

Penningpolitisk rapport

Juli 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 5 juli 2016. Rapporten går att ladda ned i pdf format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se där det också finns mer information om Riksbanken.

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

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISK STRATEGI

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

BESLUTSPROCESSEN

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

PRESENTATION AV PENNINGPOLITISKT BESLUT

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

Innehåll

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar 5

Ökad osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen 5

Den aktuella penningpolitiken 7

Osäkerhet och risker 9

FÖRDJUPNING – Resultatet i den brittiska EU-folkomröstningen skapar osäkerhet 13

FÖRDJUPNING – Perspektiv på den negativa reporäntan 15

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden 18

Utvecklingen internationellt 18

Finansiella förhållanden i Sverige 19

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget 23

Inflation 23

Global och svensk konjunktur 24

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna 28

Omvärlden 28

Sverige 31

Tabeller 36

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Osäkerheten om konjunkturutvecklingen i omvärlden och Sverige har ökat. Den 23 juni röstade folket i Storbritannien för att landet ska lämna EU och det har därefter varit kraftiga reaktioner på de finansiella marknaderna. Riksbankens bedömning är alltså att den globala konjunkturen fortsätter att förbättras, men i långsammare takt. Hittills har den svenska konjunkturen, med stöd av den mycket expansiva penningpolitiken, stärkts snabbt och resursutnyttjandet är nära normalt. Även om prognosen för BNP-tillväxten är nedreviderad framöver bedöms konjunkturförbättringen fortgå. Det skapar förutsättningar för att inflationen ska fortsätta att stiga. Det är i dagsläget svårt att bedöma vilka de politiska och ekonomiska konsekvenserna blir av resultatet i den brittiska folkomröstningen men Riksbanken antar så här långt att effekterna blir relativt begränsade för svensk ekonomi. Det finns en risk för större negativa effekter men dessa är i dagsläget svåra att siffrasätta i en prognos. Riksbanken följer utvecklingen noga och prognoserna kommer att justeras i takt med att mer information tillkommer.

För att ge stöd åt svensk ekonomi och den stigande inflationen behövs en mycket expansiv penningpolitik. Direktionen har därför beslutat att lämna reporäntan oförändrad på -0,5 procent. Givet den ökade osäkerheten bedömer direktionen nu att det kommer att dröja längre innan reporäntan börjar höjas. Först under andra halvåret 2017 inleds långsamma höjningar. Köpen av statsobligationer fortsätter under andra halvåret 2016, så som beslutades i april. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen. Direktionen har en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om så skulle behövas.

Ökad osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen

Det råder stor osäkerhet om både den politiska och ekonomiska utvecklingen i omvärlden. Den 23 juni röstade britterna för att lämna EU-samarbetet vilket har ökat osäkerheten om konjunkturutsikterna i Storbritannien och Europa i övrigt. Resultatet i folkomröstningen präglar också utvecklingen på de finansiella marknaderna. Det har till exempel varit stora rörelser på världens börser, pundet har försvagats kraftigt och statsobligationsräntor har fallit.

Riksbankens bedömning är alltså att den globala konjunkturen fortsätter att förbättras, men i långsammare takt. Den globala BNP-tillväxten var svag under 2015 men stärktes något under inledningen av 2016. Att konjunkturen förbättras i flera tillväxtländer bidrar till att den globala konjunkturen återhämtar sig framöver. De närmaste åren fortsätter konjunkturen också att stärkas i USA och euroområdet, understödd av expansiv penningpolitik. Oron kopplad till resultatet i den brittiska folkomröstningen tynger framförallt tillväxten i Storbritannien, vilken bedöms bli betydligt lägre de kommande åren. Konsekvenserna av ett brittiskt EU-utträde skapar osäkerhet, samtidigt som det sedan tidigare även finns frågetecken kring den europeiska banksektorns hälsa och den långsiktiga hanteringen av de många flyktingar som söker sig

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Den globala återhämtningen fortsätter men osäkerheten har ökat till följd av resultatet i den brittiska folkomröstningen. Inflationen är låg i många länder och penningpolitiken mycket expansiv.
Konjunkturförstärkningen fortgår i Sverige. BNP väntas växa med knappt 3 procent i genomsnitt per år 2016–2018.
Inflationsförväntningarna fortsätter att stiga.
Inflationsuppgången är alltså ryckig.
Slutsats: fortsatt expansiv penningpolitik så att inflationen når 2 procent under 2017. Reporäntan bedöms nu höjas först under andra halvåret 2017.

Tabell 1:2.

Viktiga revideringar i prognosen
Konjunkturutsikterna har reviderats ned i omvärlden. Styrräntorna väntas bli lägre.
Den konkurrensvägda växelkursen, KIX, har blivit svagare än prognosen i april och förväntas vara svagare under det närmaste året.
Prognosen för svensk BNP är nedreviderad i år och nästa år.
KPIF-prognosen är nedreviderad 2017 och 2018.

till Europa. Frågetecknen kring banksektorns hälsa har bidragit till stora fall i bankaktier efter den brittiska folkomröstningen, vilket förstärker problemen ytterligare. Den sammanvägda BNP-tillväxten i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden (KIX) väntas nu stiga långsammare jämfört med prognosen i april, från cirka 2 procent 2015 till knappt 2,5 procent 2018.

Inflationen i omvärlden är låg men stiger under det andra halvåret 2016, främst till följd av högre energipriser. I takt med att konjunkturen förbättras framöver ökar även det underliggande inflationstrycket gradvis. I euroområdet fortsätter dock inflationen att vara låg och når endast upp till drygt 1,5 procent 2018, vilket bland annat hänger samman med en svag löneutveckling i flera europeiska länder.

Penningpolitiken i omvärlden har varit mycket expansiv under en längre tid. Den bräckliga konjunkturåterhämtningen och den låga inflationen gör att penningpolitiken kommer att fortsätta att vara så även framöver. Jämfört med prognosen i april bedöms penningpolitiken i omvärlden nu bli än mer expansiv under kommande år. Förväntningarna på fortsatta räntehöjningar i USA sjönk redan innan omröstningen i Storbritannien och Federal Reserve kommunicerade långsammare styrräntehöjningar i mitten av juni. Efter omröstningen har marknadens förväntningar kring fortsatta räntehöjningar i USA skiftat ned ytterligare. I marknadsprissättningen finns nu även tydliga förväntningar på ytterligare penningpolitiska lättnader, främst från Bank of England men även från ECB.

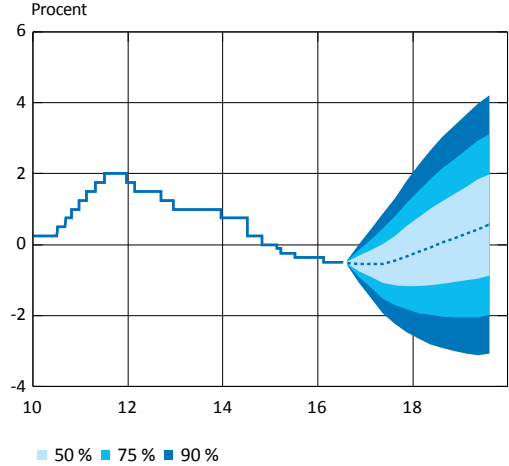
Det är i dagsläget svårt att bedöma vilka de politiska och ekonomiska konsekvenserna blir av resultatet i den brittiska folkomröstningen (se fördjupningen "Resultatet i den brittiska EU-folkomröstningen skapar osäkerhet"). Riksbanken följer utvecklingen noga. Prognoserna kommer att justeras i takt med att mer information tillkommer.

Stark utveckling hittills i den svenska ekonomin

Utvecklingen i svensk ekonomi har varit stark, understödd av en expansiv penningpolitik (se diagram 1:1 och 1:2). BNP växte med 2,0 procent det första kvartalet 2016 jämfört med föregående kvartal och uppräknat till årstakt, vilket var ungefär som förväntat. Tillväxten blir fortsatt god under prognosperioden, bland annat till följd av återhämtningen i omvärlden och den expansiva penningpolitiken. Den svagare omvärldstillväxten och ökade osäkerheten bidrar dock till att prognosen för BNP-tillväxten revideras ned 2016 och 2017.

Resursutnyttjandet i svensk ekonomi bedöms nu vara ungefär normalt. De kommande åren stiger resursutnyttjandet ytterligare. Läget på arbetsmarknaden fortsätter att förbättras och arbetslösheten sjunker. De nyanländas inträde på arbetsmarknaden innebär dock att arbetslösheten ökar något från och med 2018.

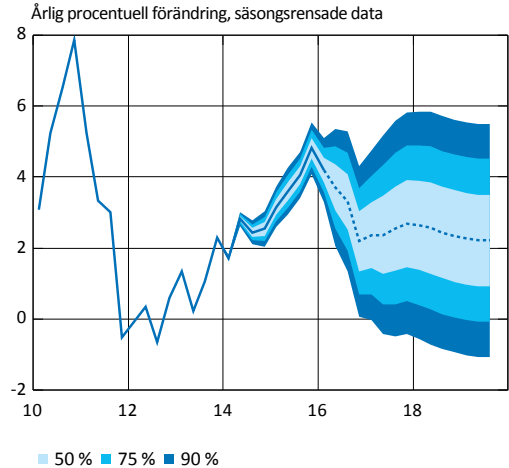
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall



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

Källa: Riksbanken

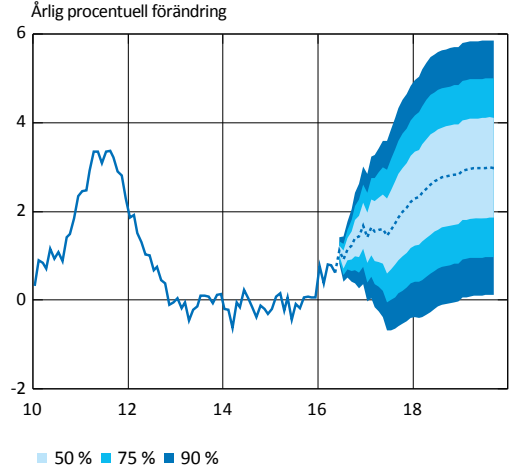
Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPI med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

KPIF-inflationen når 2 procent 2017

Inflationen mätt med KPI har hållits tillbaka av fallande räntekostnader och är fortsatt låg (se diagram 1:3). KPIF-inflationen har däremot stigit trendmässigt sedan början på 2014 (se diagram 1:4). Uppgången är bred och hänger samman med den tidigare försvagningen av kronan och det stigande resursutnyttjandet i svensk ekonomi. Men uppgången har blivit något mindre än väntat de senaste månaderna. Prognosen för inflationen mätt med KPIF exklusive energi är därför nedreviderad på kort sikt (se diagram 1:5). Prognoserna för KPI- och KPIF-inflationen är dock marginellt uppjusterade i närtid eftersom energiprisökningarna bedöms bli något högre än i den tidigare prognosen (se diagram 1:6 och 1:7).

Förutsättningarna för en fortsatt stigande inflation bedöms vara goda. Svensk ekonomi växer i god takt och resursutnyttjandet stiger. Med en starkare utveckling på arbetsmarknaden väntas lönerna öka snabbare, och högre efterfrågan gör det lättare för företagen att höja priserna. Kronan väntas gradvis förstärkas under prognosperioden och bidrar därmed till att dämpa inflationen. Därför behöver inflationsuppgången framöver i större utsträckning drivas av prisökningar på varor och tjänster med mindre importinnehåll.

Sedan april har kronan blivit svagare än i Riksbankens prognos, vilket främst hänger samman med reaktionerna på den brittiska folkomröstningen. Kronan väntas vara svagare det närmaste året för att därefter stärkas i linje med prognosen i april (se diagram 1:8). Att kronans växelkurs nu är svagare bidrar visserligen till högre inflation, men att efterfrågan i ekonomin och hyres- och energiprisökningar nu väntas bli lägre får motsatta effekter. Sammantaget innebär detta att prognosen för KPI och KPIF-inflationen är nedreviderad för 2017 och 2018. KPIF-inflationen väntas ändå nå 2 procent under 2017. Även rensat för energipriser är prognosen för KPIF-inflationen nedreviderad. Eftersom det dröjer något längre innan reporäntan börjar höjas stiger hushållens räntekostnader något långsammare, vilket håller nere ökningstakten i KPI. Samtliga inflationsmått väntas ändå nå 2 procent under 2017.

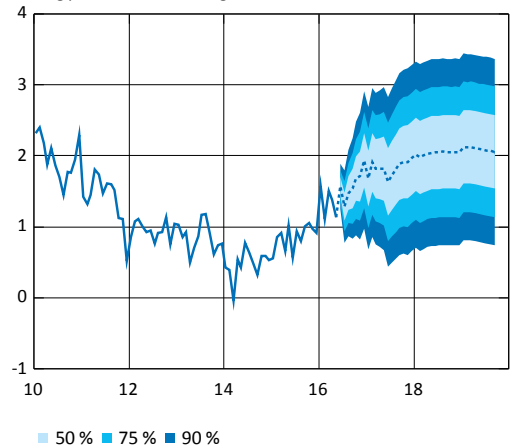
Den aktuella penningpolitiken

Osäkerhet om utvecklingen i omvärlden har präglat penningpolitiken i omvärlden och Sverige under en längre tid. För att värna inflationsmålet som nominellt ankare för pris- och lönebildningen har penningpolitiken successivt blivit allt mer expansiv. Riksbanken har sänkt reporäntan till -0,5 procent och genomfört omfattande köp av statsobligationer. I slutet av 2016 kommer dessa köp att uppgå till 245 miljarder kronor (se diagram 1:9).

Syftet med denna penningpolitik är att inflationen ska stiga och stabiliseras runt målet på 2 procent, och att inflationsförväntningarna ska hållas förenliga med inflationsmålet. Ett högt förtroende för inflationsmålet skapar förutsättningar

Diagram 1:4. KPIF med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring

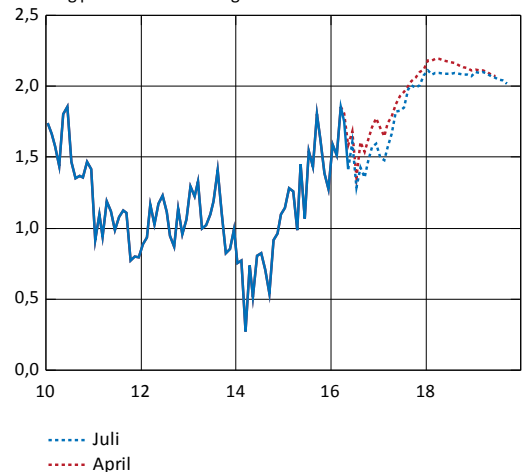


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:5. KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring

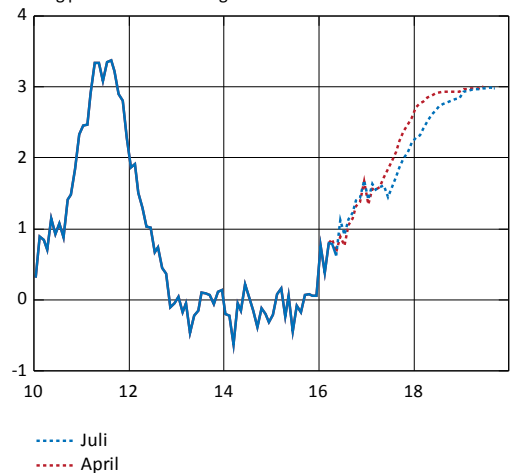


Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:6. KPI

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

för en välfungerande pris- och lönebildning samt en god ekonomisk utveckling i Sverige.

Fortsatt expansiv penningpolitik för att ge stöd i en osäker omvärld

Den svenska konjunkturen har de senaste åren, med stöd av den mycket expansiva penningpolitiken, stärkts snabbt. BNP-tillväxten har varit hög, arbetslösheten har sjunkit och inflationsförväntningarna har stigit (se diagram 1:10). Inflationen har stigit trendmässigt sedan 2014 och resursutnyttjandet bedöms nu vara nära normalt. Sedan det penningpolitiska mötet i april har svensk ekonomi sammantaget utvecklats som förväntat.

Prognosen för BNP-utvecklingen i omvärlden, framförallt i Storbritannien men även i resten av världen, har reviderats ned till följd av den ökade osäkerheten som uppstått efter att det brittiska folket röstat för att lämna EU. Penningpolitiken i omvärlden väntas också bli mer expansiv för att motverka de negativa konsekvenserna. Även svensk tillväxt är nedreviderad i prognosen. Men samtidigt står svensk ekonomi relativt väl rustad och även om osäkerheten är stor antas sysselsättningen fortsätta att öka och BNP-tillväxten bli fortsatt god. Även om KPIF-inflationen nu väntas bli något lägre under nästa år jämfört med prognosen i april stiger den och når 2 procent under 2017.

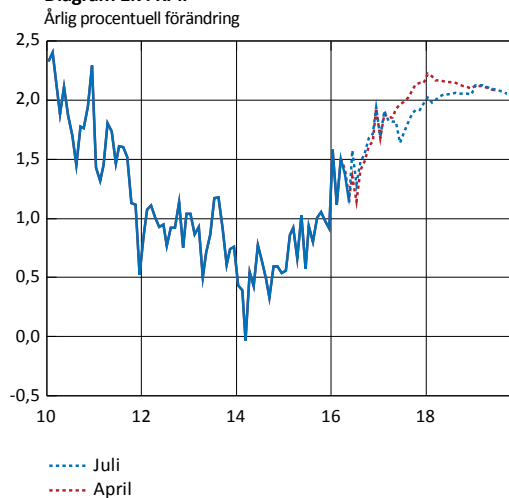
I en osäker omvärld behövs en fortsatt mycket expansiv penningpolitik för att bidra till en stigande inflation och god utveckling i svensk ekonomi. Direktionen har därför beslutat att lämna reporäntan oförändrad på -0,5 procent. Givet den ökade osäkerheten bedömer direktionen nu att det kommer att dröja längre innan reporäntan börjar höjas. Först under andra halvåret 2017 inleds långsamma höjningar (se diagram 1:11). I linje med styrräntor i omvärlden väntas reporäntan höjas i en något långsammare takt än tidigare och blir därmed lite lägre i slutet av prognosperioden. Köpen av statsobligationer fortsätter enligt den plan som beslutades i april. Därmed kommer de totala köpen att uppgå till 245 miljarder vid årsskiftet 2016. Tills vidare återinvesteras också förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen för att upprätthålla expansiviteten i penningpolitiken.

