

Penningpolitisk rapport

Oktober 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 26 oktober 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

Måttlig global återhämtning och god svensk konjunktur 5

Den aktuella penningpolitiken 7

Osäkerhet och risker 10

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden 14

Utvecklingen internationellt 14

Finansiella förhållanden i Sverige 16

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget 18

Inflation 18

Global och svensk konjunktur 19

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna 24

Omvärlden 24

Sverige 27

FÖRDJUPNING - Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation 33

Tabeller 36

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Återhämtningen i omvärlden bedöms fortsätta i en förhållandevis måttlig takt framöver och den globala inflationen väntas stiga gradvis från en låg nivå. Den svenska konjunkturen har stärkts under senare år och resursutnyttjandet bedöms fortsätta stiga och bli högre än normalt. Detta skapar förutsättningar för inflationen att fortsätta stiga. Den expansiva penningpolitiken med en negativ reporänta och köp av statsobligationer har bidragit till den positiva utvecklingen i svensk ekonomi, med hög tillväxt och fallande arbetslöshet. Inflationen har stigit sedan inledningen av 2014 och de långsiktiga inflationsförväntningarna är tillbaka nära 2 procent. Samtidigt har inflationen dämpats de senaste månaderna, vilket illustrerar osäkerheten kring hur snabbt inflationen kommer att stiga mot inflationsmålet.

Den samlade bilden av tillväxtutsikterna har inte ändrats nämnvärt sedan den penningpolitiska rapporten i september men det bedöms nu ta längre tid för inflationen att nå upp till 2 procent. Inflationsuppgången behöver fortsatt kraftfullt stöd. Direktionen bedömer därför att reporäntan behöver hållas på dagens låga nivå, -0,50 procent, ett halvår längre jämfört med i september. Detta innebär att långsamma höjningar inleds först i början av 2018. Reporäntebanan avspeglar nu också en större sannolikhet för att räntan kan komma att sänkas ytterligare. Inför det penningpolitiska mötet i december står direktionen även redo att förlänga köpen av statsobligationer. Det finns därtill en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om den trendmässiga inflationsuppgången skulle vara hotad. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Måttlig global återhämtning och god svensk konjunktur

Den globala konjunkturåterhämtningen bedöms fortsätta i en förhållandevis måttlig takt de närmaste åren. I år väntas den globala tillväxten bli strax över 3 procent, understödd av expansiv penningpolitik och i vissa fall även av finanspolitisk stimulans. Den historiskt sett måttliga tillväxten har delvis konjunkturella orsaker kopplade till finanskrisen såsom hög privat och offentlig skuldsättning. Men den är också ett resultat av en svag produktivitetstillväxt under en längre tid och en långsammare ökning av befolkningen i arbetsför ålder i flera länder. Det har försämrat ekonomiernas långsiktiga tillväxtpotential.

I USA väntas tillväxten stiga igen efter ett svagt första halvår. Det beror på att tillfälliga faktorer som tyngt tillväxten avtar. I euroområdet väntas tillväxten vara fortsatt relativt svag de närmaste kvartalen innan den stiger något nästa år.

Prognosen för BNP-tillväxten för de länder som ingår i kronindex (KIX), det vill säga de länder som är viktigast för den svenska ekonomin, är i stort sett oförändrad jämfört med bedömningen i september. Tillväxten väntas stiga långsamt under prognosperioden, från 2,0 procent i år till 2,3 procent 2019. Inflationen i omvärlden har varit låg en längre tid. Den närmaste tiden väntas stigande energipriser bidra till en viss

Tabell 1:1.

| Viktiga faktorer för penningpolitiken |
|---|
| Den globala konjunkturåterhämtningen fortsätter i måttlig takt samtidigt som inflationen är låg och penningpolitiken är expansiv i många länder. |
| Konjunkturuppgången i svensk ekonomi fortsätter och resursutnyttjandet blir högre än normalt de närmaste åren. Det tar dock längre tid för inflationen att nå 2 procent. |
| Inflationsuppgången behöver fortsatt kraftfullt stöd; större sannolikhet för lägre ränta, direktionen redo att förlänga köpen av statsobligationer, räntehöjningar senareläggs. |

Tabell 1:2.

| Revideringar i prognosen jämfört med september |
|--|
| Prognosen för omvärldens BNP-tillväxt och inflation är i stort sett oförändrad. |
| Små förändringar av prognosen för svensk BNP. |
| De senaste månadernas överraskande svaga inflationsutfall indikerar ett svagare inflationstryck och prognosen är nedreviderad. |
| Prognosen för den konkurrensvägsda växelkursen, KIX, är svagare under hela prognosperioden. |

uppgång i inflationen. Även resursutnyttjandet väntas öka, vilket också bidrar till ett ökat pristryck. Sammantaget bedöms inflationen i omvärlden bli 2 procent 2017 för att därefter stiga långsamt, till strax över 2 procent 2019.

På de finansiella marknaderna har det varit relativt små rörelser sedan det penningpolitiska beslutet i september. Statsobligationsräntorna har dock stigit något, framförallt i USA och Storbritannien. I euroområdet lämnades styrräntan oförändrad. Inlåningsräntan ligger därmed kvar på -0,40 procent och tillgångsköpen på 80 miljarder euro i månaden ska enligt ECB fortlöpa till mars 2017, eller längre om det behövs för att inflationen ska närma sig målet. De flesta marknadsaktörer förväntar sig en förlängning av tillgångsköpsprogrammet mot slutet av året. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve ändrade inte heller sin styrränta vid sitt möte i september. Man signalerade dock att argumenten för en räntehöjning i år har stärkts. Penningpolitiken i omvärlden fortsätter alltså att vara expansiv för att stödja återhämtningen i konjunkturen och för att få upp den låga inflationen.

Formerna för ett brittiskt utträde ur EU är fortfarande oklara. Premiärminister Theresa May har meddelat att Storbritannien senast i slutet av mars 2017 kommer att inleda den formella utträdesprocessen genom att utlösa artikel 50 i EU-fördraget. Därefter väntar enligt fördraget en tvåårig utträdesprocess med flera olika komplicerade förhandlingar. Den brittiska regeringen har gjort flera olika utspel om hur den ser på landets framtida koppling till EU:s inre marknad, som har resulterat i stora rörelser i pundet. Det kommer att råda stor osäkerhet under en lång tid framöver.

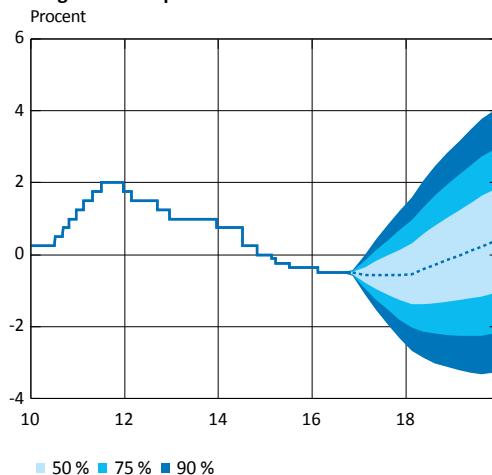
Fortsatt god tillväxt trots dämpning

Den svenska BNP-tillväxten har sedan en tid tillbaka, med stöd av en expansiv penningpolitik, varit förhållandevis stark (se diagram 1:1 och 1:2). Enligt nationalräkenskaperna för det andra kvartalet växte BNP med 2,0 procent jämfört med första kvartalet och uppräknat till årstakt.

Trots en dämpning jämfört med den starka uppgången i fjol bedöms tillväxten framöver bli fortsatt god. I år drivs utvecklingen framför allt av offentlig konsumtion och investeringar i bostäder samtidigt som tillväxten i den privata konsumtionen är i linje med historiska genomsnitt. Exporten har fallit hittills i år och de senaste månadsindikatorerna för såväl export som industriproduktion har varit svaga. Bedömningen är dock att svagheten inom industrin är tillfällig och i takt med att efterfrågan i omvärlden tar bättre fart väntas tillväxten i exporten stiga successivt.

