit till prisnedgången. Utöver detta öppnar de nyligen upphävda sanktionerna mot Iran för en ökad produktion som bidrar ytterligare till utbudet. Även Ryssland har ökat sin produktion för att bromsa intäktsbortfallet (se diagram 4:20). Det låga oljepriset och förväntningar om ett ökat utbud innebär också att förväntningarna om framtida oljepris har sjunkit successivt (se diagram 4:1).

Effekter på BNP-tillväxt och inflation

Effekterna på BNP-tillväxten beror på en rad olika faktorer, till exempel om ett land är nettoexportör eller nettoimportör av råvaror, om priset är utbuds- eller efterfrågedrivet och på hur den ekonomiska politiken reagerar. För ett råvaruexporterande land innebär lägre råvarupriser lägre tillväxt i och med att exportintäkterna minskar. Tillväxten kan också hämmas av att landet ser sig tvingat att antingen sänka de offentliga utgifterna eller höja skatterna för att kompensera för de lägre exportintäkterna. För ett råvaruimporterande land är lägre råvarupriser positivt för tillväxten om priset främst är utbudsdrivet och om den ekonomiska politiken reagerar på ett normalt sätt.

Råolja är en viktig insatsvara inom flera industrier, exempelvis petrokemi, pappersframställning och tillverkningsindustri. Även transportsektorn är en stor oljekonsument. Ett lägre oljepris innebär därmed lägre insatskostnader för företagen. Detta är positivt för företagets vinster och i förlängningen företagets investeringar. Även hushållen gynnas genom lägre bensinpriser och uppvärmningskostnader vilket ger större utrymme för övrig konsumtion. Lägre oljepris påverkar slutligen också priset på andra, konkurrerande, energilag vilket pressar priset på energi överlag.

Basmetaller är, liksom olja, viktiga insatsvaror i olika delar av industrin, och prisförändringar påverkar därför företagets kostnader.

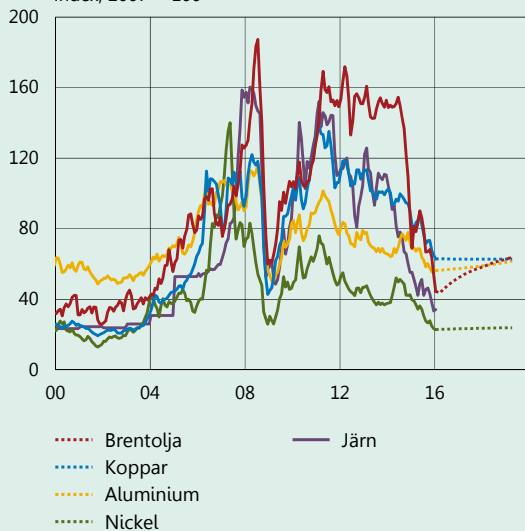
Det senaste året har lager av oljerelaterade produkter stigit kraftigt (se diagram 4:21). Riksbanken bedömer, i likhet med IMF, OECD och Världsbanken, att det lägre oljepriset liksom stigande lager till övervägande del är en effekt av ett ökat utbud. KIX-vägd BNP påverkas därmed positivt eftersom de flesta av Sveriges viktigaste handelspartner är råvaruimportörer. Sammantaget bedöms dock BNP-tillväxten i dessa länder bli något svagare jämfört med den penningpolitiska rapporten i december. Detta beror på svagare tillväxtutsikter i övrigt, bland

annat bedöms investeringsåterhämtningen i euroområdet bli svagare än i föregående prognos.

Även för Sverige bedöms de senaste månadernas nedgång i oljepriset vara positiv för tillväxten. BNP-nivån har därför reviderats upp med ett par tiondels procent jämfört med bedömningen i december på grund av oljeprisfallet. Det är främst i år som tillväxten bedöms bli något högre. Detta motverkas dock av andra faktorer, bland annat oron på finansiella marknader och en svagare omvärldsefterfrågan, som gör att BNP-tillväxten sammantaget är i princip oförändrad.

Det låga oljepriset får omedelbart genomslag i konsumentprisindex såväl i Sverige som i de flesta länder i vår omvärld. För vissa råvaruexporterande länder innebär dock en svagare växelkurs att inflationen istället blir högre eller att nedgången åtminstone dämpas tydligt. KPIF-inflationen i Sverige är nedreviderad 0,2 procentenheter i år till följd av lägre energipriser. De låga energipriserna antas även med viss fördröjning dämpa priset på andra varor och tjänster. Dessa indirekta effekter av oljeprisfallet har inneburit att KPIF-inflationen reviderats ned med ytterligare omkring 0,1 procentenheter per år 2017–2018.

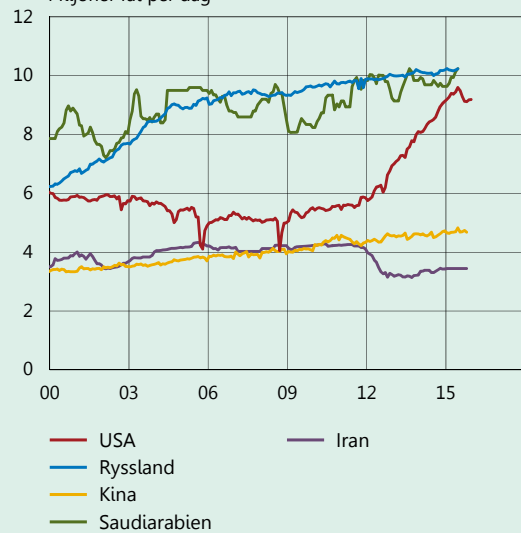
Diagram 4:19. Råvarupriser, utfall och terminspriser
Index, 2007 = 100



Anm. Terminspriserna är beräknade som ett 15-dagars genomsnitt. Utfallet avser månadsgenomsnitt av spotpriser.