Penningpolitiken är sammantaget, liksom på flera andra håll i världen, mycket expansiv och kommer att vara så de kommande åren. Exempelvis är den reala reporäntan fortsatt negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:12).

Hög beredskap

Även om utvecklingen i svensk ekonomi varit god har osäkerheten om utvecklingen i omvärlden ökat och det kan komma negativa överraskningar längs vägen. Om, och i så fall hur, penningpolitiken då ändras beror på hur sådana överraskningar bedöms påverka inflationsutsikterna. Det viktiga för penningpolitiken är att inflationen trendmässigt närmar sig målet och att förtroendet för inflationsmålet inte försvagas.

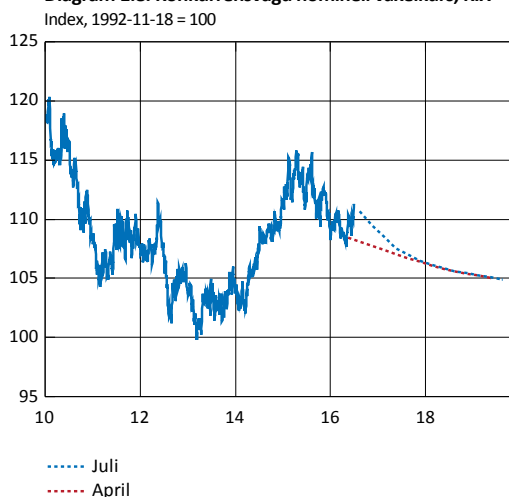
Diagram 1:7. KPIF



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

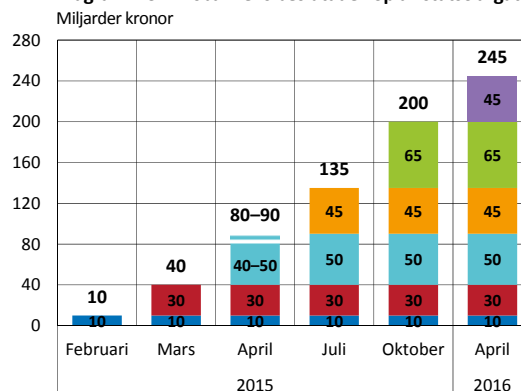
Diagram 1:8. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX



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

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 1:9. Riksbankens beslutade köp av statsobligationer



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

Källa: Riksbanken

Direktionen har mot den här bakgrunden en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om så skulle behövas. Det gäller även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena. Det finns fortfarande möjligheter att sänka reporäntan ytterligare, vilket avspeglas i reporäntebanan. Om det skulle behövas kan Riksbanken också vidta åtgärder i det penningpolitiska styrsystemet för att understödja den förda penningpolitiken. Därtill kan köpen av värdepapper utökas, till exempel genom ytterligare köp av nominella och reala statsobligationer. Riksbanken står fortsatt beredd att intervensera på valutamarknaden, om kronan stärks så snabbt att det hotar inflationsuppgången. Direktionen har därför också fattat beslut om att förlänga det mandat som underlättar att snabbt kunna intervensera på valutamarknaden.

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

Ett exempel på en risk som i nuläget är svår att siffersätta är att den brittiska folkomröstningen ska få långtgående negativa effekter på omvärldsutvecklingen.

Osäkerhet kring inflationsprognosen

Utvecklingen i den svenska ekonomin beror till stor del på utvecklingen i omvärlden. I ett scenario där omvärlden växer betydligt långsammare än förväntat kan efterfrågan på svensk export komma att dämpas påtagligt, och förtroendet bland svenska företag och hushåll försämras. Då är risken stor för att arbetslösheten stiger och att inflationen i Sverige sjunker igen.

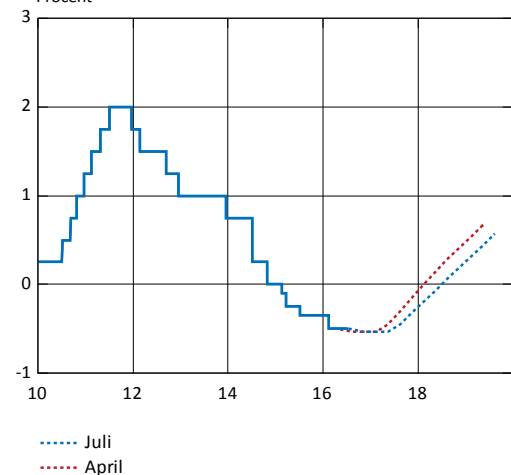
Spridningseffekterna på världsekonomin av ett brittiskt utträde ur EU utgör en viktig omvärldsrisk. Efter EU-folkomröstningen har marknadsvärdet på flera europeiska banker fallit kraftigt. Många av dessa har dålig lönsamhet och svaga balansräkningar. Om detta blir ihållande eller om ytterligare försvagningar sker kan det leda till att kreditgivningen stramas åt. Det är ett sätt på vilket ett brittiskt utträde ur EU skulle kunna få betydligt större spridningseffekter på världsekonomin än vad som antagits i prognosen. Situationen skulle kunna förvärras om den opinion som ifrågasätter medlemskap i EU växer också i andra länder. Då skulle den finansiella

Diagram 1:10. Inflationsförväntningar bland samtliga aktörer
Procent, medelvärde



Källa: TNS Sifo Prospera

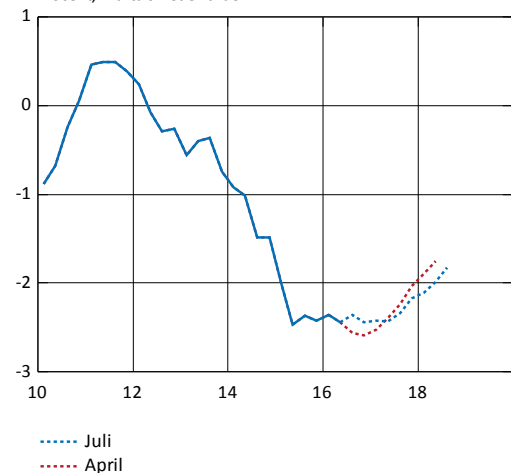
Diagram 1:11. Reporänta
Procent



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:12. Real reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



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

Källor: SCB och Riksbanken

turbulensen kunna tillta och läget för bankerna förvärras. Oro för en sämre utveckling i den kinesiska ekonomin spelar också fortsatt stor roll för osäkerheten i världsekonomin.

En annan källa till osäkerhet utgörs av kronans växelkurs. Det har varit stora rörelser på de globala valutamarknaderna i samband med den brittiska folkomröstningen. Inför omröstningen försvagades kronan mot många valutor och försvagningen har fortsatt därefter. Det är svårt att bedöma hur varaktig denna försvagning är. Riksbankens prognos är nu att kronan förstärks gradvis och under ordnade former. Om förstärkningen skulle bli större eller gå snabbare än i prognosen försämrar det förutsättningarna för exportindustrin, i en redan osäker omvärld. Det skulle i sin tur göra det svårare att nå inflationsmålet på det sätt som beskrivs i prognosen. En stor och snabb förstärkning av kronan gör det också svårare att nå inflationsmålet via mer direkta effekter som kommer från lägre importerade prisökningar (se exempelvis scenariot "Risker med en snabb förstärkning av kronan i en låginflationsmiljö" i den penningpolitiska rapporten i februari 2016).

Att inflationen stigit sedan början av 2014 beror bland annat på att kronan bidragit till att priserna på varor och tjänster med högt importinnehåll har stigit. När kronan förstärks framöver behöver inflationsuppgången i större utsträckning drivas av prisökningar för varor och tjänster med mindre importinnehåll. Att resursutnyttjandet nu stiger och blir högre än normalt bör enligt historiska samband betyda att inflationen stiger framöver. Men samtidigt är det svårt att exakt bedöma hur snabbt resursutnyttjandet påverkar inflationen. Därför är det också osäkert hur snabbt inflationen kommer att stiga under kommande år.

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

Givet den goda ekonomiska utvecklingen i Sverige finns det också förutsättningar för inflationen att stiga snabbare än väntat. Snabbt stigande energipriser eller en betydligt svagare krona skulle också kunna bidra till en sådan utveckling. Men inflationen har underskridit målet under lång tid och om inflationen tillfälligt skulle bli högre än i Riksbankens prognos behöver detta inte innebära att penningpolitiken i närtid görs mindre expansiv.

Risker med låg inflation

Utdragna 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 på så vis att bli självuppfyllande. Det är därför viktigt att undvika alltför långa perioder med låg inflation och särskilt att sådana perioder för med sig fallande långsiktiga inflationsförväntningar. Utan ett riktmärke för pris- och lönebildning blir det svårare för hushåll och företag att fatta ekonomiska beslut. Stor spridning i

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 inflationsmålet HIKP påverkas inte heller direkt av förändrade bostadsräntor eftersom hushållens boendekostnader till stor del utelämnas. Till skillnad från KPI syftar HIKP inte till att vara ett levnadskostnadsindex, utan är i stället tänkt att vara ett mått som är bra för penningpolitiska ändamål. HIKP kallas därför ofta ett inflationsindex och är målvariabel för penningpolitiken i bland annat euroområdet och Storbritannien. Att KPI, KPIF och HIKP har olika syften innebär att de beräknas på delvis olika sätt. Trots skillnaderna i konstruktion är inflationen mätt med HIKP och KPIF likartad, medan KPI-inflationen har varierat mer.

förväntningarna om priser och löner gör det svårare för enskilda företag att förutse hur de egna kostnaderna och intäkterna kommer att utvecklas, vilket kan hämma investeringar och nyanställningar. Det påverkar i förlängningen den ekonomiska aktiviteten i hela ekonomin negativt.

En låg inflation försvårar dessutom anpassningar av reallöner, eftersom nominallöner vanligtvis stiger och sällan anpassas nedåt. Detta kan medföra högre arbetslöshet.

Risker med låga och negativa räntor

De låga räntorna globalt beror framför allt på en underliggande nedåtgående trend i realräntan men delvis också på att penningpolitiken är expansiv (se diagram 1:13). Den expansiva penningpolitiken i Sverige och andra länder behövs för att stimulera den ekonomiska tillväxten och motverka riskerna med alltför låg inflation. Men att reporäntan är negativ är ovanligt och det är inte förvånande att detta har gett upphov till en diskussion. Riksbankens bedömning är att efter snart ett och ett halvt år med negativ styrränta har penningpolitiken haft ett tydligt genomslag på ekonomin och inga större problem har uppstått (se fördjupningen "Perspektiv på den negativa reporäntan" i denna penningpolitiska rapport). Det generellt låga ränteläget kan dock medföra en ökad sårbarhet i det finansiella systemet till exempel om det leder till att tillgångar övervärderas och olika typer av risker inte prissätts fullt ut. Enligt Riksbankens analys är den svenska bostadsmarknaden högt värderad i ett historiskt perspektiv.

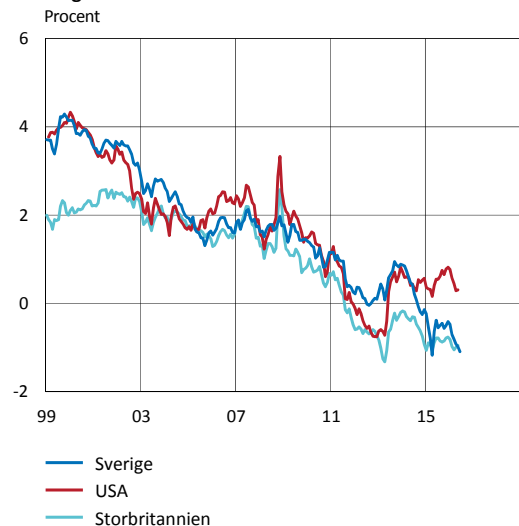
Det låga ränteläget bidrar till att bostadspriserna och hushållens skulder fortsätter att öka (se diagram 1:14 och 1:15). Liksom i föregående prognos bedöms hushållens skulder som andel av disponibel inkomst stiga till cirka 195 procent i slutet av prognosperioden. De senaste månaderna har ökningstakten i utlåningen till hushållen legat på 8 procent. Utlåningen förväntas fortsätta att öka i snabbare takt än inkomsterna även framöver, vilket inte är långsiktigt hållbart. Om det skulle inträffa negativa överraskningar 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 – brådskande att vidta åtgärder

De stigande bostadspriserna och hushållens ökande skuldsättning bidrar till allt större risker för den finansiella och den makroekonomiska stabiliteten. Finansinspektionen har vidtagit åtgärder som amorteringskrav, bolånetak och riskviktsgolv för bolån.

Ytterligare åtgärder behöver dock vidtas för att minska riskerna, särskilt i ett läge som präglas av låga räntor. Bostadsmarknaden behöver reformeras så att det blir en bättre balans mellan utbud och efterfrågan. De blocköverskridande bostadssamtalen resulterade inte i någon överenskommelse

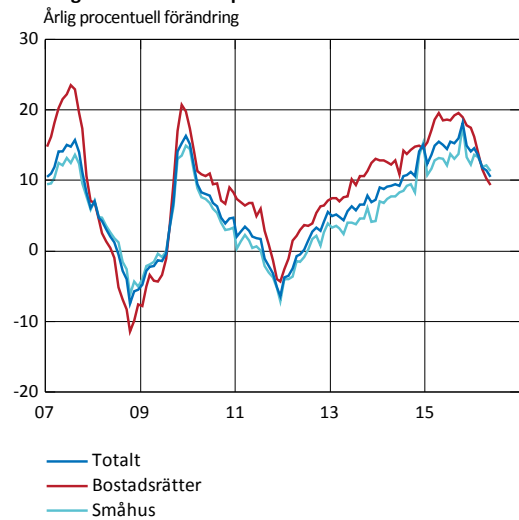
Diagram 1:13. Realräntor



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

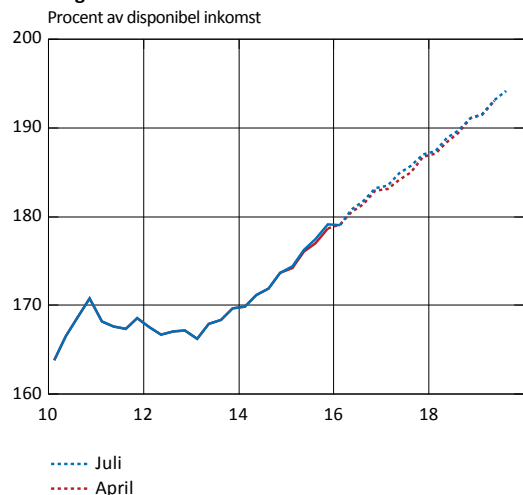
Källor: Bank of England, Federal Reserve, Thomson Reuters och Riksbanken

Diagram 1:14. Bostadspriser



Källa: Valueguard

Diagram 1:15. Hushållens skulder



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

Källor: SCB och Riksbanken

så här är det viktigt att arbetet på politisk nivå fortsätter. Det är även viktigt med reformer som minskar hushållens vilja eller förmåga att skuldsätta sig, så som en nedtrappning av ränteavdraget.

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

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

FÖRDJUPNING – Resultatet i den brittiska EU-folkomröstningen skapar osäkerhet

Den 23 juni röstade en majoritet av britterna för att landet ska lämna den europeiska unionen. Resultatet innebär stora politiska utmaningar, både för Storbritannien och EU-samarbetet, och det har varit kraftiga reaktioner på de finansiella marknaderna. Det är svårt att bedöma vilka konsekvenserna blir för den ekonomiska utvecklingen framöver. Riksbankens bedömning är att resultatet i folkomröstningen och den ökade osäkerheten framförallt innebär negativa effekter för tillväxten i Storbritannien medan konsekvenserna för andra länder blir mer begränsade. Men osäkerheten är stor och prognoserna kan komma att justeras ytterligare i takt med att mer information tillkommer.

Brittisk folkomröstning skapar stor osäkerhet

Den 23 juni röstade folket i Storbritannien för att landet ska lämna den europeiska unionen, EU. Premiärminister David Cameron aviserade omedelbart sin avgång och överlät samtidigt åt sin efterträdare att besluta om när landet formellt ska anmäla sin avsikt att träda ur EU. När detta sker väntar komplicerade förhandlingar mellan Storbritannien och EU och utträdet ska sedan ske inom två år såvida man inte gemensamt beslutar att förlänga tidsfristen.

Resultatet i folkomröstningen har skapat stor osäkerhet. Tidsplanen för utträdet kommer att vara oklar under en tid framöver. Utöver detta behöver landets nya regering hantera en rad svåra frågor. I Skottland, där en klar majoritet röstade för att stanna kvar i EU, innebär folkomröstningsresultatet exempelvis att frågan om självständighet aktualiserats igen.

Reaktionerna på de finansiella marknaderna har så här långt präglats av minskad vilja att investera i riskfyllda tillgångar. Det har varit stora rörelser på världens börser och priser på säkrare tillgångar, så som statsobligationer, har stigit. Det brittiska pundet har försvagats kraftigt mot andra valutor, och euron har försvagats mot dollarn och yenen. Den ökade riskaversionen har också lett till stora svängningar på den svenska aktiemarknaden och lägre statsobligationsräntor i Sverige. Kronan har förstärkts mot pundet, men försvagats mot dollarn och euron, och även i konkurrensvägda termer. Den förhöjda oron har skapat förväntningar på mer expansiv penningpolitik från centralbanker runt om i världen. Utvecklingen har dock inte inneburit att de finansiella marknadernas funktionsätt påtagligt försämrats.