Den expansiva penningpolitiken tillsammans med tilltagande tillväxt i omvärlden nästa år väntas ge stöd åt den svenska konjunkturen. Sammantaget bedöms BNP växa med drygt 3 procent i år och med drygt 2 procent i genomsnitt 2017–2019, vilket är i stort sett samma bedömning som i september.

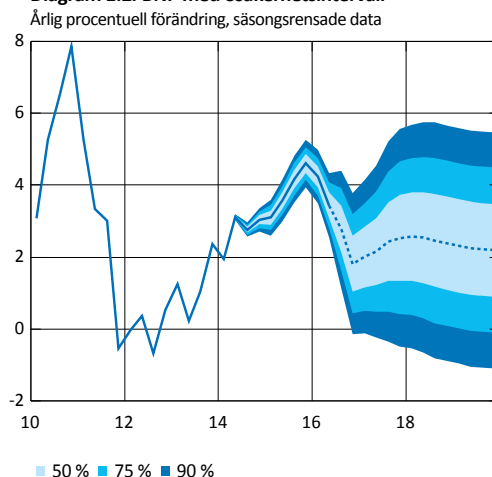
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall



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

Källa: Riksbanken

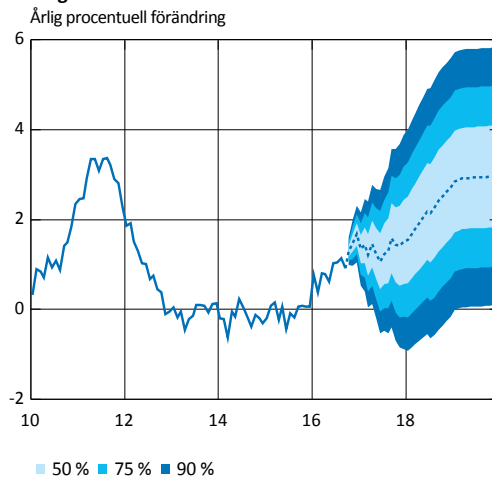
Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPI med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

Flera indikatorer på resursutnyttjandet är nära eller något över sina historiska genomsnitt och den samlade bedömningen är att resursutnyttjandet just nu är ungefär normalt. De närmaste åren väntas resursutnyttjandet stiga och bli högre än normalt.

Stark konjunktur leder till högre inflation

Inflationen mätt med KPI har under en längre tid varit låg och hållits tillbaka av fallande räntekostnader. Under det senaste halvåret har den dock stigit och är runt 0,9 procent (se diagram 1:3). Inflationen mätt med KPIF har stigit trendmässigt sedan 2014 (se diagram 1:4). De senaste månaderna har utfallen dock blivit oväntat låga. I september var KPIF-inflationen 1,2 procent.

Förutsättningarna för att den trendmässiga uppgången i inflationen ska fortsätta bedöms vara goda, trots den senaste tidens bakslag. Det stigande resursutnyttjandet medför, med viss eftersläpning, att det inhemska pristrycket ökar men även pristrycket från omvärlden tilltar. Ett generellt sett starkare ekonomiskt läge bör dessutom göra det lättare för företagen att höja sina priser och öka sina vinstmarginaler. Det närmaste året väntas även stigande energipriser bidra tydligt till en högre inflation, efter flera år med dämpande effekter.

De senaste månadernas svaga utveckling av inflationen illustrerar att det är osäkert hur snabbt inflationen kommer att stiga. Att i synnerhet tjänstepriserna har ökat långsammare än väntat indikerar att det underliggande inflationstrycket är svagare än i Riksbankens tidigare bedömningar. Prognosen för inflationen är därför nedreviderad jämfört med i september. Inflationen väntas nu nå 2 procent i mitten av 2018, mätt med både KPI och KPIF (se diagram 1:5–1:7).

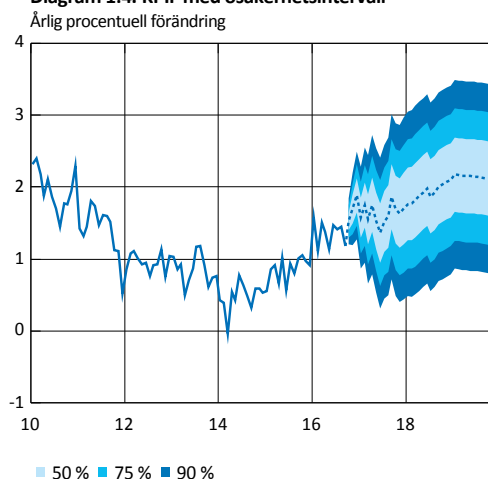
Kronan mätt med kronindex har försvagats sedan i våras och har också blivit svagare än i prognosen i september. Försvagningen under hösten har skett mot alla viktiga valutor, med undantag för det brittiska pundet. Att kronan har försvagats ytterligare under hösten och att penningpolitiken nu blir mer expansiv innebär en något svagare kronkurs under hela prognosperioden jämfört med i september (se diagram 1:8).

I slutet av prognosperioden bedöms kronan vara tillbaka på ungefär samma nivå som i våras. Detta talar för att de samantagna effekterna av växelkursrörelserna på inflationen 2016–2019 blir begränsade, även om de påverkar inflationen från år till år. Den gradvisa kronförstärkningen under kommande år bidrar dock till att dämpa inflationen något. Men effekten motverkas av både snabbare internationella prisökningar och ett stigande resursutnyttjande i svensk ekonomi.

Den aktuella penningpolitiken

Penningpolitiken i Sverige har under en längre tid präglats av låg inhemsk inflation, stor osäkerhet om konjunkturutvecklingen i omvärlden och låga globala räntor. Mot den bakgrunden har penningpolitiken blivit allt mer expansiv för att värna

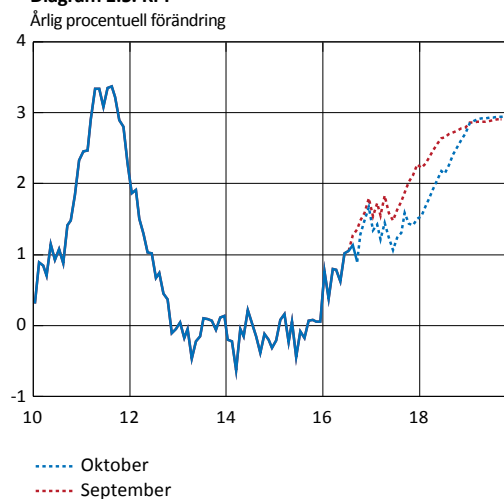
Diagram 1:4. KPIF med osäkerhetsintervall



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

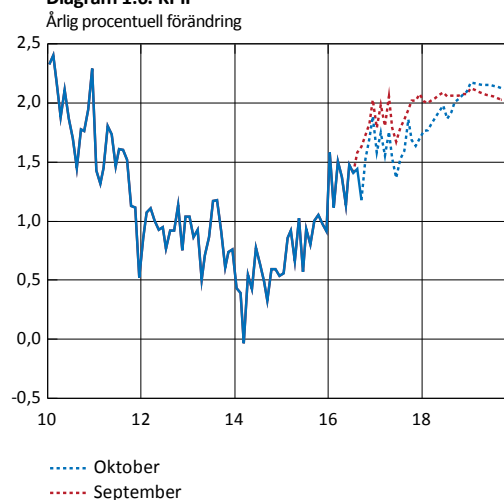
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:5. KPI



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:6. KPIF



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

inflationens målets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen. Riksbanken har sänkt reporäntan till -0,50 procent och genomfört omfattande köp av statsobligationer. I slutet av 2016 kommer dessa köp att uppgå till 245 miljarder kronor (se diagram 1:9). Tills vidare återinvesterar Riksbanken också förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen för att upprätthålla den expansiva penningpolitiken.