Källor: London Metal Exchange, Macrobond, Världsbanken och Riksbanken

Diagram 4:20. Oljeproduktion
Miljoner fat per dag



Anm. Avser råoljeproduktion för Ryssland, Saudiarabien och USA. För Kina och Iran avses total oljeproduktion.

Källa: Energy Information Agency (EIA)

Diagram 4:21. Globalt lager av oljeprodukter
Miljarder fat



Anm. Avser råolja, kondensat och produkter framställda genom bearbetning av råolja och naturgas.

Källa: Energy Information Agency (EIA)

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Utfall för 2015 är markerat med * i tabellerna.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2015 kv4	2016 kv1	2016 kv2	2017 kv1	2018 kv1	2019 kv1
Reporänta	-0,4	-0,4 (-0,4)	-0,5 (-0,4)	-0,5 (-0,3)	0,0 (0,3)	0,5

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2014	2015	2016	2017	2018
KPI	-0,2	0,0* (0,0)	0,7 (1,3)	2,1 (2,5)	2,9 (3,0)
KPIF	0,5	0,9* (0,9)	1,3 (1,7)	2,1 (2,2)	2,1 (2,2)
KPIF exkl. energi	0,7	1,4* (1,4)	1,6 (1,8)	1,9 (2,1)	2,0 (2,2)
HIKP	0,2	0,7* (0,7)	1,1 (1,6)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2014	2015	2016	2017	2018
Reporänta	0,5	-0,3* (-0,3)	-0,5 (-0,4)	-0,4 (-0,1)	0,2 (0,5)
10-årsränta	1,8	0,8* (0,8)	1,0 (1,4)	2,0 (2,3)	2,9 (3,1)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	106,7	112,6* (112,6)	109,1 (109,4)	107,3 (107,3)	105,7 (105,7)
Offentligt finansiellt sparande**	-1,7	-0,9* (-1,0)	-0,8 (-0,9)	-0,7 (-0,7)	-0,6 (-0,6)

** Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2014	2015	2016	2017	2018
Euroområdet	0,13	0,47	0,9	1,5 (1,5)	1,6 (1,8)	1,9 (2,0)	2,0 (2,1)
USA	0,16	0,08	2,4	2,4* (2,5)	2,4 (2,6)	2,6 (2,5)	2,1 (2,1)
Japan	0,05	0,02	-0,1	0,7 (0,8)	1,1 (1,1)	0,4 (0,4)	0,7 (0,7)
Kina	0,16	0,08	7,4	6,8* (6,8)	6,4 (6,4)	6,1 (6,1)	6,1 (6,0)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,0	2,0 (2,0)	2,1 (2,3)	2,4 (2,5)	2,5 (2,6)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,4	3,1 (3,1)	3,4 (3,6)	3,8 (3,8)	3,8 (3,9)

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

KPI	2014	2015	2016	2017	2018
Euroområdet (HIKP)	0,4	0,0* (0,1)	0,1 (0,8)	1,4 (1,5)	1,7 (1,8)
USA	1,6	0,1* (0,2)	1,1 (1,8)	2,4 (2,5)	2,5 (2,6)
Japan	2,7	0,8* (0,8)	1,1 (1,4)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)
KIX-vägd	1,4	1,1* (1,1)	1,2 (1,8)	2,1 (2,3)	2,2 (2,3)

	2014	2015	2016	2017	2018
Styrränta i omvärlden, procent	0,2	0,1* (0,1)	-0,1 (0,0)	0,0 (0,2)	0,3 (0,5)
Råoljepris, USD/fat Brent	99,6	53,5* (54,0)	34,3 (47,5)	40,3 (53,5)	44,0 (57,1)
Svensk exportmarknad	3,1	2,2 (1,9)	3,7 (4,0)	4,9 (5,1)	4,9 (5,1)

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

** Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 6. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2014	2015	2016	2017	2018
Folkmängd, 16–64 år	0,7	0,7* (0,7)	1,1 (1,1)	1,6 (1,6)	1,8 (1,8)
Potentiellt arbetade timmar	0,7	0,7 (0,7)	0,7 (0,7)	0,9 (0,9)	1,1 (1,1)
BNP, kalenderkorrigerad	2,4	3,5 (3,5)	3,3 (3,3)	3,0 (3,2)	2,6 (2,6)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,8	1,0 (1,0)	1,7 (1,8)	1,2 (1,3)	1,2 (1,2)
Sysselsatta, 15–74 år	1,4	1,4* (1,4)	1,6 (1,6)	1,3 (1,3)	1,3 (1,4)
Arbetskraft, 15–74 år	1,3	0,8* (0,8)	0,9 (0,9)	1,1 (1,2)	1,5 (1,5)
Arbetslöshet, 15–74 år**	7,9	7,4* (7,4)	6,8 (6,8)	6,7 (6,7)	6,9 (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	2018
Timplön, KL	2,8	2,5 (2,6)	3,2 (3,2)	3,5 (3,5)	3,4 (3,4)
Timplön, NR	1,8	3,3 (3,3)	3,3 (3,3)	3,7 (3,7)	3,6 (3,6)
Arbetsgivaravgifter**	0,0	0,5 (0,5)	0,5 (0,5)	0,0 (0,0)	-0,1 (-0,1)
Arbetskostnad per timme, NR	1,8	3,8 (3,7)	3,9 (3,8)	3,7 (3,7)	3,5 (3,5)
Produktivitet	0,5	2,5 (2,4)	1,6 (1,5)	1,8 (1,8)	1,5 (1,4)
Arbetskostnad per producerad enhet	1,3	1,3 (1,2)	2,2 (2,3)	1,9 (1,8)	2,0 (2,0)

** 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)