Hur har Riksbankens prognoser påverkats?

Det är svårt att bedöma konsekvenserna av resultatet i den brittiska folkomröstningen. Riksbankens bedömning är att resultatet i folkomröstningen och den ökade

osäkerheten framförallt innebär negativa effekter för tillväxten i Storbritannien medan konsekvenserna för andra länder blir mer begränsade. Men eftersom osäkerheten om effekterna är stor kan prognoserna komma att justeras ytterligare i takt med att mer information tillkommer.

Effekter på Storbritannien och övriga omvärlden

Resultatet i folkomröstningen och den ökade oron väntas leda till att företag och hushåll, framförallt i Storbritannien men även i andra länder, blir mer försiktiga och avvakande. Företagen skjuter upp investeringar och blir mer återhållsamma med att nyanställa, medan hushållen minskar sin konsumtion. Troligtvis minskar också direkt- och portföljinvesteringarna i Storbritannien. Därtill kan stramare finansiella förhållanden, exempelvis förhöjda riskpremier och därmed högre räntor och lägre kreditillväxt, dämpa efterfrågan. Att många europeiska banker i utgångsläget har låg lönsamhet och svaga balansräkningar förstärker sannolikt denna effekt.

Om Storbritannien lämnar EU innebär det att landet inte längre är en del av EU:s inre marknad. Landet behöver då omförhandla sina handelsavtal med EU-länderna men även med andra länder som EU har handelsavtal med. Detta är en komplicerad process som kommer ta lång tid och beroende på hur de nya avtalen ser ut kan effekterna på Storbritanniens handel med omvärlden bli mer eller mindre negativa.

Före folkomröstningen publicerade en rad organisationer analyser av hur Storbritanniens och EU-ländernas ekonomier skulle påverkas vid ett brittiskt EU-utträde. Effekterna på Storbritanniens BNP-nivå på några års sikt ligger i intervallet från -1 till -6 procent, och bedöms överlag bli större än effekterna för övriga EU-länder.

I tabell 1:3 redovisas effekterna på BNP-nivån i Storbritannien och EU-området från två av dessa studier.²

Riksbanken har mot bakgrund av resultatet i folkomröstningen och den ökade osäkerheten reviderat ned BNP-tillväxten i omvärlden de närmaste åren. Storbritanniens BNP-nivå är nedreviderad med 2 procent i slutet av prognosperioden medan inflationen är uppreviderad eftersom pundet väntas vara svagare. BNP-tillväxten i EU och den övriga världen är också nedreviderad men i mindre utsträckning. För euroområdet bedöms BNP-nivån vara 0,5 procent lägre i slutet av prognosperioden. I bedömningen ligger också att penningpolitiken i Storbritannien och den övriga världen blir mer expansiv för att motverka de negativa effekterna på ekonomin.

Tabell 1:3. Bedömda effekter på Storbritanniens och EU-områdets BNP-nivå i olika studier

Procent

	Tid	Scenario	Storbritannien	EU exklusive Storbritannien
IMF	2019	Gynnsamt	-1,4	-0,2
	2019	Ogynnsamt	-5,6	-0,5
OECD	2018		-1,3	-1,1

Anm. IMF:s effekter avser euroområdet och siffran för EU exkl. Storbritannien i det gynnsamma scenariot avser 2018. Klassificeringen av scenarier som gynnsamt eller ogynnsamt beror på de bakomliggande antagandena.

Källor: IMF och OECD

Effekter på Sverige

Den ökade osäkerheten som dämpar tillväxten i Storbritannien och övriga Europa inverkar negativt även på svensk tillväxt, och BNP-prognosen för Sverige är nedreviderad ungefär i linje med övriga Europa. Exporten till Storbritannien uppgick förra året till cirka 8 procent av den totala svenska exporten och 2014 motsvarade Storbritanniens direktinvesteringstillgångar i Sverige cirka 7 procent av svensk BNP.

Efter folkomröstningsresultatet har kronan förstärkts mot pundet men försvagats mot euron och dollarn. Sammantaget, i konkurrensvägda termer, har kronan försvagats och Riksbanken bedömer att kronan blir svagare jämfört med prognosen i april även under andra halvåret 2016 och första halvåret 2017. Detta bidrar till att dämpa de negativa effekterna av den ökade oron på efterfrågan och BNP. Samtidigt innebär en svagare krona att priserna på varor och tjänster med högt importinnehåll ökar något snabbare.

Den sammantagna effekten på inflationen bedöms mot ovanstående bakgrund bli relativt begränsad. Men det är svårt att bedöma hur ovissheten påverkar hushåll och företag och hur varaktiga effekterna kommer att bli. Detta beror i stor utsträckning på den politiska

utvecklingen i spåren av folkomröstningen. Hur realekonomin, inflationen, och därmed penningpolitiken påverkas framöver är därför i dagsläget mycket osäkert. I takt med att mer information tillkommer kan Riksbankens prognoser komma att justeras ytterligare.

² OECD (2016), "The Economic Consequences of Brexit: A Taxing Decision", OECD Policy Paper, April 2016. IMF (2016) och "United Kingdom Selected Issues", Country report no 16/169, IMF.

FÖRDJUPNING – Perspektiv på den negativa reporäntan

Reporäntan har varit negativ sedan februari 2015. Eftersom negativa nominella räntor är ett nytt fenomen är det inte förvånande att denna situation har gett upphov till en hel del diskussion. De reala räntorna – som är mer relevanta för konsumtions- och investeringsbeslut – har sjunkit under lång tid och varit negativa vid flera tillfällen genom historien. Men negativa nominella räntor är desto mer ovanliga. Under senare år har flera centralbanker infört negativ styrränta i spåren av den utdragna lågkonjunkturen. Erfarenheterna är alltså begränsade, men efter snart ett och ett halvt år med negativ styrränta i Sverige har penningpolitiken haft ett tydligt genomslag på ekonomin, och inga större problem har uppstått.

Negativ reporänta – tidigare utforskad mark

Penningpolitiken i Sverige och flera andra länder är i dagsläget mycket ovanlig i ett historiskt perspektiv, med negativ styrränta och omfattande köp av värdepapper. I synnerhet det faktum att Riksbanken valt att låta reporäntan bli negativ har framkallat en debatt, där argument mot den negativa reporäntan har framförts. Ett argument är att den negativa räntan skulle motverka sitt syfte, eftersom den skapar osäkerhet som innebär att efterfrågan i ekonomin sjunker när aktörerna i ekonomin väntar med konsumtion och investeringar. Det finns också en oro att den negativa reporäntan, som leder till allmänt lägre räntor, ökar riskerna i ekonomin via stigande bostadspriser och skulder.

Att det uppkommer en diskussion är inte förvånande med tanke på att situationen med negativ reporänta är ny. Riksbanken är medveten om att en negativ reporänta kan ge upphov till önskad effekt, men anser att den i dagsläget är nödvändig för att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Just eftersom det är utforskad mark har Riksbanken sänkt reporäntan under noll i mindre steg än normalt. Riksbanken följer utvecklingen kontinuerligt för att bedöma om penningpolitiken har avsedd effekt och förvissa sig om att den finansiella stabiliteten inte hotas.

Varför behövs negativ reporänta i Sverige?

På senare år har flera centralbanker utöver Riksbanken infört negativ styrränta: Danmarks nationalbank, Schweiz nationalbank, ECB och den japanska centralbanken. Det finns flera anledningar till att Riksbanken har sett ett behov av att införa negativ reporänta. En anledning är att den underliggande trenden i realräntan har sjunkit under lång tid till följd av strukturella faktorer, exempelvis ett högt sparande. Det bidrar till att den nivå på reporäntan som är förenlig med balans i samhällsekonomin har sjunkit.³ Då behöver också reporäntan vara mycket låg för att

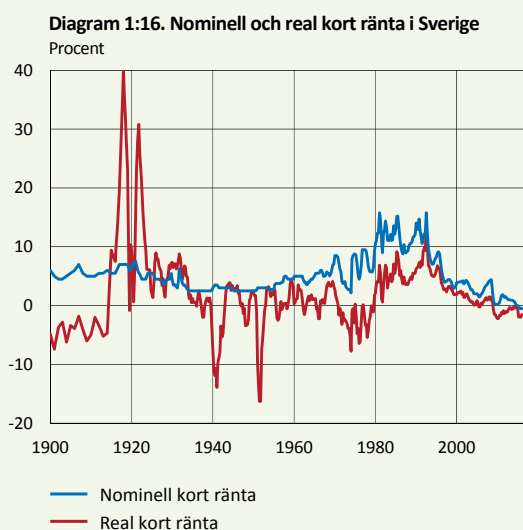
stimulera ekonomin. För en öppen ekonomi som den svenska är dessutom räntans nivå i förhållande till omvärlden mycket viktig. Omvärldens styrräntor har nått historiskt mycket låga nivåer kring noll procent, av samma skäl som i Sverige (se diagram 2:1). Om den svenska styrräntan avviker för mycket från styrräntorna i omvärlden skulle, allt annat lika, kronan stärkas påtagligt, vilket i sin tur skulle dämpa både den ekonomiska aktiviteten och inflationen.

I och med att inflationen under lång tid legat under målet och de långsiktiga inflationsförväntningarna legat under 2 procent har det funnits ett behov av en mycket expansiv penningpolitik i Sverige. Riksbanken har därför bedömt att det varit nödvändigt att sänka reporäntan under noll för att värna inflationsmålet som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Sällsynt med negativa nominella räntor

Penningpolitiken påverkar via styrräntan ekonomins olika nominella räntor. Men de reala räntorna, som avspeglar skillnaden mellan de nominella räntorna och den förväntade inflationen, är egentligen mer relevanta för konsumtions- och investeringsbeslut. Den korta realräntan har varit negativ i stort sett oavbrutet sedan 2009. Också längre tillbaka i historien har det förekommit negativa realräntor i Sverige, senast under 1970-talet då inflationen var hög och varierande (se diagram 1:16). Negativa nominella räntor har varit desto mer sällsynta: den nominella korta räntan i Sverige har aldrig varit negativ före 2015.

³ Se H. Armelius, P. Bonomolo, M. Lindskog, J. Rådahl, I. Strid och K. Walentin, "Lägre neutral ränta i Sverige?", Ekonomiska kommentarer nr 8 2014, Sveriges riksbank, samt fördjupningen "Låga globala räntor" i Penningpolitisk rapport oktober 2014.



Anm. Den reala räntan beräknas från serier för nominell ränta och inflation/inflationsförväntningar. För den nominella räntan och inflationen används årsdata från "historisk monetär statistik" för 1900–1918. För den nominella räntan används riksbankens diskonto för 1918–1983, och därefter räntan på en tremånaders statsskuldsväxel. För inflationen används levnadskostnadsindex/KPI från SCB för 1918–1979 och därefter inflationsförväntningar hos hushållen på ett års sikt från Konjunkturinstitutet.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Under lång tid var den gängse uppfattningen att styrrentan inte kunde sänkas under noll, även om det skulle finnas ett sådant behov.⁴ Resonemanget baseras på att hushåll och företag som ett alternativ till räntebärande tillgångar kan placera sina pengar i kontanter, som per definition ger noll nominell ränta. Om bankerna skulle införa negativ ränta på insättningskonton finns det en risk att insättarna, däribland hushållen, för att undvika den negativa räntan skulle ta ut pengarna från sina inlåningskonton och istället "lägga dem i madrassen".

Vilka aktörer i svensk ekonomi möter negativ ränta?

Att reporäntan är negativ betyder inte att det allmänna ränteläget i Sverige är negativt. Reporäntan är en mycket speciell kort ränta som direkt bara har betydelse för Riksbankens penningpolitiska motparter, framförallt affärsbankerna. När reporäntan är negativ betalar bankerna ränta för att "förvara" sina pengar hos Riksbanken, eftersom banksystemet har ett sammantaget överskott i likviditet gentemot Riksbanken. Likviditetsöverskottet har ökat under senare tid, huvudsakligen på grund av Riksbankens köp av statsobligationer. Detta kan bidra till att öka effekterna av negativ ränta på ekonomin, eftersom bankerna då har större anledning att leta efter högre avkastning på sina placeringar.

När reporäntan har sänkts till $-0,5$ procent har också de korta interbank- och statsräntorna följt med under noll och ligger nu på ungefär samma nivå som reporäntan. Att interbankräntorna är negativa betyder att räntan är

negativ för lån mellan banker. Negativa korta och medellånga statsräntor betyder i sin tur att staten också kan låna till negativ ränta på löptider upp till ungefär åtta år. Även banker och vissa större företag och kommuner kan låna kortfristigt till negativ ränta.

Inlåningsräntorna för hushåll och de flesta företag hittills inte under noll

Hittills har bankerna avstått från att införa negativ inlåningsränta för hushåll och de flesta företag. I Sverige är det bara ett fåtal aktörer som fått en negativ inlåningsränta. Det rör sig främst om större företag och kommuner, som också kan låna till negativ ränta, vilket gör att det finns utrymme för bankerna att ta ut negativ inlåningsränta av dem. De genomsnittliga inlåningsräntorna för hushåll och företag har sedan en tid legat kring noll procent (se diagram 2:8). Men information från bankerna pekar på att en viss del av de icke-finansiella företagens inlåning möter negativ ränta i form av avgifter, som därmed inte syns i statistiken. Detta gäller dock endast en liten del av de icke-finansiella företagens totala inlåning. I Riksbankens företagsundersökning uppger företag med stor kassa att de försöker placera om sin likviditet för att undvika dessa nya kostnader för inlåningen.

Tabell 1:4.

Räntor som är negativa
Reporäntan
Interbankräntor
Statsobligationer med löptid upp till 8 år
Bostadsobligationer med löptid upp till 3 år
Inlåningsräntor för vissa större företag och kommuner
Kortfristig marknadsfinansiering för vissa företag och kommuner
Räntor runt noll
Inlåningsräntor för hushåll och de flesta företag
Räntor som är positiva
Utlåningsräntor för hushåll och företag
Statsobligationer med löptid över 8 år
Bostadsobligationer med löptid över 3 år
Företagsobligationer

Lönsamma banker och små praktiska problem

Ett annat argument mot negativa räntor är att dessa minskar bankernas lönsamhet, vilket skulle leda till högre utlåningsräntor och ett lägre utbud av krediter. Svenska bankers lönsamhet har dock varit hög och stabil under de senaste årens räntesänkningar. Sänkningarna av reporäntan under noll bedöms också ha bidragit till lägre utlåningsräntor för hushåll och företag, i och med att bankernas marknadsfinansiering har blivit billigare. Riksbankens bedömning är att den sammantagna effekten av negativa räntor på bankers lönsamhet är begränsad och till och med kan vara positiv, och att

⁴ Se exempelvis U. Söderström och A. Westermark, "Penningpolitik när styrrentan är noll", Penning- och valutapolitik nr 2, 2009, Sveriges riksbank.

penningpolitiken har fungerat väl även vid en negativ styrräntenivå.⁵

För vissa aktörer kan det finnas kostnader specifikt förknippade med negativa räntor. Det handlar bland annat om IT-system som kan ha begränsade möjligheter att hantera negativa räntor och kostnader relaterade till legala och avtalsmässiga problem som uppstår vid negativa räntor. Behoven av att anpassa finansiella system och praxis bland aktörerna har dock hittills varit små och har kunnat hanteras.⁶

Låg risk för stora kontantuttag

Riksbanken bedömer att det är liten risk för att banker, företag eller hushåll skulle börja ta ut stora mängder kontanter. Hushållen möter inte negativ ränta, och att byta från att använda kort för betalningar till att hålla stora mängder kontanter är förknippat med påtagliga kostnader, exempelvis för säker förvaring av sedlar och mynt.⁷ Bankerna och vissa företag möter visserligen negativ ränta, men även för dem är kostnaden av en ökad kontanthantering stor. Kontantanvändningen har i Sverige minskat trendmässigt under många år, och så här långt syns inga tecken på att denna trend skulle vara på väg att vända.

Negativ reporänta inte uttryck för "kris"

En farhåga som ibland nämns i debatten är att den negativa reporäntan ökar osäkerheten bland ekonomins aktörer, eftersom den skulle uppfattas som ett "krisverktyg". Hittills finns dock inga signaler på sjunkande efterfrågan i ekonomin till följd av ökad osäkerhet hos hushåll, företag eller aktörer på finansiella marknader. Aktörerna i ekonomin förefaller inte avvakta med att konsumera och investera. Nationalräkenskaperna visar exempelvis att både bostadsinvesteringar och näringslivets övriga investeringar utvecklats betydligt starkare än normalt de senaste åren. Och den inhemska efterfrågan har överlag varit en viktig drivkraft bakom den förbättrade konjunkturen i Sverige. Hushållens konsumtion av varaktiga varor har till exempel ökat i god takt. Arbetsmarknaden har kontinuerligt förbättrats, sysselsättningen stiger, varsel om uppsägning är på låga nivåer och företagen planerar alltjämt att fortsätta rekrytera, vilket tyder på optimism om framtiden.

Konjunkturinstitutets barometerindikator signalerar sammantaget att förtroendet har stigit efter att reporäntan sänkts under noll (se diagram 3:7).

Den expansiva penningpolitiken har bidragit till hög tillväxt och stigande inflation, men medför också risker

Riksbankens bedömning är alltså att penningpolitiken har fungerat i stort sett som normalt även när reporäntan sänkts under noll. Den negativa reporäntan – i kombination med Riksbankens köp av statsobligationer – har haft en expansiv effekt på svensk ekonomi. Tillväxten är god, samtidigt som arbetslösheten nått den lägsta nivån sedan 2009 och det finns inga tydliga tecken på att negativ reporänta lett till ökad osäkerhet som håller tillbaka den ekonomiska aktiviteten. Även om inflationen fortfarande är under målet har den stigit trendmässigt sedan 2014 och inflationsmålet upplevs som trovärdigt.