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

Inflationsuppgången behöver fortsatt kraftfullt stöd

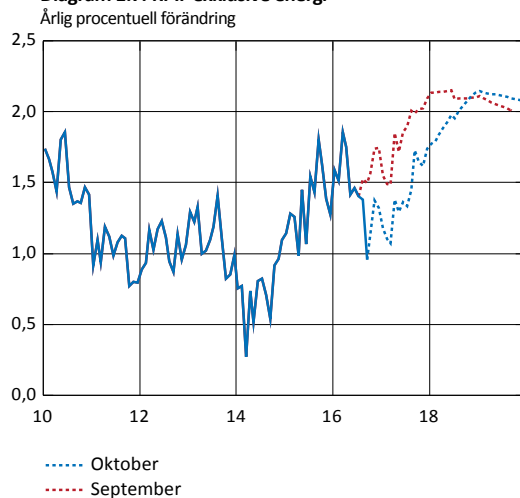
Riksbankens sänkningar av reporäntan och köp av statsobligationer har fått ett brett genomslag och pressat ner många räntor. Den expansiva penningpolitiken har på så sätt bidragit till de senaste årens positiva utveckling i svensk ekonomi. BNP-tillväxten har varit hög och arbetsmarknaden har successivt stärkts med stigande sysselsättning och fallande arbetslöshet. Sedan början av 2014 har inflationen stigit och de långsiktiga inflationsförväntningarna är tillbaka nära 2 procent (se diagram 1:10). Om allmänheten förväntar sig att inflationen kommer att ligga vid målet på några års sikt påverkas pris- och lönebildningen så att inflationsmålet blir lättare att uppfylla.

Sedan den penningpolitiska rapporten i september har den realekonomiska utvecklingen i både omvärlden och Sverige varit i linje med Riksbankens prognos och den samlade bilden av tillväxtutsikterna är i stort sett oförändrad.

Samtidigt har inflationen dämpats i år, och utfallen för både augusti och september var lägre än Riksbankens prognos. Detta illustrerar osäkerheten kring hur snabbt inflationen kommer att stiga till 2 procent. Det finns många faktorer som påverkar inflationen, såsom omvärldsutvecklingen, växelkursen, inflationsförväntningarna och resursutnyttjandet. När resursutnyttjandet i ekonomin ökar påverkar det normalt prisökningstakten med viss tidsfördröjning. Att tillväxten har varit hög och att arbetsmarknaden har förbättrats under ett antal år innebär att förutsättningarna för stigande inflation finns på plats. Men det är osäkert hur snabbt resursutnyttjandet påverkar inflationen och hur stor effekten blir. Och den dämpade inflationen i Sverige speglar utvecklingen i omvärlden, som också präglas av låg inflation. Mot bakgrund av de senaste månadernas svaga inflationsutfall har Riksbanken reviderat ner prognosen för det underliggande inflationstrycket och bedömer nu att det kommer att ta längre tid för inflationen att nå 2 procent.

Det internationella ränteläget är mycket lågt, vilket den svenska penningpolitiken behöver förhålla sig till. Konjunkturutvecklingen i omvärlden och hur omvärldens centralbanker

Diagram 1:7. KPIF exklusive energi

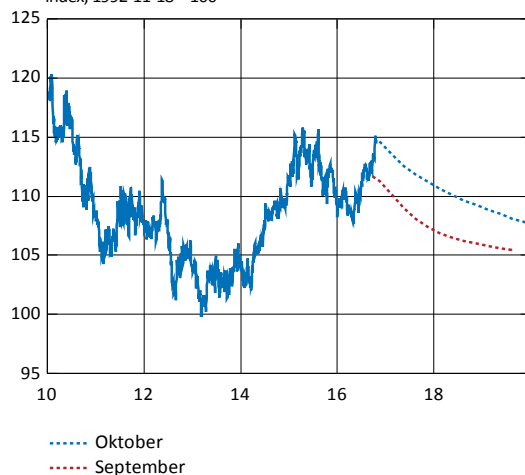


Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:8. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100

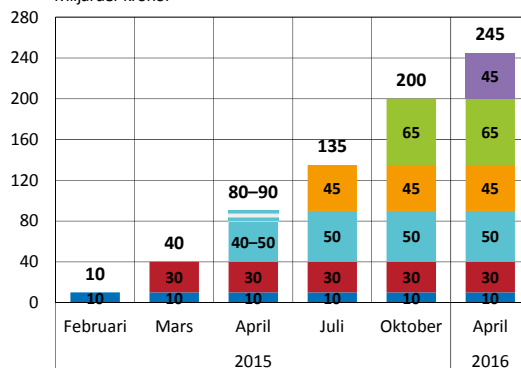


Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 1:9. Riksbankens beslutade köp av statsobligationer

Miljarder kronor



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

Källa: Riksbanken

agerar påverkar också förutsättningarna för inflationsuppgången i Sverige. Kronans växelkurs är en viktig kanal för hur penningpolitiken i omvärlden påverkar Sverige. Hittills i år har växelkursen utvecklats svagare än väntat men Riksbanken bedömer att den långsamt kommer att förstärkas framöver (se diagram 1:8). En alltför snabb växelkursförstärkning kan dock leda till att priserna på importerade varor och tjänster ökar långsammare och till att efterfrågan på svensk export blir lägre. En sådan utveckling skulle göra det svårare för Riksbanken att få upp inflationen. Eftersom inflationen varit låg under en lång tid är det av stor betydelse att förstärkningen i kronan framöver sker långsamt.

Att inflationen har varit låg länge är oroande och det är viktigt att inflationen stiger mot målet så att förtroendet för inflationsmålet inte försvagas. Inflationsuppgången behöver mot den bakgrunden fortsatt kraftfullt stöd. Direktionen bedömer därför att reporäntan behöver hållas på dagens låga nivå, -0,50 procent, ett halvår längre jämfört med i september (se diagram 1:11). Detta innebär att långsamma höjningar inleds först i början av 2018. Reporäntebanan avspeglar nu också en större sannolikhet för att räntan kan komma att sänkas ytterligare. Enligt tidigare beslut fortsätter köpen av nominella och reala statsobligationer och kommer att uppgå till 245 miljarder kronor i slutet av 2016 (se diagram 1:9). Tills vidare återinvesteras också förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen. Under 2017 kommer dessa att uppgå till ungefär 30 miljarder kronor.

Inför det penningpolitiska mötet i december står direktionen även redo att förlänga köpen av statsobligationer, men bedömer att beslut om detta inte behöver fattas redan vid oktobermötet. Nuvarande köpprogram löper året ut och ger därmed möjlighet att avvakta ytterligare information som kan påverka beslutet om en förlängning av köpen. Exempel på sådan information är den närmaste tidens inflationsutveckling och agerandet bland utländska centralbanker.

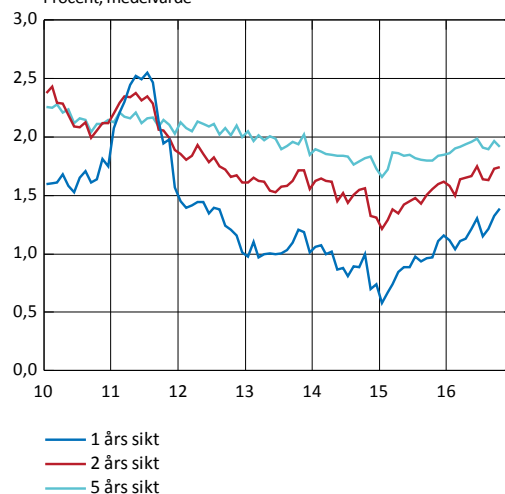
Penningpolitiken är alltså, precis som på flera andra håll i världen, mycket expansiv och kommer att så förbli de kommande åren. Den reala reporäntan är exempelvis negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:12).

Beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv

Svensk ekonomi har utvecklats positivt de senaste åren och utsikterna ser ljusa ut även framöver. Men även om svensk ekonomi idag står väl rustad kan det komma negativa överraskningar framöver som gör att penningpolitiken behöver anpassas. Det viktiga för penningpolitiken är att inflationen trendmässigt närmar sig målet och att förtroendet för inflationsmålet inte försvagas.

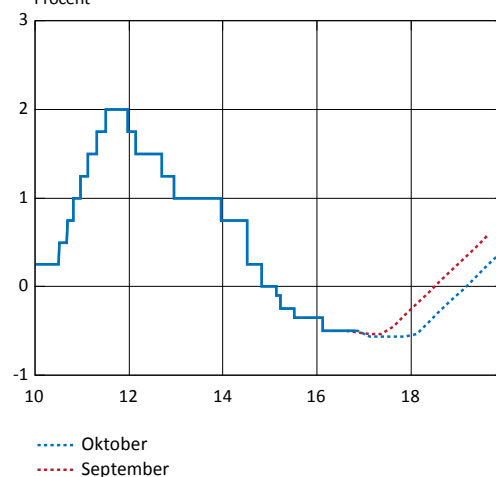
Riksbanken har därför en fortsatt hög beredskap att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om den trendmässiga inflationsuppgången skulle hotas. Det gäller även mellan de ordinarie penningpolitiska mötena. Alla de verktyg som

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



Källa: TNS Sifo Prospera

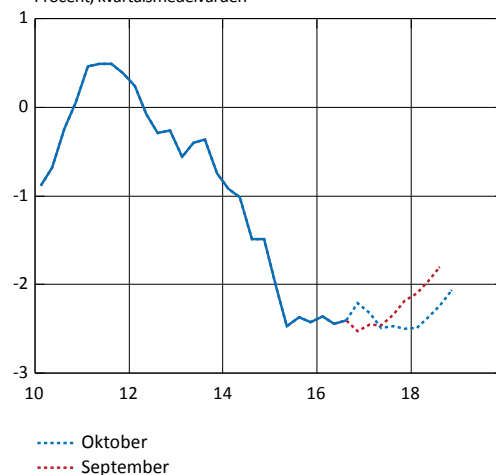
Diagram 1:11. Reporänta
Procent



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:12. Real reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



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

Källor: SCB och Riksbanken

Riksbanken har redogjort för i tidigare penningpolitiska rapporter kan fortfarande användas.

Osäkerhet och risker

Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra, vilket osäkerhetsintervallen i diagram 1:1–1:4 illustrerar. I Riksbankens prognoser ska sannolikheten för ett sämre utfall i princip vara lika stor som sannolikheten för ett bättre utfall. Det är dock svårt att sätta siffror på dessa sannolikheter.

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

Osäkerhet kring prognosen för inflationen

Det finns många källor till osäkerhet kring inflationsprognosen. En sådan källa är utvecklingen i omvärlden, och den präglas av ett flertal risker.

Läget i den europeiska banksektorn är fortsatt osäkert. Aktiekurserna för flera europeiska banker har utvecklats betydligt svagare än börsen i övrigt under 2016. Flera banker har problem med lönsamheten och oron är stor för att många europeiska banker har ont om kapital. Det osäkra läget hämmar konjunkturåterhämtningen i euroområdet. Om bankernas problem skulle förvärras kan det leda till att kreditgivningen stramas åt, vilket skulle kunna medföra en ännu svagare återhämtning i euroområdet med lägre inflation som följd.

De ekonomiska effekterna av ett brittiskt EU-utträde för både Storbritannien och andra länder är också fortsatt osäkra. Diskussionen under senare tid har bland annat gällt Storbritanniens framtida koppling till EU:s inre marknad. Detta har lett till en kraftig försvagning av pundet. Osäkerheten kring effekterna av det brittiska EU-utträdet kommer att bestå ett bra tag framöver.

Till riskbilden i omvärlden hör också utvecklingen i den kinesiska ekonomin, där bland annat en hög skuldsättning inom företagssektorn skulle kunna leda till problem.

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

Att inflationen stigit sedan början av 2014 beror bland annat på att en försvagning av kronan har bidragit till att priserna ökat på varor och tjänster med högt importinnehåll. Det

innebär att när kronan gradvis stärks behöver inflationsuppgången i större utsträckning drivas av prisökningar på varor och tjänster med mindre importinnehåll. Att resursutnyttjandet stiger och blir högre än normalt bör enligt historiska samband betyda att inflationen ökar framöver (se även fördjupningen "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation" i denna rapport). Men det är svårt att veta exakt hur snabbt det går, och detta skapar också osäkerhet i inflationsprognosen.

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

Inflationen kan också stiga snabbare än i prognosen. Om den ekonomiska utvecklingen skulle bli bättre än förväntat kan resursutnyttjandet och därmed inflationen drivas upp snabbt. Om kronan skulle försvagas eller energipriserna stiga kan det också leda till att inflationen blir högre än förväntat. Inflationen har dock underskridit målet under en lång tid och skulle inflationen tillfälligt bli högre än i prognosen behöver det inte innebära att penningpolitiken måste göras mindre expansiv i närtid.

Risker med låg inflation

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

En låg inflation kan dessutom försvåra anpassningen av reallönerna eftersom de nominella lönerna vanligtvis stiger och sällan sänks. Det kan medföra en högre arbetslöshet och en ytterligare press nedåt på inflationen.

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

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 inflations-index och är målvariabel för penningpolitiken i bland annat euroområdet och Storbritannien. Att KPI, KPIF och HIKP har olika syften innebär att de beräknas på delvis olika sätt. Trots skillnaderna i konstruktion är inflationen mätt med HIKP och KPIF likartad, medan KPI-inflationen varierar mer. Mer information om olika inflationsmått och relaterade frågeställningar finns i Riksbanksstudien "Riksbankens inflationsmål – målvariabel och intervall". Studien går att ladda ned i pdf-format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Risker med låga och negativa räntor

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

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

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

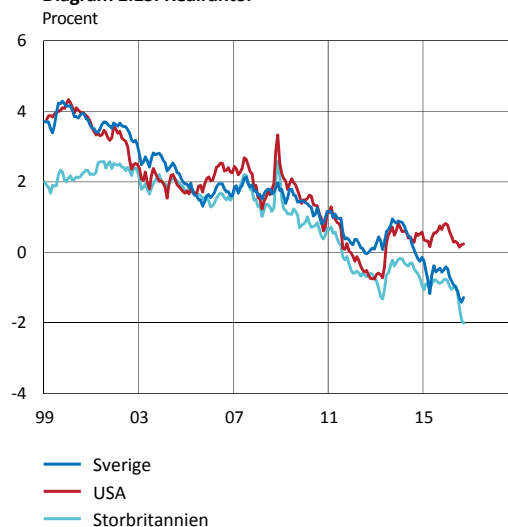
Det låga ränteläget är en av orsakerna till den kraftiga skulduppbbyggnaden och de stigande bostadspriserna. Hushållens skulder som andel av deras disponibla inkomster fortsätter att öka under prognosperioden (se diagram 1:14). I slutet av prognosperioden bedöms andelen ligga strax över 190 procent. En utveckling där skulderna stiger i snabbare takt än inkomsterna är inte långsiktigt hållbar. Bostadspriserna fortsätter också att stiga även om ökningstakten har avtagit (se diagram 1:15), förmodligen beroende på att amorteringskravet införts och att bolåneräntorna har slutat falla.