Men det generellt låga ränteläget medför samtidigt risker, som i Sverige framförallt är förknippade med hushållens höga och växande skuldsättning. Som Riksbanken länge påtalat krävs därför åtgärder inom andra politikområden för att på olika sätt minska dessa risker. Penningpolitiken behöver vara expansiv för att ge fortsatt stöd åt svensk ekonomi och uppgången i inflationen. En kraftigt höjd ränta skulle förvisso bromsa skulduppbyggnaden, men till priset av en snabb förstärkning i kronan, lägre inflation och högre arbetslöshet. Jämfört med räntehöjningar kan andra åtgärder i högre grad utformas för att hantera just riskerna förknippade med hushållens skulder, och de negativa effekterna på ekonomin i övrigt kan därmed väntas vara mindre.

⁵ Se fördjupningen "Hur påverkar låga och negativa räntor bankers lönsamhet?" i Penningpolitisk rapport april 2016.

⁶ En fråga har rört obligationer med rörlig kupong. När referensräntan är negativ kan kupongen också bli det. Då ska investeraren betala kupongen till utgivaren, istället för tvärtom. Marknadernas aktörer har hittills hanterat detta genom att investerarna inte behöver betala vid negativa kuponger.

⁷ Se J. Alsterlind, H. Armelius, D. Forsman, B. Jönsson och A-L Wretman, "Hur långt kan reporäntan sänkas?", Ekonomiska kommentarer nr 11, 2015, Sveriges riksbank.

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Sedan den penningpolitiska rapporten i april har utvecklingen på finansiella marknader präglats av osäkerheten förknippad med folkomröstningen i Storbritannien där majoriteten röstade för att lämna EU. Som en följd av detta har det varit stora rörelser på världens börser och priser på säkrare tillgångar, såsom statsobligationer, har stigit. Det har även varit stora rörelser på valutamarknaden både i Sverige och i omvärlden. Kronan har i konkurrensvägda termer blivit svagare jämfört med riksbankens prognos i april. Räntorna för hushåll och företag är kvar på rekordlåga nivåer och utlåningen till hushållen fortsätter att växa i relativ snabb takt men uppgången i huspriserna har dämpats. Sammantaget bedöms de finansiella förhållandena i Sverige vara fortsatt gynnsamma för den ekonomiska tillväxten.

Utvecklingen internationellt

Sedan det penningpolitiska beslutet i april har utvecklingen på de finansiella marknaderna präglats av osäkerheten förknippad med folkomröstningen i Storbritannien där majoriteten röstade för att lämna den Europeiska unionen. Även svängningar i marknadens syn på i vilken takt Federal Reserve kommer att höja räntan i USA har påverkat finansmarknaderna under perioden. Resultatet av omröstningen i Storbritanniens har medfört stora rörelser på de finansiella marknaderna. Till exempel har pundet försvagats kraftigt, det har varit stora rörelser på världens börser och priser på säkrare tillgångar, såsom statsobligationer, har stigit. Utvecklingen har dock hittills inte inneburit att de finansiella marknadernas funktionssätt påtagligt har försämrats.

Statsobligationsräntor på nya lägstanivåer

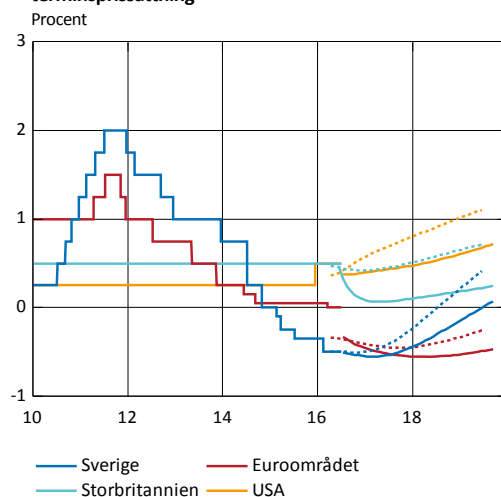
Marknadens förväntningar om när Federal Reserve ska höja styrräntan i USA har svängt fram och tillbaka sedan april. Efter kommunikation från olika ledamöter steg först marknadsförväntningarna på en höjning redan under sommaren. Svag statistik över utvecklingen på arbetsmarknaden i maj gjorde dock att förväntningarna sedan skiftade tillbaka, en bild som sedan stärktes av Federal Reserves räntebesked i mitten på juni. Efter omröstningen i Storbritannien föll förväntningarna ytterligare och är nu klart lägre än i april. Enligt marknadsprissättningen är nästa räntehöjning i USA nu inprisad först under 2018 (se diagram 2:1).

I Europa har Europeiska centralbanken, ECB, inte lanserat några nya åtgärder under perioden. Efter omröstningen i Storbritannien har dock förväntningarna om lägre styrräntor framöver ökat. Under juni har dessutom två tidigare annonserade program inletts, den andra omgången av det riktade likviditetsprogrammet (TLTRO) och köpen av företagsobligationer. Lånen i den första omgången av det nya likviditetsprogrammet användes främst till att återbetala tidigare lån från ECB som hade något sämre villkor. Takten för köpen av företagsobligationer har initialt varit cirka 2 miljarder euro i

Tabell 2:1.

Utvecklingen på finansiella marknader sedan den penningpolitiska rapporten i april	
Statsobligationsräntor	Lägre statsobligationsräntor i Sverige.
Valutamarknaden	I konkurrensvägda termer har kronan försvagats jämfört med Riksbankens prognos i april.
Aktiemarknaden	Stora rörelser på den svenska börsen. Sammantaget har börsen sjunkit något sedan april.
Räntor till hushåll och företag	Låga räntor till hushåll och företag.
Kredittillväxt	Fortsatt hög utlåningstillväxt till hushållen.

Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan. I Sverige finns ingen publicerad dagslåneränta, men normalt följer den reporäntan väl. Heldragna linjer är skattade 2016-07-04 förutom USA som är skattad 2016-07-01. Streckade linjer är skattade 2016-04-20.

Källor: Macrobond och Riksbanken

veckan vilket utgör drygt 10 procent av ECB:s totala veckovisa tillgångsköp.

Skiftet i marknadens förväntningar har varit störst i Storbritannien och där väntar sig marknaden nu en räntesänkning från Bank of England under senare delen av året (se diagram 2:1). Den bilden förstärks av uttalanden från chefen för Bank of England, Mark Carney, som signalerat att penningpolitiken i Storbritannien antagligen kommer att behöva göras mer expansiv under de närmaste månaderna.

Oron kring omröstningen i Storbritannien och de allt mer framskjutna förväntningarna på när Federal Reserve kan tänkas höja räntan i USA har gjort att statsobligationsräntor i de flesta länder har fallit sedan april. I både Tyskland och i Storbritannien har 10-åriga statsobligationsräntor noterats på nya lägstanivåer. I Tyskland är den 10-åriga räntan nu negativ (se diagram 2:2).

Kraftig försvagning av det brittiska pundet

Efter Storbritanniens folkomröstning har det varit stora rörelser på världens börser. I Europa har börskurserna fallit i nivå sedan i april medan nivån i USA i nuläget i princip är oförändrad. För bankaktier har det varit större fall (se diagram 2:3). Det beror dels på förnyad oro för tillståndet i den europeiska banksektorn, dels på osäkerhet kring förutsättningarna för bankernas stora verksamhet i Storbritannien framöver. Kostnaden för att försäkra sig mot betalningsinställelser från europeiska banker har även stigit något.

I eurområdet handlas nu en betydande del företagsobligationer med korta löptider till negativ ränta på andrahandsmarknaden. Detta bland annat som en följd av introduktionen av ECB:s köp av företagsobligationer.

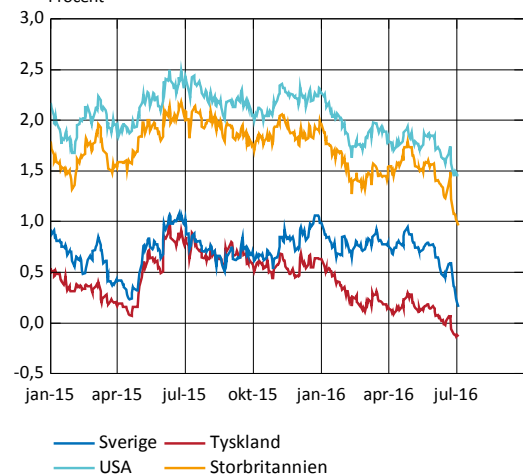
På valutamarknaden har det varit stora rörelser efter omröstningen i Storbritannien. Till exempel har det brittiska pundet försvagats kraftigt (se diagram 2:4). Det befinner sig nu på den svagaste nivån på 30 år mot den amerikanska dollarn. Valutor som brukar utvecklas starkt när osäkerheten på marknaden är stor, såsom den amerikanska dollarn, japanska yenen och schweizerfrancen, har samtidigt stärkts. Euron har stärkts mot pundet men försvagats mot exempelvis dollarn.

Finansiella förhållanden i Sverige

De finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt expansiva

Även de finansiella förhållandena i Sverige har påverkats av folkomröstningen i Storbritannien men är sammantaget fortsatt gynnsamma för den ekonomiska tillväxten. Sedan i april har marknadsräntorna i Sverige sjunkit. Börsen har minskat något och kronan har försvagats i konkurrensviktade termer. Räntor till hushåll och företag är i stort oförändrade på låga nivåer. Ökningstakten i huspriserna tycks ha mattats av de senaste månaderna men kredittillväxten är samtidigt fortsatt hög.

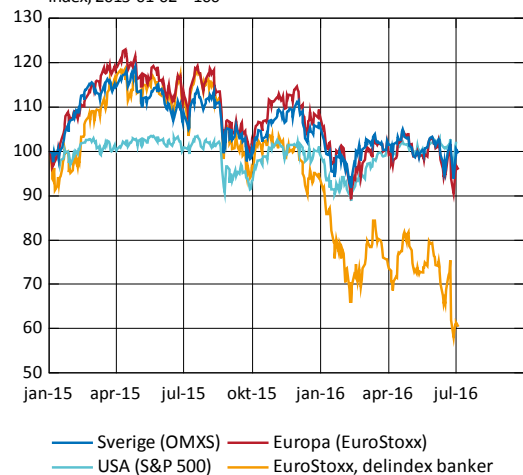
Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent



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

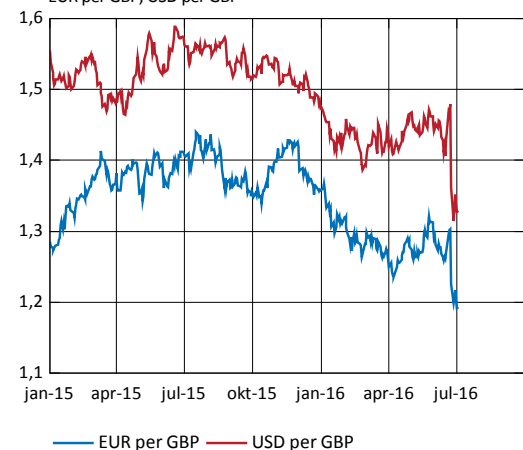
Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:3. Börsutveckling
Index, 2015-01-02 = 100



Källor: Macrobond och Thomson Reuters

Diagram 2:4. Växelkurs brittiska pund
EUR per GBP, USD per GBP



Källa: Macrobond

Lägre svenska statsobligationsräntor

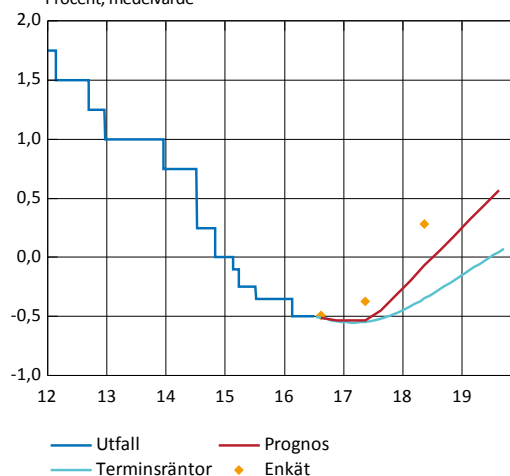
Vid det penningpolitiska mötet i april beslutade Riksbanken att lämna reporäntan oförändrad på $-0,50$ procent samtidigt som köpen av statsobligationer utökades med 45 miljarder kronor. Köpen av statsobligationer kommer att fortsätta året ut. För första gången annonserades i april även köp av reala statsobligationer. Dessa står för en tredjedel av de nyannonserade köpen, det vill säga 15 miljarder kronor.

Sedan det penningpolitiska beslutet i april har förväntningarna på reporäntan framöver fallit och då framför allt på lite längre sikt, vilket är i linje med utvecklingen internationellt. Förväntningarna på den framtida reporäntan, som kan mätas med terminsräntor eller enkäter, ligger i linje med Riksbankens reporäntebana under det närmaste året, men stiger därefter i något långsammare takt (se diagram 2:5). Förväntningarna enligt enkäter ligger istället något över reporäntebanan på några års sikt. Intervjuerna genomfördes dock före omröstningen i Storbritannien.

Riksbankens annonsering av utökade köp av nominella statsobligationer i april var i stort sett väntad och fick därför inte heller någon direkt påverkan på obligationsräntorna vid annonseringen. Sedan dess har lägre förväntningar på reporäntan framöver och fallande statsobligationsräntor globalt, framför allt efter omröstningen i Storbritannien, fått svenska statsobligationer att falla på alla horisonter. Störst fall kan observeras för obligationer med längre löptider. De svenska räntorna har fallit något mer än de tyska vilket gör att ränteskillnaden mot Tyskland har sjunkit något sedan i april (se diagram 2:6).

Riksbankens annonsering av köp av reala statsobligationer i april kom däremot som en viss överraskning för marknaden och räntan på obligationerna föll relativt kraftigt i samband med annonseringen. Sedan dess har den sjunkit ytterligare, vilket är i linje med rörelserna i de nominella statsobligationsräntorna.

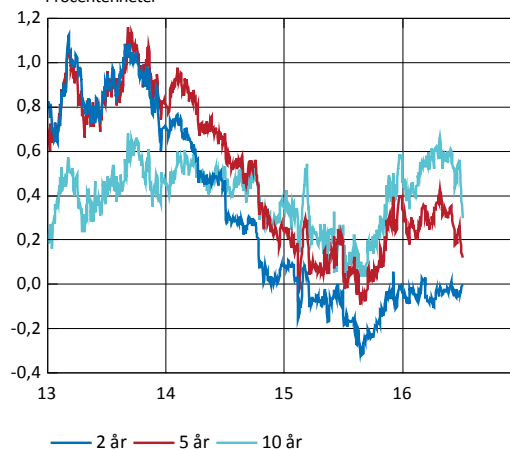
Diagram 2:5. Reporänta och marknadens förväntningar
Procent, medelvärde



Anm. Terminsräntorna är skattade 2016-07-01 och är ett mått på förväntad reporänta. Enkätsvar visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer den 2016-06-01.

Källor: Macrobond, TNS Sifo Prospera och Riksbanken

Diagram 2:6. Ränteskillnad mot Tyskland
Procentenheter



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

Källor: Macrobond, Thomson Reuters och Riksbanken

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.



Kronan svagare efter omröstningen i Storbritannien

Efter omröstningen i Storbritannien har det varit stora rörelser på den svenska börsen. I likhet med övriga börser i Europa är nivån nu något lägre än vad den var vid det penningpolitiska beslutet i april (se diagram 2:3). Räntorna på mer riskfyllda obligationer, så som företagsobligationer, har samtidigt fallit i linje med statsobligationsräntorna.

Kronan har i konkurrensvägda termer, KIX, blivit svagare jämfört med prognosen i april (se diagram 1:8). Försvagningen förklaras av den ökade osäkerheten på den globala finansmarknaden efter omröstningen i Storbritannien. Ökad global osäkerhet medför oftast en svagare krona. Främsta bidraget till försvagningen i KIX är från euron som stärkts mot kronan under perioden. Men även en försvagning mot den amerikanska dollarn och en del andra valutor har bidragit. Det stora fallet i det brittiska pundet slår även igenom på KIX och har hållit emot kronförsvagningen i konkurrensviktade termer (se diagram 2:7).

Fortsatt goda finansieringsvillkor för svenska banker

Sedan april har räntor på bostadsobligationer utgivna av svenska banker sjunkit. Nedgångarna är storleksmässigt i linje med de för statsobligationsräntor med samma löptid. Ränteskillnaden mellan bostads- och statsobligationer är därmed i princip oförändrad jämfört med i april och är kvar på något högre nivåer än den varit de senaste åren. Givet det låga ränteläget bedöms de svenska bankerna fortsatt ha goda finansieringsvillkor, vilket skapar bra förutsättningar för utlåningen till hushåll och företag.

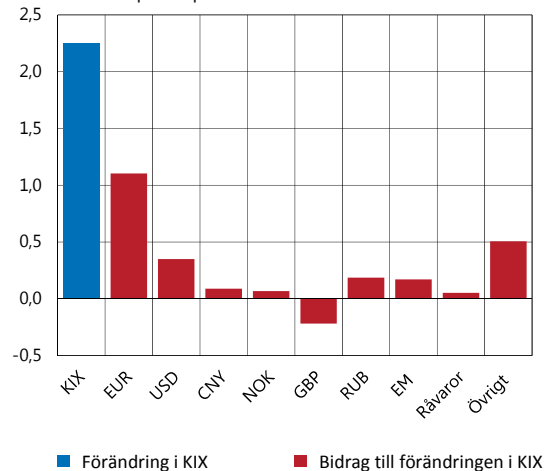
Låga räntor till hushåll och företag

Data till och med maj visar att genomslaget av reporäntesänkningen i februari på utlåningsräntor för hushåll och företag har varit begränsat (se diagram 2:8). En förklaring till detta kan vara att bankernas finansieringskostnader inte minskat i samma utsträckning som reporäntan sänkts. Det beror dels på att bankerna valt att inte sänka inlåningsräntan under noll för merparten av sin inlåning, dels på att bankernas kostnad för marknadsfinansiering för utlåning med rörlig ränta har blivit något dyrare sedan början av förra året.⁸ Riksbanken kan dock fortsatt påverka utlåningsräntor då kostnaden för bankernas marknadsfinansiering blir lägre än vad den annars skulle ha varit när reporäntan sänkts. Räntesänkningen i februari kan alltså ha motverkat en höjning av utlåningsräntorna under denna period.

Utlåningsräntorna låg i maj kvar på historiskt låga nivåer. Den genomsnittliga bolåneräntan för nya avtal var 1,6 procent och för icke-finansiella företag var den genomsnittliga räntan på nya banklån 1,4 procent. Inlåningsräntorna för hushåll och företag har varit i stort sett oförändrade sedan mitten av förra året och ligger nära noll (se diagram 2:8).

Diagram 2:7. Förändring och bidrag i KIX-växelkurser

Procent respektive procentenheter

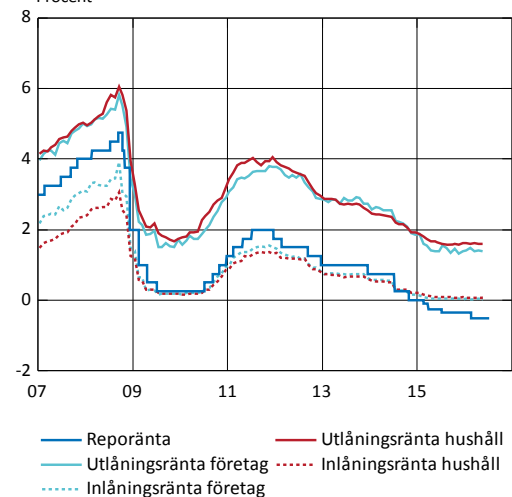


Anm. Diagrammet visar förändring i KIX och bidrag från olika valutor mellan 2016-04-21 och 2016-07-04. EM avser Brasilien, Indien, Mexiko, Polen, Turkiet och Ungern. Råvaror avser Australien, Kanada och Nya Zeeland. Övrigt avser Danmark, Island, Japan, Schweiz, Sydkorea och Tjeckien.

Källor: Thomson Reuters och Riksbanken

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

Procent



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

Källor: SCB och Riksbanken

⁸ Vissa större företag och kommuner möter negativa räntor eller avgifter för inlåning. Sammantaget utgör dessa volymer dock en relativt liten del av den totala inlåningen.

Hushållens lån fortsätter att öka

Utlåningen till hushåll fortsätter att öka i snabb takt (se diagram 2:9). Ökningen består framför allt av lån med bostadsrätter och småhus som säkerhet. Även utlåningen till icke-finansiella företag ökar. Det förklaras till stor del av lån med olika typer av fastigheter som säkerheter. För företagen ökar också upplåningen via värdepapper. I maj var den årliga tillväxttakten i värdepappersupplåningen 4 procent. Enkätundersökningar visar samtidigt att företagen fortsatt har god tillgång till krediter.

Uppgången i bostadspriserna har mattats av sedan i april. Jämfört med samma tid förra året har bostadspriserna stigit med 11 procent, vilket kan jämföras med årliga ökningstakter nära 20 procent under förra året (se diagram 1:14). SEB:s boprisindikator som mäter hushållens syn på bostadspriserna framöver sjönk kraftigt i juni men den indikerar fortsatt att en stor majoritet av hushållen tror på stigande bostadspriser framöver.

Diagram 2:9. Utlåning till hushåll och företag



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

Källa: SCB

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Tillväxten i omvärlden stärktes något i början av 2016 efter en svag utveckling i slutet av 2015. Indikatorer tyder på att omvärldens återhämtning fortsätter, men i en måttlig takt. Efter en stark tillväxt i fjol mattades den svenska tillväxten av under första kvartalet och bedöms bli något lägre i år än 2015. De senaste årens stigande resursutnyttjande och en fortsatt sjunkande arbetslöshet skapar förutsättningar för en högre inflation framöver, men uppgången i inflationen fortsätter att vara ryckig.

Inflation

Inflationen fortsätter att stiga

Enligt olika mått på den underliggande inflationen fortsätter den trendmässiga uppgång i inflationen som pågått under de senaste två åren (se diagram 3:1). Lägre bolåneräntor och fallande kostnader för energivaror håller dock tillbaka ökningstakten i KPI.

I maj dämpades inflationen mätt med KPIF till 1,1 procent (se diagram 3:2). För varor, tjänster och livsmedel ökade priserna i årstakt något långsammare än i april. Samtidigt föll inte energipriserna lika snabbt och dämpningen i KPIF-inflationen exklusive energi var därför något större. Jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i april har KPIF-inflationen utvecklats marginellt svagare än väntat, samtidigt som energipriserna inte fallit lika snabbt. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi har därmed blivit något lägre än väntat.

Att kronan försvagades kraftigt mellan 2014 och 2015 bidrar fortfarande till snabbare prisökningar för vissa varor och tjänster, framför allt kläder och skor. Samtidigt bedöms den gradvisa förstärkningen av kronan under det senaste året ha dämpat utvecklingen av priserna på bland annat vissa livsmedel.

Inflationsuppgången är fortsatt ryckig

Det är fortsatt svårt att utifrån framåtblickande indikatorer få någon entydig bild av den närmaste tidens utveckling av inflationen. Å ena sidan har världsmarknadspriserna för bland annat livsmedel stabiliserats efter att ha fallit de senaste åren. Hemmamarknadspriserna på konsumtionsvaror i producentledet har dessutom ökat allt snabbare under våren (se diagram 3:3). Å andra sidan har importpriserna för konsumtionsvaror i producentledet börjat falla efter ett par år av ökning, vilket dämpar kostnadstrycket i företagen. De fallande importpriserna bedöms till stor del vara ett resultat av att kronan förstärktes från mitten av förra året fram tills i våras, men även i vår omvärld är prisökningarna måttliga i såväl producent- som konsumentled. Enligt Riksbankens företagsundersökning i maj förväntar sig konsumentnära företag också att

Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR april	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 1,1 procent andra kvartalet.	Månadsvisa utfall för april och maj sammantaget marginellt lägre än prognosen.
BNP-tillväxten 2,0 procent första kvartalet.	BNP-tillväxten 2,0 procent.
Arbetslösheten 6,9 procent andra kvartalet.	Månadsvisa utfall för april och maj sammantaget ungefär i linje med prognosen.
BNP-tillväxten i euroområdet 1,7 procent första kvartalet.	BNP-tillväxten något starkare än prognos, 2,2 procent.
BNP-tillväxten i USA 1,1 procent första kvartalet.	BNP-tillväxten 1,1 procent.

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

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

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

låga inköpskostnader och hög konkurrens kommer att göra det svårt att höja priserna det närmaste året.

Ett sätt att väga samman indikatorer är att utgå från en formell modellanalys. En sådan analys visar att ökningstakten i KPIF exklusive energi dämpas något under andra och tredje kvartalet (se diagram 3:4). Inflationen mätt med KPIF exklusive energi väntas uppgå till i genomsnitt 1,6 respektive 1,4 procent under andra och tredje kvartalet. Att inflationsprognosen är högre än den modellbaserade prognosen andra kvartalet beror främst på att modellprognosen inte bedöms kunna ta tillräcklig hänsyn till de kraftiga prisfluktuationer som präglar till exempel utrikesresor.

Sedan den penningpolitiska rapporten i april har KPIF exklusive energi ökat något långsammare än väntat och ledande indikatorer för inflationen har överlag dämpats något. Samtidigt har kronan försvagats i spåren av den brittiska folkomröstningen och väntas bidra till en något starkare utveckling i priser på importerade varor och tjänster. Sammantaget har prognosen för KPIF exklusive energi justerats ned något på kort sikt.

Energipriserna bedöms samtidigt utvecklas starkare än i föregående prognos. Både priser på drivmedel och hushållsel väntas öka snabbare den närmaste tiden mot bakgrund av högre terminspriser. Prognoserna för KPIF- och KPI-inflationen är därför marginellt uppjusterade på kort sikt jämfört med i april.

Global och svensk konjunktur

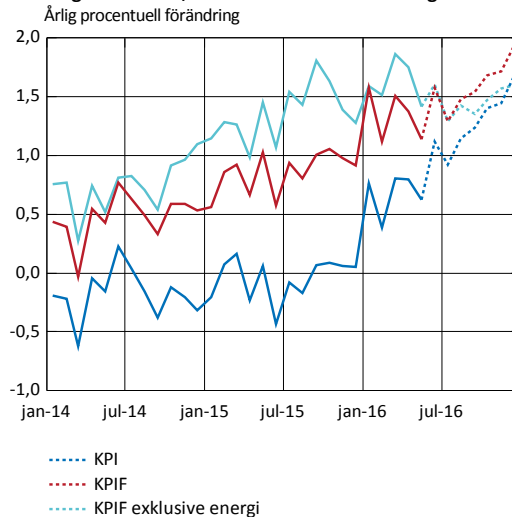
Fortsatt trög återhämtning i omvärlden

Världshandeln med varor minskade och den globala tillväxten var dämpad under det första kvartalet 2016. Men eftersom utvecklingen i Ryssland och Brasilien inte var fullt så svag som i det föregående kvartalet och tillväxten steg i euroområdet och Japan, växte den globala ekonomin som helhet ändå något snabbare under första kvartalet i år än under sista kvartalet i fjol.

I euroområdet fortsatte inhemsk efterfrågan att driva tillväxten det första kvartalet, då framförallt konsumtionen växte snabbare medan investeringarna växte något långsammare än under fjärde kvartalet. Den brittiska tillväxten dämpades samtidigt tydligt det första kvartalet. Inhemsk efterfrågan utvecklades svagt och investeringarna minskade för andra kvartalet i rad. Förtroendet bland såväl hushåll som företag har dessutom sjunkit de senaste månaderna inför folkomröstningen om det brittiska EU-medlemskapet.

I USA sjönk tillväxten det första kvartalet, bland annat för att investeringarna utanför bostadssektorn minskade och för att konsumtionen utvecklades svagt. Den svaga utvecklingen under första kvartalet bedöms dock vara tillfällig och bland annat bero på inbromsningen i den oljeproducerande sektorn samt på tillfälliga effekter som dämpade konsumtionen. Den

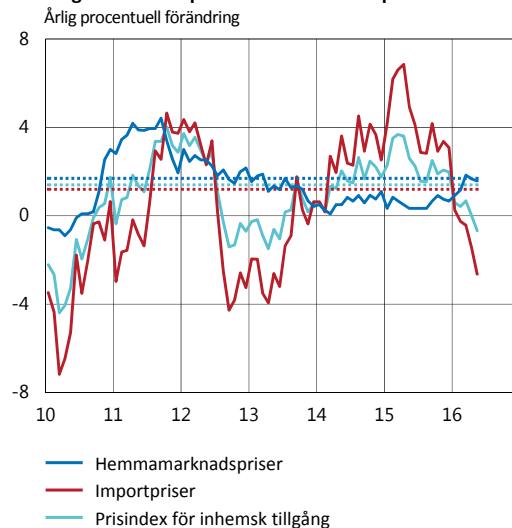
Diagram 3:2. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

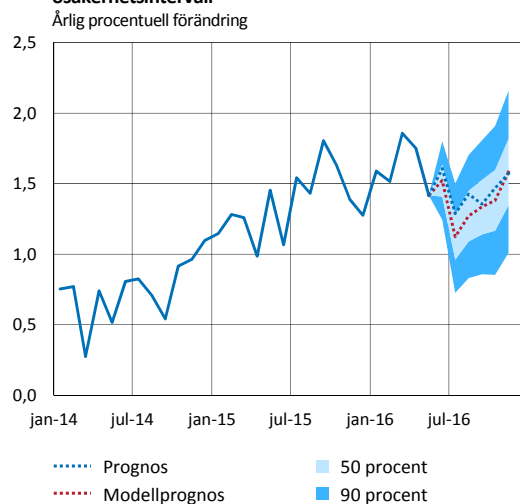
Diagram 3:3. Pris på konsumtionsvaror i producentled



Anm. Streckade linjer avser genomsnittlig ökningstakt sedan 2000.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:4. Modellprognos KPIF exklusive energi med osäkerhetsintervall



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

Källor: SCB och Riksbanken

amerikanska bostadsmarknaden fortsatte samtidigt att utvecklas starkt och tillväxten i bostadsinvesteringarna accelererade under första kvartalet. Antalet sysselsatta på den amerikanska arbetsmarknaden har ökat snabbt när allt fler sökt sig till arbetsmarknaden samtidigt som arbetslösheten sjunkit. På senare tid har dock sysselsättningstillväxten dämpats. Denna utveckling bedöms delvis vara tillfällig, exempelvis är företagens anställningsplaner fortsatt expansiva.

Indikatorer tyder på måttlig tillväxt andra kvartalet

Indikatorer för företagets förtroende det andra kvartalet tyder på att den globala tillväxten var fortsatt dämpad.

Indikatorer för hushållens förtroende och detaljhandels utveckling tyder på stora skillnader i konsumtionens utveckling mellan de största ekonomierna. I USA har konsumentförtroendet och detaljhandeln utvecklats starkt. En förhållandevis normal utveckling av den privata konsumtionen i maj föregicks av en kraftig ökning i april, till följd av en stor uppgång i försäljningen av bilar. Sammantaget talar detta för en relativt stark konsumtionsutveckling för andra kvartalet. I euroområdet tyder detaljhandels försäljning i april däremot på en svag utveckling av konsumtionen under inledningen av andra kvartalet. Hushållens förtroende var i stort sett oförändrat i juni och är fortfarande lägre än i början av året.

Exporten har samtidigt dämpats i takt med att stödet från tidigare försvagningar av euron har minskat, och även om månadsstatistiken för exporttillväxten i april var oväntat stark ger framåtblickande indikatorer inte en entydig bild av utvecklingen.

Sammantaget pekar indikatorer och utfall på måttlig tillväxt det andra kvartalet. Det tredje kvartalet bedöms resultatet i den brittiska folkomröstningen om EU-medlemskap tynga utvecklingen ytterligare (se diagram 3:5).

Oljepriset stiger, men från låga nivåer

Produktionsstörningar i vissa oljeproducerande länder har bidragit till att oljepriset har fortsatt att stiga från den låga nivån vid årsskiftet. Trots uppgången är oljepriset alltså betydligt lägre än för ett år sedan (se diagram 4:1), och energiprisutvecklingen bidrar därför fortfarande till att dämpa inflationen i de ekonomier som är viktiga för Sveriges utrikeshandel. Den underliggande inflationen är samtidigt fortsatt låg i euroområdet medan den i USA är högre och stiger trendmässigt (se diagram 3:6).

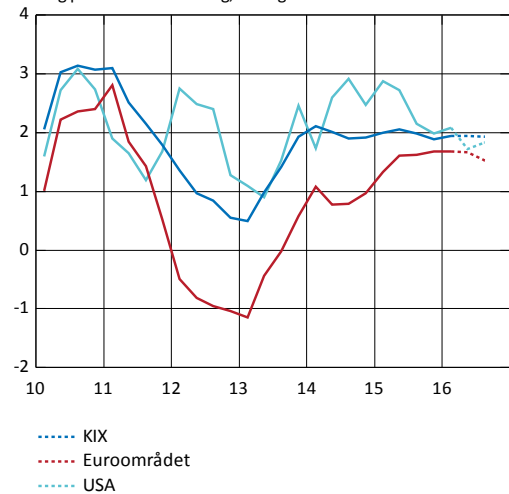
Hög svensk tillväxt växlar ned 2016

Den höga svenska tillväxten, i synnerhet mot slutet av 2015, mattades av under första kvartalet till en takt mer i linje med den historiskt genomsnittliga. Indikatorer tyder på en liknande utveckling även under andra kvartalet.

BNP växte med drygt 2 procent första kvartalet jämfört med närmast föregående kvartal och uppräknat till årstakt. Att tillväxten dämpades jämfört med fjärde kvartalet i fjol

Diagram 3:5. BNP i omvärlden

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

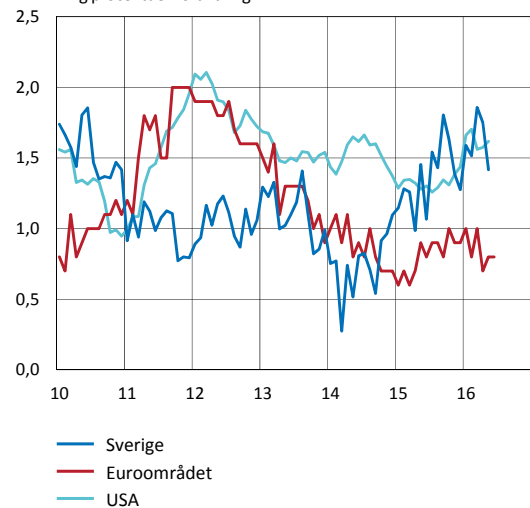


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, nationella källor och Riksbanken

Diagram 3:6. Underliggande inflation

Årlig procentuell förändring

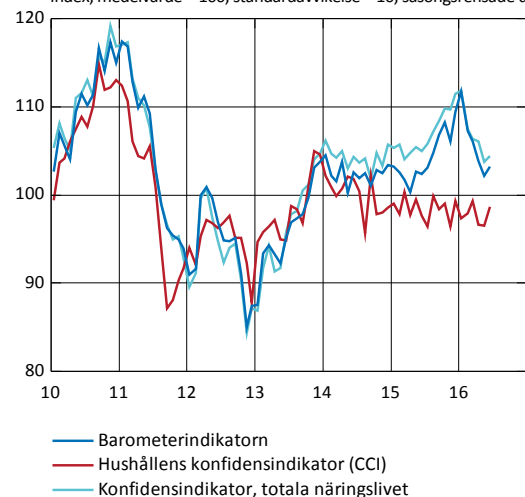


Anm. För euroområdet visas HIKP exklusive energi och icke-förädlade livsmedel. För USA visas PCE exklusive energi och livsmedel och för Sverige visas KPIF exklusive energi.

Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och SCB

Diagram 3:7. Konfidensindikatorer

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



Källa: Konjunkturinstitutet

bedöms till viss del förklaras av att tillfälliga faktorer då bidrog till en mycket hög tillväxt. Under första kvartalet växte inhemsk efterfrågan visserligen snabbt, men detta motverkades av en mycket svag utveckling i tjänsteexporten.

Förtroendeindikatorer tyder på att tillväxten fortsätter vara något lägre även under andra och tredje kvartalet jämfört med fjolårets höga tillväxttal. Konjunkturbarometern steg något i juni efter att ha fallit fyra månader i rad, och ligger på en nivå förenlig med en något högre tillväxt än den historiskt genomsnittliga (se diagram 3:7), medan inköpschefsindex indikerar en något svagare utveckling.

Hushållens energiförbrukning förklarade en stor del av den kraftigt ökade konsumtionen under första kvartalet. Tillväxten i konsumtionen bedöms bli lägre under andra kvartalet, bland annat för att bidraget från energikonsumtionen förväntas minska. Trots en viss uppgång i juni tyder hushållens förtroende i Konjunkturbarometern på att hushållen även fortsatt är något mer pessimistiska än näringslivet. Månadsstatistiken för detaljhandels omsättning ökade visserligen kraftigt i maj, men har utvecklats svagt tidigare under våren.

Indikatorer för svensk exportutveckling och månadsstatistiken för utrikeshandeln med varor tyder på att exporten växer något långsammare än normalt. Indikatorerna omfattar dock främst exporten av varor, och den kraftiga nedgången i exporten av tjänster under första kvartalet bedöms till stor del vara tillfällig.

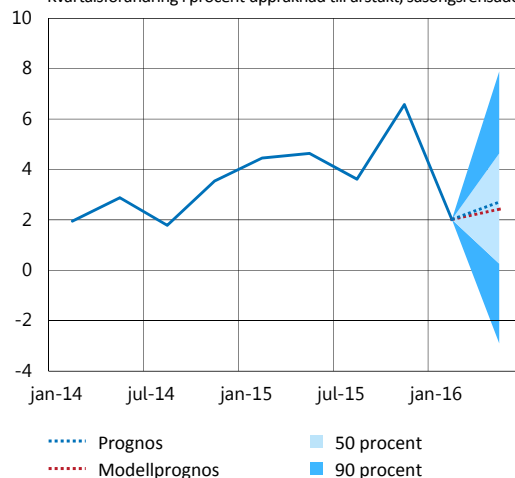
Informationen i indikatorer för BNP-utvecklingen under andra och tredje kvartalet kan sammanfattas i statistiska modeller. Det andra kvartalet tyder en modellbaserad prognos på att BNP växer med ungefär 2,5 procent jämfört med närmast föregående kvartal och uppräknat till årstakt (se diagram 3:8). Riksbankens prognos tar också hänsyn till bedömningar av faktorer som inte ingår i eller fångas ordentligt av modellerna. Sådana faktorer bedöms dock sammantaget inte motivera någon större avvikelse från modellprognosen det andra kvartalet. För det tredje kvartalet bedöms resultatet i den brittiska folkomröstningen om EU-medlemskap försvaga förtroendet bland hushåll och företag och därigenom dämpa investeringsviljan och konsumtionsutvecklingen. Svensk BNP bedöms därmed växa med drygt 2,5 och 2 procent under andra respektive tredje kvartalet jämfört med närmast föregående kvartal och uppräknat till årstakt.

Arbetslösheten fortsätter att minska

Precis som för BNP dämpades tillväxten i sysselsättningen något under första kvartalet i år jämfört med avslutningen på fjolåret. Enligt AKU ökade ändå andelen arbetslösa som övergår från arbetslöshet till sysselsättning (den så kallade jobbchansen) till den högsta nivån sedan före finanskrisen. I april och maj har både sysselsättningen och arbetskraften utvecklats starkt och sammantaget har arbetslösheten minskat något jämfört med inledningen av året.

Diagram 3:8. Modellprognos BNP med osäkerhetsintervall

Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data

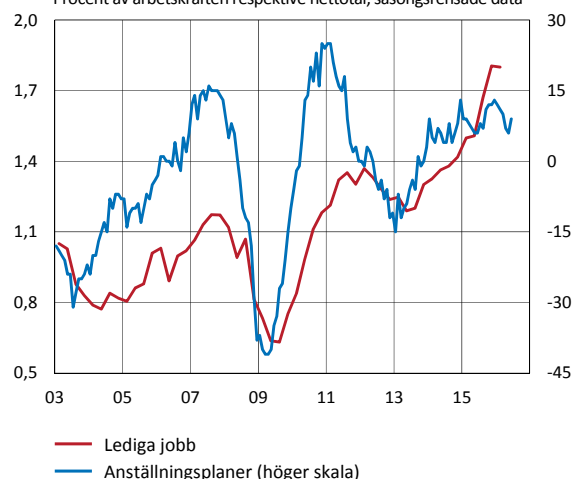


Anm. Modellprognosen är ett medelvärde av prognoser gjorda med olika statistiska modeller som tar hänsyn till månadsstatistik för efterfrågan och produktion samt enkätdata i Konjunkturbarometern och inköpschefsindex. Osäkerhetsintervallen är baserade på modellernas historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:9. Lediga jobb och anställningsplaner

Procent av arbetskraften respektive netttotal, säsongrensade data

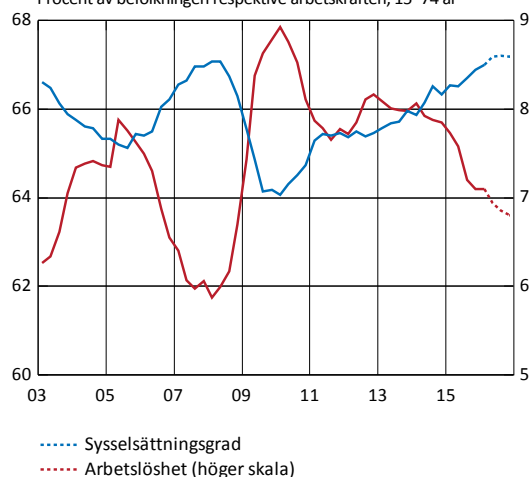


Anm. Anställningsplaner avser förväntningar om antal anställda i näringslivet.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

Diagram 3:10. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet

Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15–74 år



Källor: SCB och Riksbanken

Indikatorer för utvecklingen på arbetsmarknaden tyder på att sysselsättningen kommer att fortsätta att öka relativt starkt även tredje kvartalet. Anställningsplanerna enligt Konjunkturbarometern, som successivt har minskat under inledningen av året, steg återigen i juni (se diagram 3:9) och befinner sig på en nivå över det historiska genomsnittet, vilket indikerar relativt starkt sysselsättningsstillväxt. Även antalet lediga jobb enligt SCB är på en hög nivå. Sysselsättningsgraden, som har stigit kontinuerligt sedan 2010, bedöms stiga ytterligare något under andra och tredje kvartalet och arbetslösheten väntas minska (se diagram 3:10).

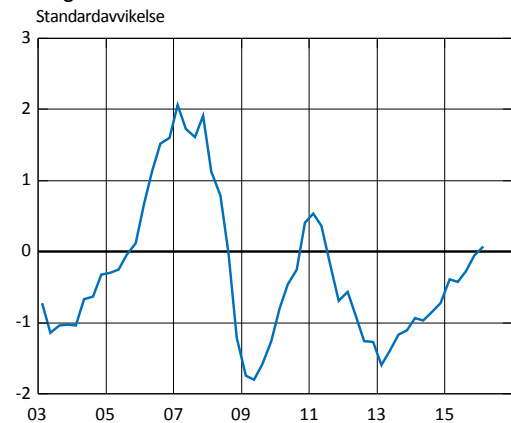
Resursutnyttjandet bedöms vara nära normalt 2016

Fjolårets höga BNP-tillväxt och uppgång i sysselsättningen innebär att mängden lediga resurser, både inom företagen och på arbetsmarknaden, har minskat. Detta har betydelse för bedömningen av BNP-tillväxten framöver, och på sikt även för utvecklingen av löner och priser.

Riksbanken använder ett flertal indikatorer som stöd för att bedöma mängden lediga resurser i ekonomin. SCB:s mått på kapacitetsutnyttjandet inom industrin och andelen företag som anger brist på arbetskraft enligt Konjunkturbarometern har ökat till nivåer över sina historiska genomsnitt. Bristtalen inom näringslivet indikerar brist på arbetskraft i framförallt byggbranschen, men även inom de privata tjänstenäringarna. Andelen offentliga arbetsgivare som har rekryteringsproblem har samtidigt ökat markant de senaste två åren och uppgick till drygt 60 procent det första halvåret i år enligt Arbetsförmedlingens halvårsvisa företagsundersökning. Det är i huvudsak inom kommunerna som bristtalen stigit. Även Riksbankens RU-indikator, som uppskattar hur mycket resursutnyttjandet avviker från medelvärdet sedan 1996, har stigit och är nu strax över noll (se diagram 3:11).

Sammantaget bedömer Riksbanken att resursutnyttjandet i den svenska ekonomin förblir nära normalt under 2016.

Diagram 3:11. RU-indikatorn



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

Källa: Riksbanken

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Återhämtningen i omvärlden fortsätter men osäkerheten kring den internationella utvecklingen har ökat påtagligt sedan det brittiska folket röstat för att lämna EU. En stark inhemsk efterfrågan gör att konjunkturen i Sverige förbättras ytterligare de kommande åren, även om tillväxten är nedreviderad jämfört med prognosen i april. Sysselsättningen fortsätter att öka och arbetslösheten sjunker ännu en tid men planar sedan ut och vänder svagt uppåt när många nyanlända kommer in i arbetskraften. Det allt högre resursutnyttjandet innebär att den trendmässiga uppgången i inflationen fortsätter och KPIF-inflationen når 2 procent under 2017.

Omvärlden

Återhämtningen i omvärlden fortsätter men i långsammare takt

Efter en svacka i slutet av 2015 stärktes den globala tillväxten något under inledningen av 2016. Återhämtningen väntas fortgå de närmaste åren, men i en förhållandevis måttlig takt. Jämfört med prognosen i april bedöms nu tillväxten i omvärlden bli något lägre. Resursutnyttjandet i världsekonomin stiger ändå gradvis under prognosperioden och inflationen blir också högre. I de utvecklade länderna drivs återhämtningen främst av hushållens konsumtion, men efter hand också av en starkare investeringskonjunktur. Tillväxten understöds av en fortsatt expansiv penningpolitik. En gradvis stabilisering i flera tillväxtekonominer som för närvarande befinner sig i recession bidrar också till att den globala tillväxten successivt stärks.

Det brittiska folkets beslut att rösta för ett utträde ur EU innebär att EU-samarbetet står inför sin kanske allvarligaste politiska utmaning hittills. Samtidigt är det politiska läget i Storbritannien ytterst osäkert med oklart ledarskap och djupt splittrade partier. Resultatet av folkomröstningen innebär att osäkerheten kring världsekonomin utveckling har ökat påtagligt. Hur stora de ekonomiska effekterna kommer att bli är dock mycket svårbedömt. I denna prognos har tillväxten för i första hand Storbritannien reviderats ner, men också övriga EU bedöms nu växa i något långsammare takt än i föregående bedömning i april (se fördjupningen "Resultatet i den brittiska EU-folkomröstningen skapar osäkerhet"). En annan osäkerhetsfaktor för världsekonomin är den fortsatta skuldupbyggnaden i Kina som på sikt riskerar att leda till en kraftig inbromsning i kinesisk ekonomi.

Sedan den penningpolitiska rapporten i april har råoljepriset stigit till runt 50 dollar per fat (se diagram 4:1). Uppgången bedöms i första hand vara utbudsdriven. Produktionsstörningar i till exempel Kanada och Nigeria har bidragit till att hålla tillbaka utbudet av olja på världsmarknaden, liksom en minskad produktion i USA. Samtidigt tycks de stora lagren ha minskat något. Det högre oljepriset bidrar till en något högre

Tabell 4:1.

Prognosen i korthet
Konjunkturen i omvärlden förbättras men osäkerheten kring styrkan i återhämtningen är stor och har ökat påtagligt som en följd av resultatet i den brittiska folkomröstningen.
Inflationen i omvärlden stiger men särskilt i Europa är uppgången långsam.
Konjunkturen i Sverige stärks med inhemsk efterfrågan som viktigaste drivkraft. BNP-prognosen är dock nedreviderad sedan i april.
Efterfrågan på arbetskraft fortsätter att stiga men rekryteringsproblemen ökar och efter hand bromsar sysselsättningstillväxten in och arbetslösheten planar ut och stiger svagt.
I takt med att resursutnyttjandet blir högre stiger också inflationen och når 2 procent under 2017.

inflation, samt har en viss negativ effekt på den globala BNP-tillväxten.

Tydlig nedrevidering av prognosen för Storbritannien – långsammare återhämtning i euroområdet

Till följd av resultatet i den brittiska folkomröstningen är BNP-prognosen för Storbritannien nedreviderad med sammanlagt 2 procent under prognosperioden. Störst väntas effekten bli under 2017 då tillväxten är nedreviderad med knappt 1 procentenhet. Den försvagning av pundet som skett bidrar till att inflationen blir högre. Trots detta har marknadens förväntningar på Bank of England skiftat i riktning mot en mer expansiv penningpolitik. Penningpolitiska lättnader bidrar till att mildra inbromsningen i ekonomin.

Tillväxten i euroområdet stärktes under årets första kvartal men inkommande statistik tyder på en svagare utveckling under det andra kvartalet. De närmaste kvartalen väntas dessutom BNP-tillväxten bromsa in ytterligare på grund av den förhöjda osäkerhet som följer av resultatet i den brittiska folkomröstningen. Därmed ökar BNP i euroområdet långsammare både 2016 och 2017 jämfört med i fjol (se diagram 4:2). Samtidigt får tillväxten stöd från en fortsatt mycket expansiv penningpolitik. Dessutom går finanspolitiken från att ha varit neutral 2015 till att bidra svagt positivt till tillväxten såväl i år som nästa år.

I år drivs efterfrågan i euroområdet främst av hushållens konsumtion. Stigande sysselsättning och låg inflation gör att inkomstutvecklingen blir relativt god, framför allt under 2016. Efter hand bedöms investeringarnas bidrag till tillväxten öka. Behovet av att modernisera kapitalstocken efter flera år av låga investeringar är stort och väntas bidra till en gradvis återhämtning i näringslivets investeringar. Bättre balans på bostadsmarknaden i många länder bedöms också leda till en försiktig återhämtning av bostadsbyggandet. Under senare delen av prognosperioden väntas dessutom en något bättre omvärldsefterfrågan bidra till återhämtningen.

Starkare amerikansk konjunktur efter tillfällig svacka

Den amerikanska ekonomin bromsade in under slutet av 2015 och början av 2016. Framöver väntas dock tillväxten bli högre, till stor del driven av hushållens konsumtion. Stigande löneökningar och ökad sysselsättning bidrar positivt till inkomstutvecklingen, samtidigt som högre priser på bostäder stärker hushållens förmögenhetsställning. Dessutom är industrin på väg att repa sig från effekterna av den tidigare dollarförstärkningen och neddragningarna inom energisektorn. Bedömningen är att en försiktig återhämtning inom industrin är att vänta de kommande åren.

Sysselsättningen har ökat starkt när allt fler sökt sig till arbetsmarknaden samtidigt som arbetslösheten har sjunkit. På senare tid har dock sysselsättningstillväxten bromsats in tydligt. Inbromsningen bedöms delvis vara tillfällig. Företagens anställningsplaner är till exempel fortsatt expansiva. Samtidigt

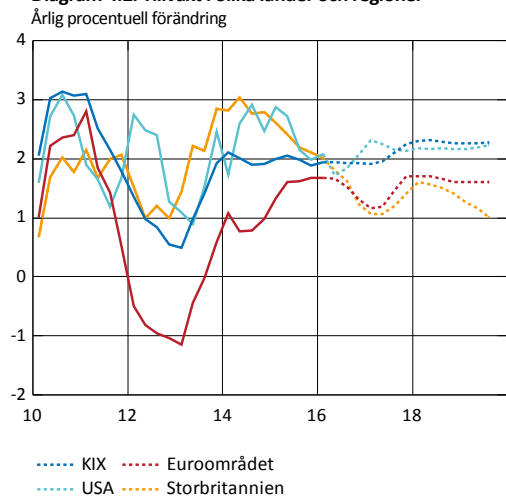
Diagram 4:1. Pris på råolja



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 4:2. Tillväxt i olika länder och regioner



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

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

har det blivit svårare att hitta lämplig personal till de lediga platserna, med stigande vakanstal som följd (se diagram 4:3).

Prognosen för tillväxten i Japan är uppreviderad såväl i år som de kommande två åren. Skälet till upprevideringen 2016 är framför allt att utfallet för det första kvartalet blev väsentligt högre än väntat. Revideringen de kommande två åren hänger främst samman med att den japanska regeringen beslutat sig för att senarelägga den planerade momshöjningen, från april 2017 till oktober 2019.

Stora skillnader mellan framväxande ekonomier

BNP fortsätter att falla i flera råvaruproducerande länder som Brasilien och Ryssland. Under loppet av 2016 och 2017 väntas dock en stabilisering, bland annat tack vare en viss uppgång i råvarupriserna. Flera framväxande ekonomier som gynnas av de låga råvarupriserna, som till exempel Indien, fortsätter att växa snabbt.