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

Riskerna med hushållens skuldsättning kvarstår – brådskande att vidta ytterligare åtgärder inom olika politikområden

Den höga och ökande skuldsättningen innebär risker för den finansiella och makroekonomiska stabiliteten. Finansinspekt-

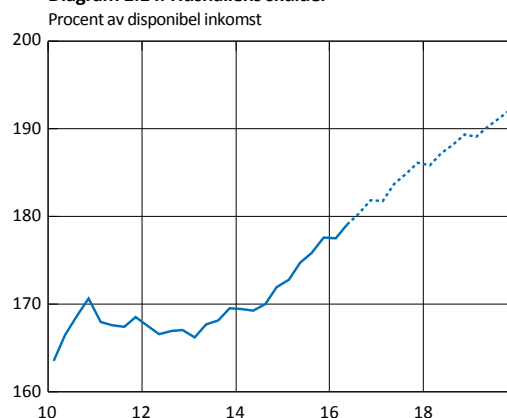
Diagram 1:13. Realräntor



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

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

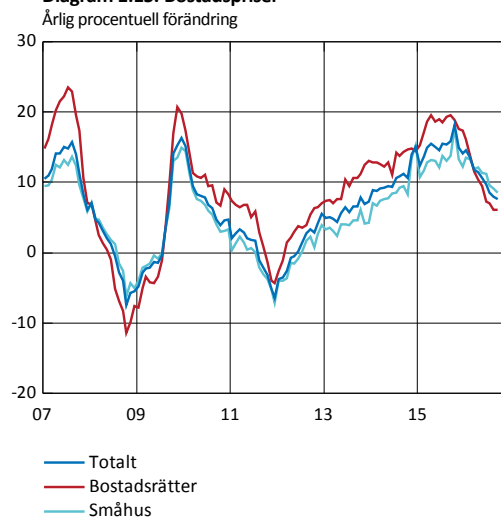
Diagram 1:14. Hushållens skulder



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:15. Bostadspriser



Källa: Valueguard

ionen har hittills infört amorteringskrav, bolånetak och riskviktsgolv för bolån för att dämpa utvecklingen och minska riskerna. Men ytterligare åtgärder behövs, särskilt i ett läge som präglas av låga räntor.² Bostadsmarknaden behöver reformeras så att det blir bättre balans mellan utbud och efterfrågan. Det är även viktigt med reformer som minskar hushållens vilja eller förmåga att skuldsätta sig. En översyn av såväl reavinstbeskattning som fastighetsskatt och ränteavdrag vore därför välkommen.

Det är också viktigt att Finansinspektionen får den beslutskraft som behövs för att kunna bedriva en effektiv makrotillsyn. Hur stort behovet av ytterligare makrotillsynsåtgärder är beror på i vilken utsträckning de bakomliggande orsakerna till obalanserna och riskerna hanteras och hur snabbt detta sker. En möjlig ytterligare åtgärd är ett skuldkvotstak som begränsar hur mycket ett hushåll får låna i relation till sin inkomst.

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

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 försämring av efterfrågan, lägre inflation och högre arbetslöshet. Det är därför angeläget med riktade åtgärder inom makrotillsynen, bostadspolitiken och skattepolitiken för att begränsa hushållens skulduppbyggnad. Jämfört med räntehöjningar kan dessa åtgärder i högre grad utformas för att specifikt hantera riskerna förknippade med hushållens skulder, och de negativa effekterna på ekonomin i övrigt kan därför bli mindre.

² För en utförligare diskussion om åtgärder se Finansiell stabilitet 2016:1.

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Sedan den penningpolitiska rapporten i september har rörelserna på de finansiella marknaderna varit relativt små. Statsobligationsräntorna har dock stigit något, framförallt i USA och Storbritannien. Aktiepriserna är på i stort sett oförändrade nivåer. Kronan har i konkurrensvägda termer utvecklats svagare än Riksbankens prognos i september och har försvagats mot flertalet valutor. Hushåll och företag fortsätter att möta låga räntor och kredittillväxten är hög. Sammantaget bedöms de finansiella förhållandena vara fortsatt gynnsamma för den ekonomiska tillväxten.

Utvecklingen internationellt

Det har varit relativt små rörelser på de finansiella marknaderna sedan det penningpolitiska beslutet i september. Mått på marknadsosäkerhet är kvar på låga nivåer. Statsobligationsräntor har stigit något, medan globala aktieindex är i stort sett oförändrade. Oron kvarstår dock kring tillståndet i den europeiska banksektorn. Oljepriset har stigit efter OPEC:s beslut att begränsa produktionen. Högre osäkerhet kring formerna för det brittiska utträdet ur EU har lett till att pundet försvagats kraftigt.

Små förändringar i omvärldens penningpolitik

Sedan det penningpolitiska mötet i september har förväntningarna på styrräntor, som går att utläsa från olika finansiella instrument, skiftat upp något (se diagram 2:1). Även statsobligationsräntorna har stigit, framförallt i USA och Storbritannien (se diagram 2:2). Detta är ett resultat av bland annat stigande inflationsförväntningar som har sammanfallit med det stigande oljepriset och pundets försvagning, samt förväntningar om en räntehöjning i USA senare i år.

I euroområdet lämnade ECB sin penningpolitik oförändrad i oktober. Inlåningsräntan är kvar på -0,40 procent. ECB säger att "tillgångsköpen om 80 miljarder euro i månaden fortlöper som planerat fram till slutet av mars 2017, eller längre om så är nödvändigt, och under alla omständigheter till dess att ECB-rådet ser en varaktig justering av inflationsbanan som överensstämmer med inflationsmålet". De flesta marknadsaktörer förväntar sig en förlängning av tillgångsköpsprogrammet i december och att ECB då också annonserar en förändring av bankens regler för vilka tillgångar som kan köpas. I dagsläget

Tabell 2:1.

| Utvecklingen på finansiella marknader sedan den penningpolitiska rapporten i september | |
|--|--|
| Statsobligationsräntor | Statsobligationsräntor är på en relativt oförändrad nivå i Sverige, något högre i omvärlden. |
| Valutamarknaden | Kronan har utvecklats svagare än Riksbankens prognos i september. |
| Aktiemarknaden | Aktiepriserna är i stort sett oförändrade. |
| Räntor till hushåll och företag | Fortsatt låga räntor till hushåll och företag. |
| Kredittillväxt | Fortsatt hög utlåningstillväxt till hushåll och icke-finansiella företag. |

Transmissionsmekanismen – från reporäntan till räntor till hushåll och företag

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



handlas en relativt stor andel av den utestående stocken av tyska obligationer under ECB:s inlåningsränta och är därför inte möjliga för ECB att köpa enligt bankens nu gällande regler.

Den amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed) höll som förväntat sin styrränta oförändrad i september. Fed-ledamöternas medianränteprognos för styrräntan justerades ner något jämfört med prognosen i juni och innebär en höjning i år och två höjningar under 2017. Fed signalerade dock att argumenten för en räntehöjning i år har stärkts. Marknaden prissätter en relativt stor sannolikhet för en räntehöjning i december. Marknadens förväntningar på styrräntan på längre sikt är dock betydligt lägre än medianprognosen från Feds ledamöter.

I Japan annonserade Bank of Japan en ändring av sitt penningpolitiska ramverk. Centralbanken kommer liksom tidigare att styra räntor med kortare löptid, men kommer nu även att hålla den tioåriga statsobligationsräntan omkring noll. Bank of Japan kommer vidare att expandera den monetära basen tills inflationen överstiger inflationsmålet på 2 procent. I dagsläget är inflationen -0,5 procent.

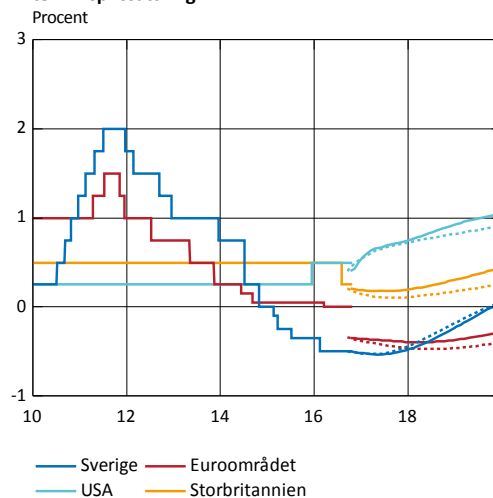
Norges Bank behöll reporäntan oförändrad vid sitt möte i september men kommunicerade en lägre sannolikhet för ytterligare räntesänkningar genom att höja reporäntebanan. Detta berodde på att stark makrostatistik och en högre inflation än förväntat under sommaren visat på förbättrade ekonomiska utsikter. Den norska kronan har stärkts efter beskedet.

Fortsatt oro kring tillståndet i den europeiska banksektorn

Globala börser är på relativt oförändrade nivåer jämfört med det penningpolitiska beslutet i september (se diagram 2:3). Samtidigt är olika mått som mäter osäkerhet på de finansiella marknaderna kvar på låga nivåer. Däremot kvarstår oron kring tillståndet i den europeiska banksektorn, vilket avspeglas i utvecklingen av aktiekurserna för banksektorn som har varit betydligt svagare än för börsen i övrigt under 2016 (se diagram 2:3). Flera banker har problem med lönsamheten och oron är stor för att många europeiska banker är svagt kapitaliserade. Det europeiska bankaktieindexet sjönk något ytterligare i september i samband med att Tysklands största bank, Deutsche Bank, erhölet ett oväntat stort böteskrav från den amerikanska staten. Böteskravet var relaterat till bankens försäljning av bostadsobligationer inför finanskrisen 2008. Bankaktieindexet har därefter återhämtat sig och är nu tillbaka på en relativt oförändrad nivå.

OPEC har kommit överens om att begränsa den dagliga oljeproduktionen kring nuvarande nivåer. Detta var den första koordinerade begränsningen i oljeproduktion från OPEC på åtta år vilket har fått oljepriset att stiga. Det är fortfarande oklart hur mycket de olika medlemmarna ska dra ned på produktionen och OPEC förväntas återkomma med fler detaljer vid sitt möte i november.

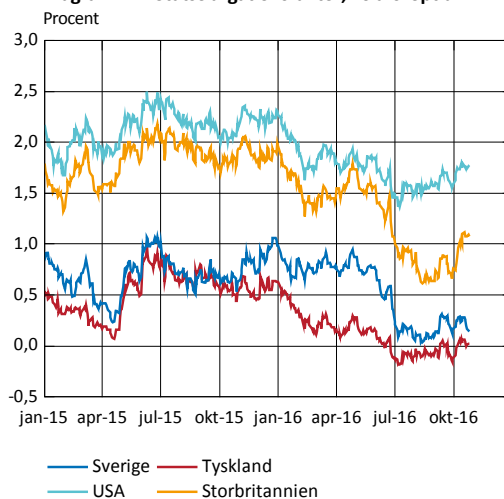
Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning



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 2016-10-26, streckade linjer är skattade 2016-09-05.

Källor: Macrobond och Riksbanken

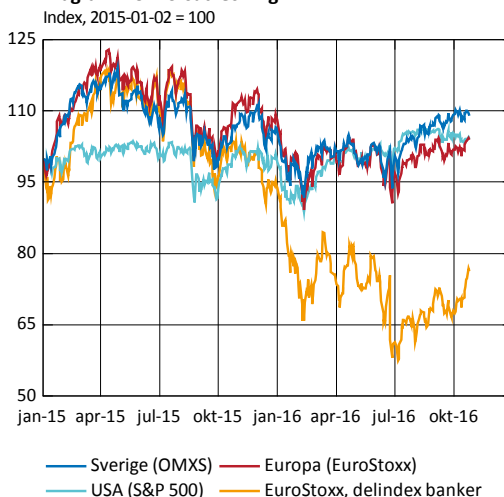
Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:3. Börsutveckling



Källor: Macrobond och Thomson Reuters

På valutamarknaderna har dollarn stärkts mot flertalet valutor, efter att makrosstatistik och högre inflationsförväntningar ökat förväntningarna om en räntehöjning senare i år. Pundet har försvagats kraftigt sedan början av september till följd av ny oro på marknaderna kring formerna för det brittiska utträdet ur EU. Osäkerheten grundar sig framförallt kring vilka konsekvenser en förlust av tillgången till den inre marknaden kommer att få för den brittiska ekonomin.

Finansiella förhållanden i Sverige

De finansiella förhållandena är fortsatt expansiva

I Sverige är marknadsräntorna kvar på låga nivåer och Stockholmsbörsen är i princip oförändrad sedan det penningpolitiska beslutet i september. Kronan har dock försvagats ytterligare och är svagare än vad som förväntades i prognosen i september. Räntorna till hushåll och företag är i stort sett oförändrade på låga nivåer. Kreditillväxten är fortsatt hög, även om den årliga tillväxttakten i bostadspriserna har dämpats. Sammanfattningsvis bedöms de finansiella förhållandena vara fortsatt gynnsamma för den ekonomiska tillväxten.

Små rörelser i statsobligationsräntor

Riksbanken höll penningpolitiken oförändrad i september med reporäntan kvar på $-0,50$ procent. Köpen av statsobligationer fortlöper till slutet av året enligt tidigare beslut. Beslutet var väntat av de finansiella marknaderna och reaktionerna var därför små.

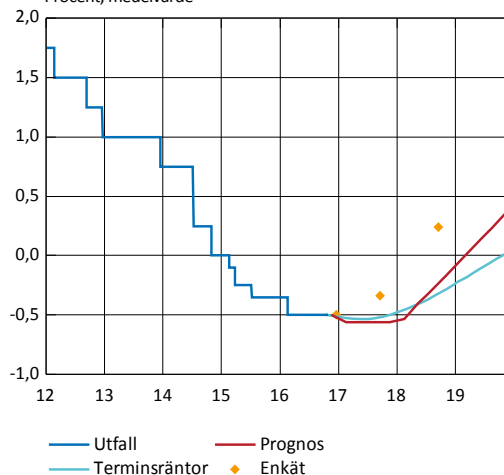
Sedan det penningpolitiska mötet i september har finansiella priser kopplade till reporäntan varit i stort sett oförändrade. Förväntningarna på reporäntan framöver ligger något över Riksbankens reporäntebana under det närmaste året, men stiger därefter i långsammare takt. Förväntningarna enligt enkäter ligger i linje med reporäntebanan vid årets slut, men stiger därefter i snabbare takt (se diagram 2:4). De flesta marknadsaktörer förväntar sig en förlängning av statsobligationsköpen under slutet av året.

Reala och nominella statsobligationsräntor med längre löptider har stigit något sedan det penningpolitiska mötet i september. Detta är i linje med den internationella utvecklingen. Svenska statsobligationsräntor föll dock tillbaka igen i oktober i samband med det senaste inflationsutfallet och är nu på i stort sett samma nivåer som vid beslutstillfället i september.