Även den kinesiska ekonomin expanderar i god, om än avtagande, takt. För att Kina ska nå det uppsatta målet om en fördubbling av BNP per capita mellan 2010 och 2020 krävs en tillväxt på cirka 6,5 procent per år. För att bidra till att tillväxtmålen nås har myndigheterna fortsatt att stimulera ekonomin via ökade krediter och mer investeringar. Samtidigt som dessa åtgärder understödjer tillväxten på kort sikt ökar riskerna för en kraftig inbromsning på längre sikt. Särskilt den snabba kredittillväxten i den redan högt skuldsatta företagssektorn är en växande oroskälla. Krediterna till icke-finansiella företag har, som andel av BNP, vuxit med motsvarande 70 procentenheter mellan 2007 och 2015 (se diagram 4:4). Utlåningen har fortsatt att växa snabbt hittills under 2016 men på senare tid har vissa tecken synts på ökad risksikt från politiskt håll. Bedömningen är alltjämt att Kina bromsar in gradvis och att tillväxten minskar från knappt 7 procent 2015 till strax under 6 procent 2018.

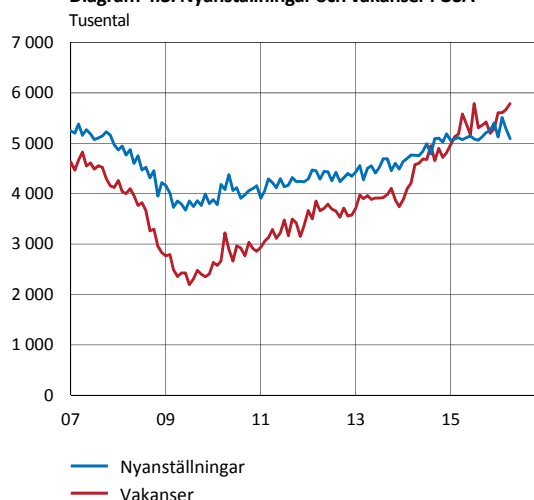
Sammantaget väntas tillväxten i omvärlden, mätt med KIX-viktad BNP, stiga från knappt 2 procent i år till knappt 2,5 procent 2018. Prognosen är något nedreviderad de kommande åren, i huvudsak beroende på utfallet av folkomröstningen i Storbritannien.

Inflationen i omvärlden stiger från låg nivå

Inflationstrycket i omvärlden är generellt sett lågt, men i USA som ligger långt framme i konjunkturcykeln ökar såväl löner som priser i något snabbare takt sedan en tid tillbaka. Inflationen fortsätter att stiga under loppet av 2016 och stabiliseras på en nivå strax över 2 procent därefter.

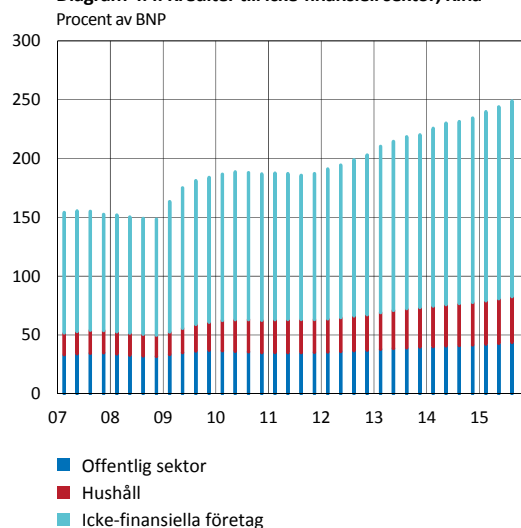
I euroområdet har inflationen legat nära nollstrecket de senaste månaderna medan den underliggande inflationen legat något under 1 procent. På kort sikt finns inte mycket som talar för någon tydlig uppgång i den underliggande inflationen i euroområdet. Löneökningarna är fortfarande mycket låga. Inte ens i Tyskland, där arbetslösheten nu är nere på den lägsta nivån på 25 år, syns några tydliga tecken på

Diagram 4:3. Nyanställningar och vakanser i USA



Källa: Bureau of Labor Statistics

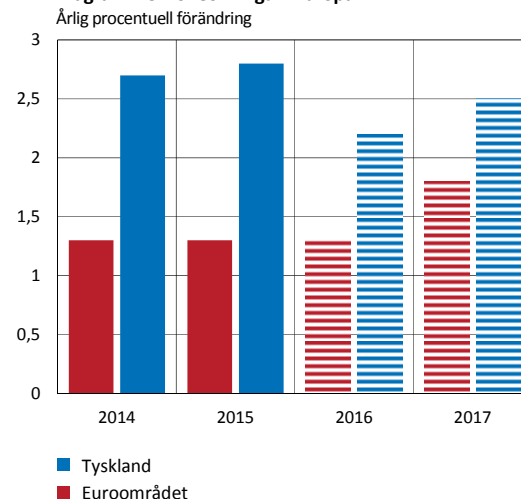
Diagram 4:4. Krediter till icke-finansiell sektor, Kina



Anm. Kategorin hushåll inkluderar även ideella organisationer riktade mot hushåll.

Källa: Bank for International Settlements

Diagram 4:5. Löneökningar i Europa



Anm. För euroområdet avses arbetskostnadsökningar och för Tyskland avses löneökningar. Prognosen för euroområdet är hämtad från ECB:s senaste bedömning i början av juni. Löneprognosen för Tyskland kommer från Bundesbank som också publicerade sin prognos i början av juni.

Källor: ECB och Bundesbank

stigande löneökningar. Tvärtom tyder bland annat IG Metalls vägledande avtal, som slöts i maj, på lägre löneökningar 2016 än 2015, vilket också visat sig i de senaste löneprognoserna från till exempel Bundesbank (se diagram 4:5). Det finns också tecken på att de reformer som genomförts på arbetsmarknaden i flera länder i euroområdet skapat ett tryck nedåt på lönerna. Dessutom är de positiva effekterna av den tidigare euroförsvagningen på väg att klinga av, vilket också håller tillbaka inflationen. Bedömningen är därför att den underliggande inflationen i euroområdet ökar mycket långsamt, i takt med att resursutnyttjandet stiger, och når upp till cirka 1,5 procent i slutet av prognosperioden.

Inflationen för KIX-länderna sammantaget stiger tydligt andra halvåret 2016, främst till följd av högre energipriser (se diagram 4:6). I genomsnitt väntas inflationen bli 1,3 procent 2016. Efter hand stiger också det underliggande pristrycket när resursutnyttjandet ökar och inflationen väntas uppgå till cirka 2 procent 2017 och 2018, det vill säga något lägre än genomsnittet under 2000-talet.

Sverige

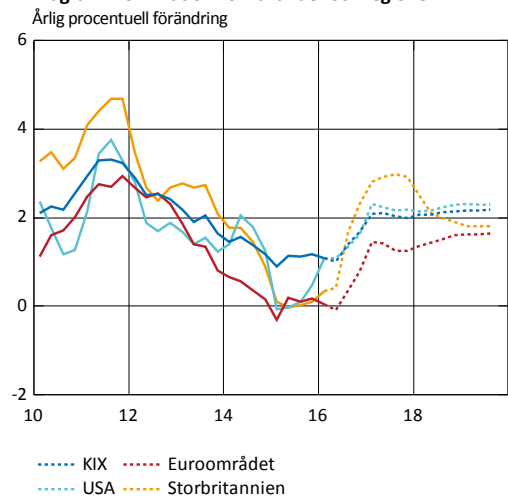
Fortsatt svensk konjunkturuppgång

Svensk ekonomi fortsätter att utvecklas starkt, men tillväxten dämpas successivt jämfört med 2015. Omvärldens efterfrågan ökar visserligen långsamt ur ett historiskt perspektiv och osäkerheten kring den internationella konjunkturen har dessutom ökat påtagligt som en konsekvens av utfallet i den brittiska folkomröstningen. Ändå väntas en stark inhemsk efterfrågan bidra till att konjunkturen stärks ytterligare de kommande åren. Jämfört med föregående prognos i april är BNP-nivån 2018 nedreviderad med sammanlagt 0,7 procent. Nedrevideringen beror till största delen på förväntade negativa effekter av resultatet i den brittiska folkomröstningen.

En gynnsam utveckling på arbetsmarknaden och ökade realinkomster lägger grunden för en god utveckling av hushållens konsumtion. Många hushåll har också sett sina förmögenheter öka till följd av de senaste årens prisuppgångar på bostäder och aktier. Dessutom är hushållens sparande högt. Mot slutet av prognosperioden stiger bolåneräntorna, vilket bidrar till att dämpa tillväxten i hushållens disponibla inkomst. Hushållen bedöms då i viss mån dra ned på sitt sparande för att på så sätt kunna upprätthålla sin konsumtion (se diagram 4:7). Även den offentliga konsumtionen växer i relativt snabb takt, framför allt under 2016, till följd av kostnader relaterade till fjolårets stora ökning av asylinvandringen. Dessutom bidrar befolkningens ålderssammansättning, med en ökande andel barn och äldre, till att hålla uppe den offentliga konsumtionen.

Efterfrågan i omvärlden är viktig för den svenska tillväxten, och den internationella oron i spåren av folkomröstningen i Storbritannien innebär att osäkerheten kring utvecklingen

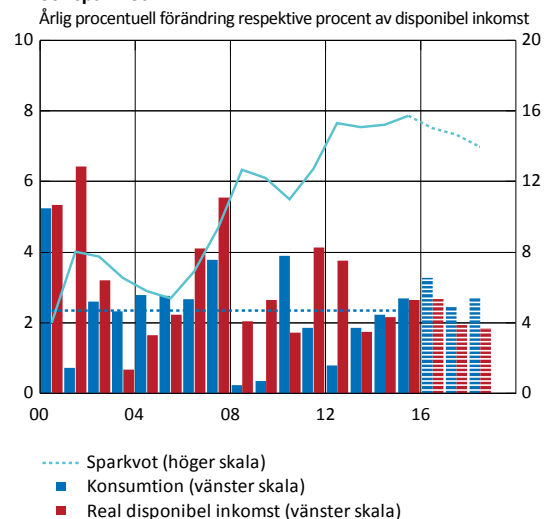
Diagram 4:6. Inflation i olika länder och regioner



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

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

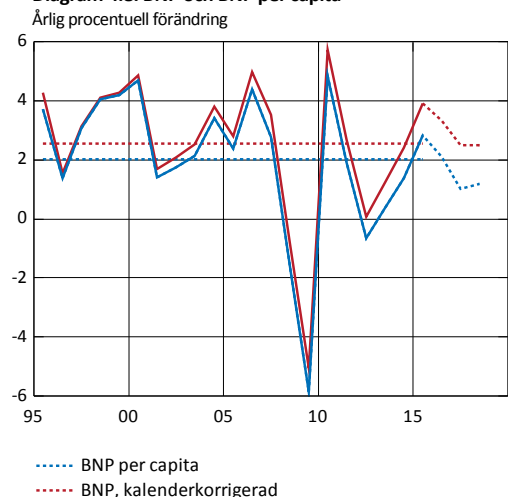
Diagram 4:7. Hushållens reala disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:8. BNP och BNP per capita



Anm. Streckade linjer avser genomsnitt mellan 1995 och 2015.

Källor: SCB och Riksbanken

i svensk ekonomi har ökat. Omvärldens efterfrågan har reviderats ned något jämfört med föregående prognos i april och exporten väntas växa något långsammare än det historiska genomsnittet. Exporttillväxten bedöms också bli svagare de kommande åren jämfört med 2015 då svensk export växte betydligt snabbare än efterfrågan på exportmarknaderna. Detta berodde troligen delvis på den tidigare försvagningen av den svenska kronan. Under de kommande åren väntas kronan stärkas, vilket innebär att svenska varor och tjänster blir dyrare i förhållande till utländska. Den svenska exporten väntas då växa mer i linje med marknaden.

Näringslivets investeringar bedöms öka snabbt även 2016. I likhet med i fjol står bostadsbyggandet för en betydande del av investeringstillväxten. Nivån på bostadsinvesteringarna bedöms bli historiskt hög, även de kommande åren, men tillväxttakten minskar till följd av kapacitetsbegränsningar och en viss dämpning av efterfrågan på bostäder. Samtidigt innebär ett fortsatt stigande resursutnyttjande ett ökat behov av nyinvesteringar och i slutet av prognosperioden uppgår de totala bruttoinvesteringarna till drygt 25 procent av BNP. Det är den högsta nivån sedan början av 1990-talet och även en nivå som är hög vid en internationell jämförelse.

Även om BNP-tillväxten successivt mattas av efter den mycket starka utvecklingen 2015 fortsätter konjunkturen att stärkas. Ekonomin väntas växa med 3,6 procent 2016, för att därefter i genomsnitt öka med 2,3 procent 2017 och 2018. Samtidigt ökar befolkningen i snabb takt vilket innebär att BNP per capita växer betydligt långsammare än BNP (se diagram 4:8).

Högt bostadsbyggande och fortsatt prisuppgång på bostäder

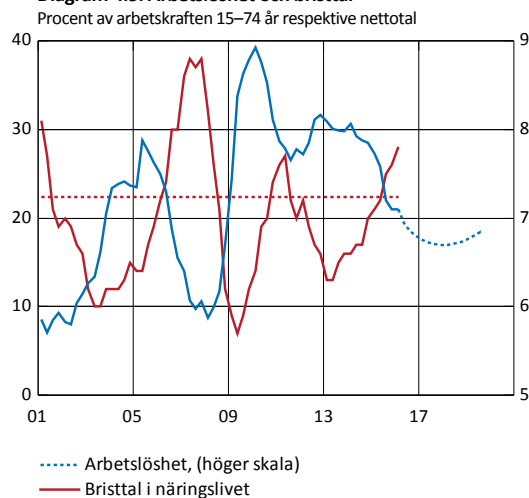
Enligt Boverket påbörjades nära 50 000 bostäder 2015, det vill säga cirka 25 procent mer än föregående år. Samtidigt har hushållens inkomstutveckling och det låga ränteläget bidragit till en hög efterfrågan på bostäder och snabbt stigande bostadspriser, även om uppgången tycks ha mattats av något sedan årsskiftet. Då bostadsköpen till stor del finansieras med lån har den ökade omsättningen även inneburit en snabbt ökande skuldsättning bland hushållen.

Bostadspriserna väntas fortsätta stiga de kommande åren, men i en långsammare takt, bland annat på grund av en något svagare inkomstutveckling och stigande räntor. Hushållens ränteutgifter som andel av den disponibla inkomsten väntas stiga från drygt 2 procent 2015 till cirka 4 procent 2019. Skuldkvoten, det vill säga skulderna i förhållande till inkomsterna, stiger till 195 procent (se diagram 1:15).

Stigande sysselsättning och ökad brist på arbetskraft

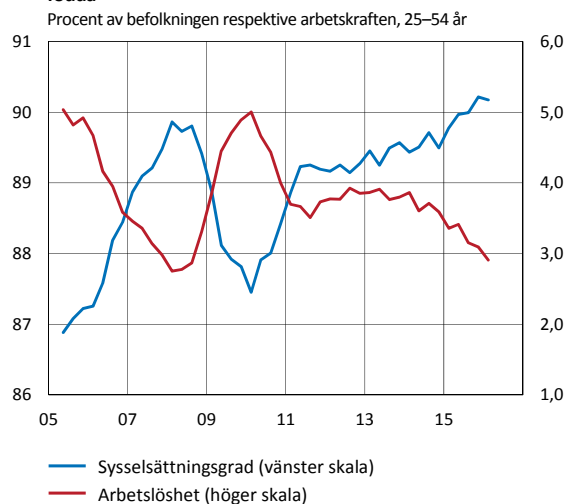
Efterfrågan på arbetskraft fortsätter att öka de kommande åren. Jämfört med utvecklingen 2015 och 2016 väntas dock sysselsättningstillväxten avta de följande två åren. Det första kvartalet i år uppgick arbetslösheten till 7,1 procent och den goda efterfrågan i ekonomin ökar möjligheterna för de

Diagram 4:9. Arbetslöshet och bristtal



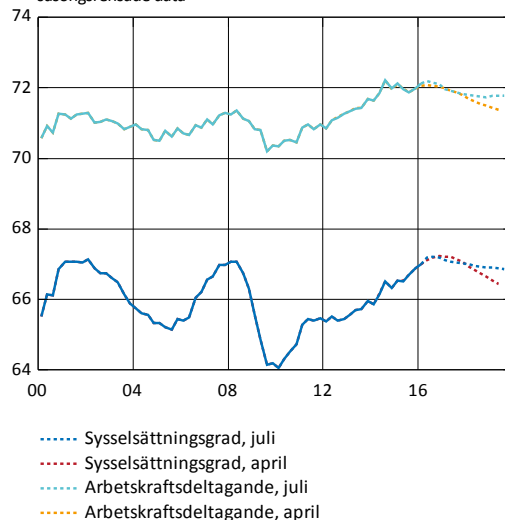
Anm. Röd streckad linje avser medel från 1996 till och med senaste utfall.
Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

Diagram 4:10. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet, inrikes födda



Källa: SCB

Diagram 4:11. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande
Sysselsättning och arbetskraft i procent av befolkningen, 15–74 år, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

arbetslösa att hitta ett arbete. Samtidigt har andelen företag som rapporterar brist på arbetskraft stigit ytterligare under inledningen av 2016 (se diagram 4:9). Dessutom ökar andelen offentliga arbetsgivare med rekryteringsproblem enligt Arbetsförmedlingen. I takt med att sysselsättningen fortsätter att stiga väntas också bristtalen öka ytterligare framöver. De ökade svårigheterna att rekrytera väntas också medföra att antalet arbetade timmar per sysselsatt stiger de kommande åren.

Befolkningstillväxten bland personer i arbetsför ålder är tack vare invandringen hög de kommande åren, trots en nedgång bland inrikes födda.⁹ Skillnaderna är stora vad gäller sysselsättningsgrad och arbetslöshet mellan olika befolkningsgrupper. Bland inrikes födda i åldersgruppen 25–54 år är sysselsättningsgraden redan mycket hög och arbetslösheten låg (se diagram 4:10). För motsvarande grupp utrikes födda är sysselsättningsgraden väsentligt lägre och arbetslösheten högre. Den demografiska utvecklingen med fler utrikes födda i befolkningen medför att sysselsättningsgraden i åldersgruppen 15–74 år börjar minska under 2017 i takt med att fler nyanlända räknas in i befolkningen (se diagram 4:11). Eftersom det tar tid för nyanlända att etablera sig på arbetsmarknaden väntas sysselsättningsgraden för denna grupp vara låg de kommande åren. När fler nyanlända träder in i arbetskraften avtar dessutom nedgången i arbetslösheten och vänder efter hand svagt uppåt. Riksbanken bedömer att resursutnyttjandet för närvarande är ungefär normalt och att det stiger ytterligare under prognosperioden (se diagram 4:12).