Kronan har försvagats

Kronan mätt med kronindex har försvagats sedan i våras och har också utvecklats svagare än Riksbankens prognos i september. Kronförsvagningen har varit bred och kronan har för-

Diagram 2:4. Reporänta och marknadens förväntningar
Procent, medelvärde



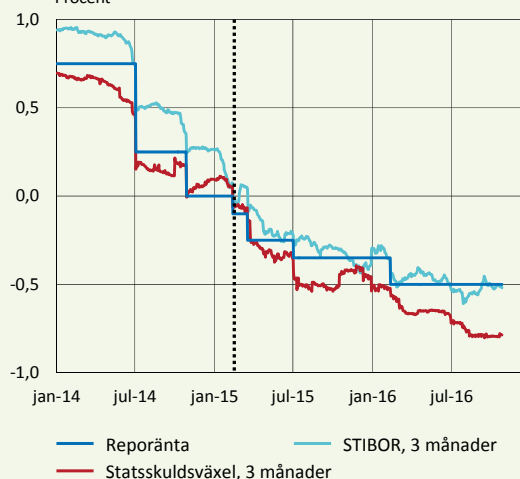
Anm. Terminsräntorna är skattade 2016-10-26 och är ett mått på förväntad reporänta. Enkätssvar visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer den 2016-08-31.

Källor: Macrobond, TNS Sifo Prospera och Riksbanken

Statsobligationsköpen pressar ned lång- och korträntor

Sedan februari 2015 genomför Riksbanken köp av statsobligationer för att göra penningpolitiken mer expansiv. Fram till årsskiftet kommer Riksbanken ha köpt statsobligationer till ett nominellt värde om 245 miljarder kronor, merparten med löptider upp till 10 år. Riksbankens köp bidrar till att den tillgängliga volymen av den utestående stocken av statsobligationer krymper. Då många marknadsaktörer vill ha tillgångar med den löptid och riskprofil som statsobligationerna har, så ökar konkurrensen om de kvarvarande obligationerna och räntor på statsobligationer har därför pressats ner³. Riksbankens statsobligationsköp bidrar också till att pressa ner kortare marknadsräntor i Sverige. Vissa aktörer som vill låna på korta löptider använder statsobligationer som säkerheter medan andra aktörer är villiga att placera pengar till en kortfristig ränta för att kunna inneha en statsobligation under en kort period. Den krympande utestående stocken av statsobligationer ökar värdet av statsobligationer som säkerhet i dessa transaktioner. Detta bidrar till att räntorna på korta lån med statsobligationer som säkerhet, den så kallade repomarknaden för statsobligationer, sjunker. Detta syns även på andra räntor med kort löptid så som statsskuldväxlar. Räntan på en statsskuldväxel med en löptid på cirka 3 månader är till exempel för närvarande runt $-0,80$ procent, vilket är klart under reporäntan som ligger på $-0,50$ procent.

Diagram 2:5. Korta marknadsräntor och reporäntan
Procent



Anm. Streckad linje avser startpunkten för obligationsköpen.
Källor: Macrobond och Riksbanken

³ Se De Rezende, Kjellberg och Tysklind, "Effekter på finansiella priser av Riksbankens statsobligationsköp", Ekonomisk kommentar nr 13 2015, Sveriges Riksbank.

svagats mot såväl euron som den amerikanska dollarn (se diagram 2:6). Möjliga orsaker som har lyfts fram av marknadsaktörerna är att svenska räntor har sjunkit jämfört med utländska räntor de senaste månaderna och att viss makrostatistik från Sverige har varit svagare än väntat. Andra faktorer som har lyfts fram är att Riksbankens penningpolitik har haft effekt på valutan och att en del investerare har minskat sina innehav av kronor eftersom kronan inte har förstärkts som förväntat.

Riskfyllda tillgångar fortsätter att vara relativt attraktiva för investerare och Stockholmsbörsen är kvar på i princip oförändrade nivåer. Även priserna på andra riskfyllda tillgångar, såsom företagsobligationer, har varit i stort sett oförändrade sedan det penningpolitiska beslutet i september.

Fortsatt goda finansieringsvillkor för svenska banker

Ränteskillnaden mellan bostads- och statsobligationer, som steg relativt mycket under 2015, har successivt minskat under våren och sommaren 2016. Sedan september har rörelserna dock varit små och ränteskillnaden är oförändrad. Givet det låga ränteläget bedöms de svenska bankerna ha fortsatt god tillgång till billig finansiering, vilket skapar bra förutsättningar för utlåning till hushåll och företag.

Tillväxttakten i bostadspriserna fortsätter att dämpas

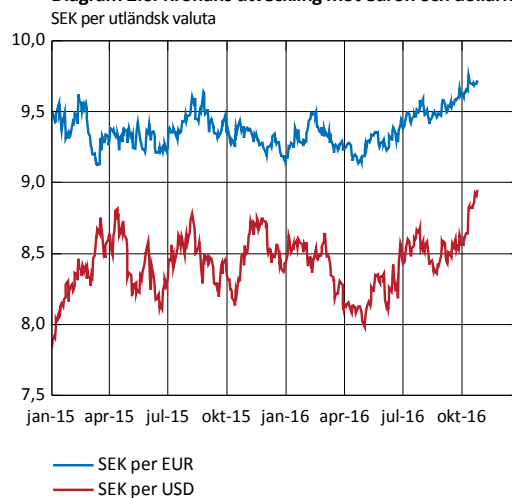
Utlåningsräntorna på nya lån till hushåll och företag är kvar på historiskt låga nivåer om 1,6 respektive 1,3 procent. Inlåningsräntorna har varit oförändrade nära noll sedan mitten på 2015 (se diagram 2:7). Bankerna har hittills avstått från att införa negativa inlåningsräntor för hushåll och de flesta företag. Dock behöver ett fåtal aktörer, såsom vissa större företag och kommuner, betala en viss avgift för sin inlåning. En del av dessa aktörer har emellertid även möjlighet att finansiera sig till negativ ränta.⁴

Kredittillväxten hos hushåll och icke-finansiella företag är fortsatt hög (se diagram 2:8). För hushållen består tillväxten framförallt av lån med bostadsrätter och småhus som säkerhet. För icke-finansiella företag förklaras ökningen i kredittillväxten framförallt av lån med olika typer av fastigheter som säkerhet. Tillväxttakten i företagens upplåning i värdepapper sjönk något i augusti men är fortsatt positiv. Enkätundersökningar visar att företagen fortsatt har god tillgång till krediter.

Den årliga tillväxttakten i bostadspriserna har fortsatt att dämpas och var i september 7,6 procent. Detta ska jämföras med årliga tillväxttakter kring 15–20 procent under förra året. Bolåneräntorna har slutat att falla efter en längre tids nedgång, vilket sannolikt har bidragit till att dämpa priserna. Samtidigt visar SEB:s boprisindikator och Valueguards mäklarbarometer på en fortsatt optimism bland allmänheten och mäklarna tror på stigande bostadspriser framöver.

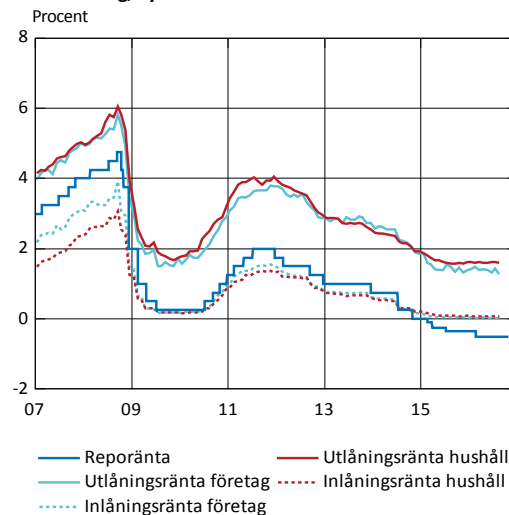
⁴ Se fördjupningen "Perspektiv på den negativa reporäntan" i Penningpolitisk rapport juli 2016.