Stigande löneökningstakt de kommande åren

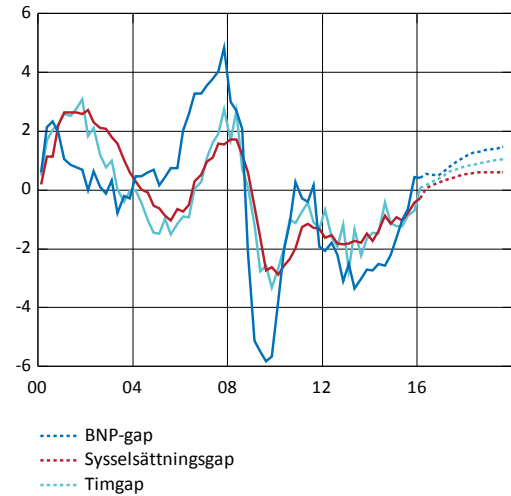
Riksbankens löneprognoser avser de totala löneökningarna, det vill säga avtalsmässiga löner och löner utöver avtal. Eftersom de avtalsmässiga löneökningarna utgör en stor del av de totala löneökningarna tar Riksbanken hänsyn till nivån på avtalen vid sin bedömning av löneutvecklingen.

För merparten av de kollektivavtal som löper ut i år har nu nya avtal slutits. Industrin var först ut och slöt ett ettårigt avtal som innebär en ökning av arbetskraftskostnaderna med 2,2 procent. Övriga parter som slutit avtal har i allmänhet enats om avtalade löneökningar som ligger i linje med industrins avtal. De avtal som nu slutits är något lägre än det historiska genomsnittet.

Löneutvecklingen utöver avtal kan påverkas av flera faktorer. Till exempel kan en ändrad sammansättning av arbetskraften påverka löneutvecklingen. Tillgången på arbetskraft i förhållande till efterfrågan spelar också en viktig roll. Enligt Konjunkturinstitutets barometer råder brist på arbetskraft inom flera branscher i näringslivet. Statistik från

⁹ Migrationsverket publicerade i slutet av april en ny prognos för antalet asylsökande och anhöriginvandrare. SCB har på begäran av Konjunkturinstitutet uppdaterat befolkningsprognosen från april med den nya prognosen från Migrationsverket. Befolkningsprognosen är därför lägre än i den penningpolitiska rapporten i april.

Diagram 4:12. BNP-gap, sysselsättningsgap och timgap
Procent



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

Källor: SCB och Riksbanken

Avtalsrörelsen 2016 – hur gick det?

Avtal har nu slutits för cirka 2,5 miljoner löntagare, vilket innebär att merparten av avtalsrörelsen är avslutad. En tillbakablick visar att lönebildningen hanterat problem med samordning, ifrågasättande av industrins lönenormerande roll och parter som inledningsvis stått långt ifrån varandra i förhandlingarna. I slutändan slöts avtal på nivåer ganska nära ett historiskt genomsnitt, med stor följsamhet mellan olika avtalsområden.

Tidigt i avtalsrörelsen, i oktober 2015, meddelade LO att förbunden inte kunnat enas om en samordning av avtalskraven. Facken inom industrin var först ut med att presentera sitt yrkande som sattes till 2,8 procent på ett år, vilket var mycket likt kravet vid avtalsrörelsen 2013. Arbetsgivarna inom industrin ville se betydligt lägre löneökningar, bland annat med hänvisning till den internationella konkurrenskraften. Parterna enades till slut om ett ettårigt avtal på 2,2 procent. Utfallet var i stort sett i linje med 2013 års avtal trots ett betydligt starkare läge på arbetsmarknaden.

Flera fackförbund presenterade yrkanden som låg strax över 3 procent, det vill säga mer än industrins lönekrav, och inom byggsektorn gick Mälarna och Byggnads ut i strejk och Bygginstrin svarade med lockout. I ett gemensamt uttalande värdade då LO och Svenskt Näringsliv om att de parter som inte slutit avtal skulle följa det märke som satts av industrin. Byggnads, som hade den mest omfattande strejken sett till antalet berörda, slöt efter en veckas strejk ett avtal på 2,38 procent som gäller i 13 månader. Räknat över en tolv månadersperiod ger avtalet 2,2 procent och ligger därmed i linje med industrins avtal.

De flesta avtal är slutna på 12–13 månader. Ett viktigt undantag är Kommunals avtal som löper på tre år. Avtalet innehåller en extra satsning på undersköterskor som får 500 kronor mer än övriga grupper inom Kommunal det första avtalsåret. Det andra avtalsåret får undersköterskorna 180 kronor mer än det märke som då gäller och det tredje avtalsåret får man 150 kronor mer.

arbetsförmedlingen visar att det även råder brist på personal inom offentlig sektor för vissa yrkesgrupper. Riksbanken bedömer att bristen på arbetskraft kommer att stiga ytterligare de kommande åren. Detta väntas leda till att löneökningstakten ökar framöver. Löneprognosen är nedreviderad i år till följd av lägre utfall än väntat men är i övrigt i stort sett oförändrad.

I juni i år genomfördes det andra steget av höjningen av socialavgifter för personer under 26 år. Dessutom återinfördes den särskilda löneskatten för personer som fyllt 65 år. Till detta kan läggas att vissa avtal innehöll avsättningar till tjänstepensioner. Det gör att arbetskraftskostnaderna, det vill säga summan av löner och arbetsgivaravgifter, ökar mer än timlönerna under 2016. Därefter bedöms arbetskraftskostnaderna stiga i linje med timlönerna. Arbetskraftskostnaden per producerad enhet, den så kallade enhetsarbetskostnaden, ökar med drygt 2 procent årligen under prognosperioden, vilket är en något högre ökningstakt jämfört med de senaste åren (se diagram 4:13).

Inflationen når 2 procent under 2017

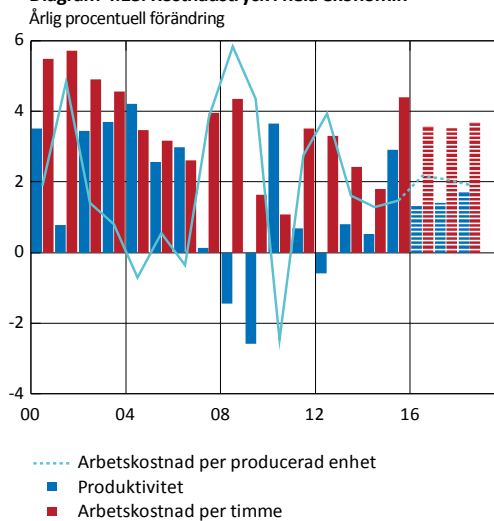
Den underliggande inflationen har stigit sedan 2014. Uppgången är bred och omfattar snabbare prisökningar på varor, livsmedel och tjänster. Inflationen mätt med KPI ökar också sedan inledningen av 2016 trots att stora fall i hushållens räntekostnader fortfarande håller tillbaka KPI-inflationen.

Två viktiga orsaker till att inflationen stiger har varit den tidigare försvagningen av kronan och det stigande resursutnyttjandet i svensk ekonomi. Båda dessa faktorer bedöms bli viktiga för prisutvecklingen även framöver. Den tidigare försvagningen av kronan har successivt övergått i en förstärkning, vilket innebär att det positiva bidraget till inflationen från växelkursen gradvis minskar. Den senaste tiden har dock kronan försvagats och bedöms förbli svagare det närmaste året jämfört med prognosen i april. Samtidigt väntas det ökade resursutnyttjandet i allt högre grad bidra till att inflationen stiger. Det förbättrade konjunkturläget leder, med viss eftersläpning, till att företagen lättare kan höja sina priser.

Hyreshöjningar samvarierar ofta med förändringar i räntekostnaderna och med KPI-inflationen, om än med viss fördröjning. Med tanke på att både räntorna och inflationen mätt med KPI varit ovanligt låga är det därför inte förvånande att också hyreshöjningarna varit mycket dämpade. Inkomna hyresavtal som sträcker sig till och med 2017 indikerar dessutom låga hyreshöjningar även nästkommande år.

I det korta perspektivet har terminspriserna på både olja och el stigit mer än väntat, men samtidigt bedöms energipriserna öka något mindre på lite längre sikt än i föregående prognos. Inflationsprognosen påverkas också av två metodförändringar som sammantaget ger något högre inflation från och med 2017. Avdragsrätten för utgiftsräntor, det så kallade ränteavdraget, påverkar inte KPI i dagsläget men tas med i beräkningen i januari 2017. Detta bidrar till att inflationen

Diagram 4:13. Kostnadstryck i hela ekonomin



Källor: SCB och Riksbanken

Metodförändringar i beräkningen av KPI och KPIF

På sammanträdet i nämnden för konsumentprisindex den 23 maj fattades beslut om att inkludera ränteavdraget i KPI från och med januari 2017. Förändringen innebär att vikten för räntekostnader i KPI (och KPIF) kommer att reduceras med cirka 30 procent. Räntekostnaderna för boende i småhus i KPI påverkas både av nivån på bostadsräntor (räntesatsindex) och inköpspriset på husstocken (kapitalstocksindex). I beräkningen av KPIF hålls räntesatsindex konstant. En lägre vikt för räntekostnader innebär att kommande ränteuppgångar får ett mindre genomslag på KPI, det vill säga KPI ökar långsammare när räntan stiger. Även ökningstakten i KPIF blir något lägre eftersom kapitalstocksindex, som ökar relativt sett snabbare än övriga priser de kommande åren, får en lägre vikt.

Nämnden har samtidigt uttryckt att ansatsen för mätningen av kostnaden för att bo i bostadsrätter bör vara densamma som ansatsen för boende i småhus. SCB:s ambition är att ett beslut i frågan ska tas under 2016 och att den nya metoden implementeras 2017. Förändringen innebär att en kostnadsräknyttjande ersätter dagens mätning av hyror som kostnad för att bo i bostadsrätter. Räntekostnaden för boende i bostadsrätt kommer, liksom för småhus, att mätas med ett räntesatsindex och ett kapitalstocksindex. Beräkningen av kapitalstocksindex kommer att utgå från ett prisindex för bostadsrätter.

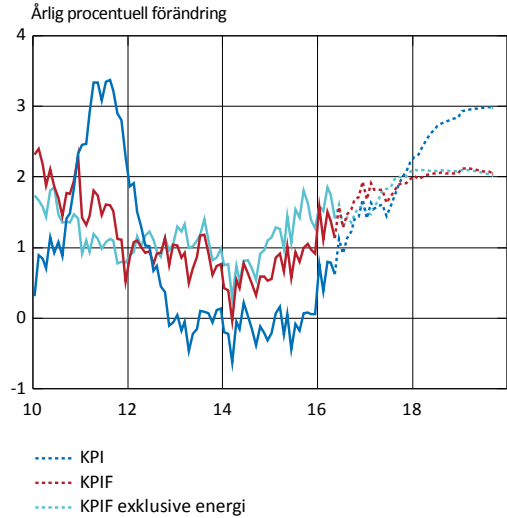
Riksbanken har beaktat båda metodförändringarna i inflationsprognosen i denna rapport. En kostnadsräknyttjande för bostadsrätter bedöms öka vikten för räntekostnader i ungefär motsvarande mån som ränteavdraget sänker vikten. Sammantaget bedöms ökningstakten i KPI och KPIF bli knappt 0,1 procentenheter högre under prognosåren jämfört med dagens metod.

enligt både KPI och KPIF blir lägre under prognosåren. Metoden för att mäta boendekostnaden för bostadsrätter bedöms samtidigt ändras och detta väntas i stället bidra till en högre prisutveckling enligt såväl KPI som KPIF (se ruta "Metodförändringar i beräkningen av KPI och KPIF").

Inflationen mätt enligt KPIF bedöms öka från knappt 1,5 procent under större delen av 2016 till nära 2 procent under andra halvåret 2017 (se diagram 4:14). Detta innebär en något fördröjd inflationsuppgång jämfört med föregående prognos i april. Orsaken är främst en ändrad prognos för utvecklingen av energipriserna, som ökar snabbare på kort sikt men långsammare under 2017. Inflationen enligt KPI väntas nå 2 procent vid ungefär samma tidpunkt som KPIF. År 2018 och 2019 bedöms dock KPI öka snabbare än KPIF. Det beror på att räntekostnaderna, som länge bidragit till en lägre inflation, då övergår till att bidra positivt till KPI-inflationen. Mätt med det EU-harmoniserade inflationsmåttet HIKP är inflationen lägre än KPIF-inflationen i år, men 2017 och 2018 är skillnaden liten (se diagram 4:15).

Jämfört med den penningpolitiska rapporten i april är inflationsprognosen nedreviderad under prognosperioden (se diagram 1:5–1:7). KPIF-inflationen väntas dock liksom tidigare nå 2 procent under 2017.

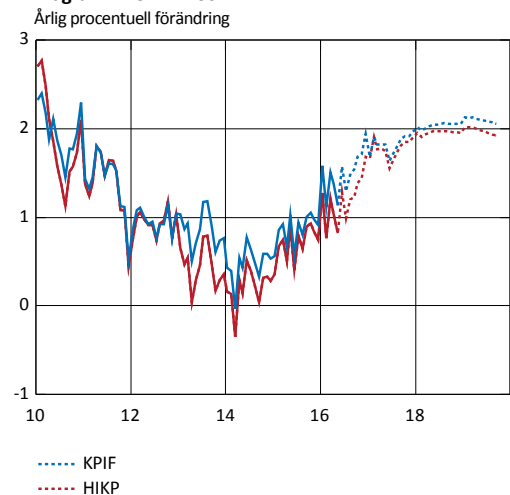
Diagram 4:14. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:15. KPIF och HIKP



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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos
Procent, kvartalsmedelvärden

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

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

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

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

Källor: SCB och Riksbanken

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

	2014	2015	2016	2017	2018
Reporänta	0,5	-0,3	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,4)	0,0 (0,2)
10-årsränta	1,8	0,8	0,7 (1,0)	1,5 (2,0)	2,5 (2,9)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	106,7	112,6	109,8 (108,5)	107,4 (106,9)	105,8 (105,7)
Offentligt finansiellt sparande*	-1,6	-0,1	0,0 (-0,3)	0,1 (-0,3)	0,3 (-0,2)

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar
Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2014	2015	2016	2017	2018
Euroområdet	0,14	0,47	0,9	1,6	1,5 (1,5)	1,4 (1,7)	1,7 (1,8)
USA	0,16	0,08	2,4	2,4	1,9 (1,9)	2,2 (2,4)	2,2 (2,1)
Japan	0,05	0,02	-0,1	0,6	0,7 (0,4)	1,1 (0,8)	1,1 (0,4)
Kina	0,15	0,08	7,3	6,9	6,5 (6,4)	6,0 (6,1)	5,9 (6,0)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,0	2,0	1,9 (1,9)	2,1 (2,3)	2,3 (2,4)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,4	3,1	3,2 (3,1)	3,5 (3,6)	3,6 (3,7)

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

KPI	2014	2015	2016	2017	2018
Euroområdet (HIKP)	0,4	0,0	0,3 (0,2)	1,3 (1,3)	1,5 (1,6)
USA	1,6	0,1	1,3 (1,2)	2,3 (2,3)	2,3 (2,4)
Japan	2,7	0,8	0,1 (0,6)	1,1 (1,9)	1,7 (2,1)
KIX-vägd	1,4	1,1	1,3 (1,3)	2,1 (2,0)	2,1 (2,2)

	2014	2015	2016	2017	2018
Styrränta i omvärlden, procent	0,2	0,1	-0,1 (-0,1)	-0,2 (-0,1)	-0,1 (0,1)
Råoljepris, USD/fat Brent	99,6	53,5	45,8 (39,9)	53,0 (45,1)	54,7 (47,9)
Svensk exportmarknad	3,1	2,7	2,0 (2,6)	3,0 (4,0)	4,0 (4,4)

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

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 6. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2014	2015	2016	2017	2018
Folkmängd, 16–64 år	0,7	0,7	0,9 (0,9)	1,1 (1,1)	0,9 (1,2)
Potentiellt arbetade timmar	1,0	0,9	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)	0,5 (0,6)
BNP, kalenderkorrigerad	2,4	3,9	3,3 (3,5)	2,5 (3,0)	2,5 (2,4)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,8	1,0	2,0 (1,8)	1,1 (1,2)	0,8 (0,8)
Sysselsatta, 15–74 år	1,4	1,4	1,6 (1,6)	1,0 (1,1)	0,7 (0,7)
Arbetskraft, 15–74 år	1,3	0,8	1,1 (1,0)	0,8 (0,8)	0,7 (0,8)
Arbetslöshet, 15–74 år*	7,9	7,4	6,9 (6,8)	6,7 (6,6)	6,7 (6,7)

* Procent av arbetskraften

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

	2014	2015	2016	2017	2018
Timlön, KL	2,8	2,4	2,8 (3,1)	3,3 (3,5)	3,6 (3,5)
Timlön, NR	1,8	3,5	3,1 (3,2)	3,5 (3,7)	3,8 (3,7)
Arbetsgivaravgifter*	0,0	0,9	0,5 (0,5)	0,0 (0,0)	-0,1 (-0,1)
Arbetskostnad per timme, NR	1,8	4,4	3,6 (3,7)	3,5 (3,7)	3,7 (3,6)
Produktivitet	0,5	2,9	1,3 (1,6)	1,4 (1,8)	1,7 (1,7)
Arbetskostnad per producerad enhet	1,3	1,5	2,2 (2,1)	2,1 (1,9)	1,9 (1,9)

* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken



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

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