Diagram 2:6. Kronans utveckling mot euron och dollarn



Källa: Macrobond

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



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:8. 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

Både efterfrågan och inflationen i omvärlden är dämpad. Efter höga tillväxttal i fjol utvecklas nu även den svenska ekonomin lugnare och den snabba nedgången i arbetslösheten har bromsat in. Resursutnyttjandet bedöms vara ungefär normalt och under återstoden av 2016 väntas det vara relativt oförändrat. Inflationen har stigit sedan inledningen av 2014, men i år har utvecklingen dämpats och utfallet i september var oväntat svagt. De kommande månaderna väntas inflationen stiga något.

Inflation

Inflationen lägre än väntat

Uppgången i inflationen har dämpats i år. Det beror i första hand på att prisökningstakten på varor och livsmedel gradvis har sjunkit. Sedan den senaste penningpolitiska rapporten har utfallen för inflationen i både augusti och september blivit lägre än väntat. Jämfört med prognosen i september är det framförallt tjänstepriserna som ökat långsammare än väntat. Den lägre ökningstakten i tjänstepriserna beror inte på att prisökningen för några enskilda tjänster varit oväntat långsam, utan på en svag utveckling för många olika typer av tjänster. Historiskt har prisförändringar på tjänster varit relativt ihållande så dämpningen tyder på något lägre prisökningar de kommande månaderna. Priserna på livsmedel och varor har utvecklats mer i linje med Riksbankens senaste prognos.

KPIF-inflationen började stiga under inledningen av 2014 (se diagram 3:1). Detta på grund av snabbare prisökningar inom flera olika områden. Två faktorer har varit särskilt viktiga för inflationsutvecklingen sedan 2014. För det första medför ett stigande resursutnyttjande i ekonomin vanligtvis att prisökningstakten stiger men med viss fördröjning (se fördjupningen "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation"). Resursutnyttjandet har stigit successivt sedan 2013 och detta har medfört att framförallt prisökningarna för tjänster tilltagit (se diagram 3:2 och 4:17). För det andra påverkas inflationen av växelkursen. Denna effekt inträffar också med viss fördröjning och även om effekten av kronförsvagningen under 2014 och 2015 avtagit, fortsatte den att bidra till stigande inflation genom högre priser på vissa varor åtminstone under första halvåret i år. Den förnyade försvagning av kronan som skett sedan i våras väntas ge gradvis större positiva bidrag till inflationen den närmaste tiden. Därutöver stiger även hushållens kostnader för energiprodukter sedan en tid, vilket också bidrar till ökningen i KPIF (se diagram 3:2). Ökningstakten i KPI hålls dock fortfarande tillbaka en aning av låga bolåneräntor.

Inflationen stiger något de kommande månaderna

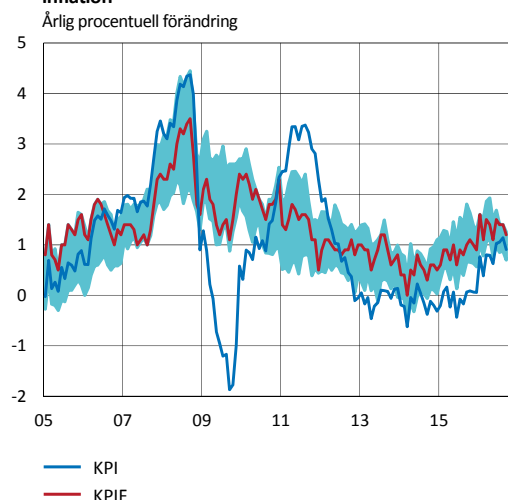
Enligt importprisindex har priserna på konsumtionsvaror i producentled totalt sett ökat de senaste månaderna. Det be-

Tabell 3:1.

| Förväntad utveckling i PPR september | Faktisk utveckling |
|---|--|
| KPIF-inflationen 1,6 procent i både augusti och september | Lägre än prognosen. Inflationen blev 1,4 respektive 1,2 procent. |
| BNP-tillväxten 1,2 procent andra kvartalet. | BNP-tillväxten reviderades upp till 2,0 procent |
| Arbetslösheten 6,8 procent tredje kvartalet | Arbetslösheten 7,0 procent. |
| BNP-tillväxten i euroområdet 1,1 procent andra kvartalet. | BNP-tillväxten reviderades upp till 1,2 procent. |
| BNP-tillväxten i USA 1,2 procent andra kvartalet | BNP-tillväxten reviderades upp till 1,4 procent. |

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

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



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

ror framförallt på att kronan försvagats på nytt. Producentpriserna på konsumtionsvaror som produceras i Sverige fortsätter, enligt hemmamarknadsprisindex, att öka snabbare än de gjorde kring förra årsskiftet.

Enligt Konjunkturbarometern indikerar samtidigt företagen inom handeln att prishöjningar över genomsnittet väntar det närmaste kvartalet. De konsumentnära företagen i Riksbankens företagsundersökning är dock mer försiktiga och räknar endast med måttliga prisökningar under det kommande året.

Ett sätt att väga samman information från utfall och indikatorer är att använda en modell. En sådan analys visar att ökningstakten i KPIF exklusive energi stiger något de närmaste 6 månaderna (se diagram 3:3). Inflationen mätt med KPIF exklusive energi väntas uppgå till i genomsnitt 1,2 procent fjärde kvartalet 2016. Det är marginellt lägre än modellprognosen. Att prognosen är något lägre beror framförallt på att modellen inte i tillräcklig utsträckning bedöms beakta att det är just de trögroliga tjänstepriserna som varit oväntat svaga.

Sammantaget väntas inflationen mätt med KPIF exklusive energi öka marginellt på kort sikt (se diagram 3:4). Stigande energipriser medför samtidigt att inflationen mätt med KPIF stiger något. Jämfört med den penningpolitiska rapporten i september är inflationsprognosen nedreviderad.

Stigande inflationsförväntningar

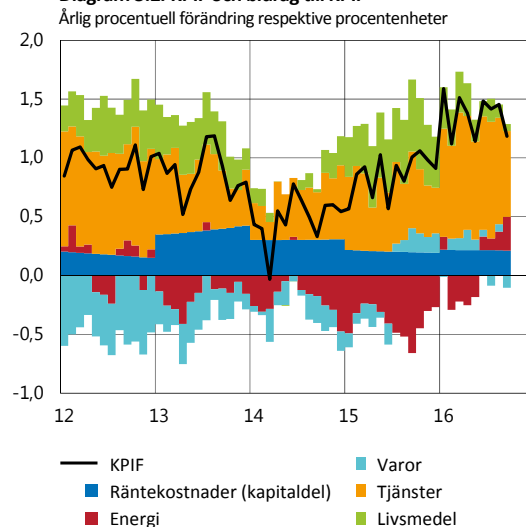
De kortsiktiga inflationsförväntningarna har, i likhet med den faktiska inflationen, varit låga de senaste åren men började stiga tydligt under fjolåret. Enligt Prosperas månadsundersökning för oktober steg inflationsförväntningarna något på ett års sikt (se diagram 1:10). På två respektive fem års sikt fortsatte förväntningarna att röra sig i sidled. De långsiktiga inflationsförväntningarna har dock stigit sedan ifjol och är tillbaka nära 2 procent.

Global och svensk konjunktur

Indikatorer pekar på måttlig tillväxt i omvärlden

I euroområdet har BNP-statistik bekräftat att inbromsningen under andra kvartalet berodde på att konsumtionstillväxten försvagades och investeringarna stagnerade. Det senare trots gynnsamma finansiella förhållanden och förbättrad kreditillväxt. För euroområdet som helhet syns ännu inga tydliga avtryck från resultatet i den brittiska folkomröstningen i olika indikatorer och utfall för det tredje kvartalet. Det samlade inköpschefsindexet sjönk visserligen i september, framförallt för att tjänstesektorn var svag, men befinner sig fortsatt över 50 vilket markerar gränsen mellan tillväxt och nedgång (se diagram 3:5). Samtidigt har detaljhandeln och industriproduktionen ökat något snabbare. Sammantaget pekar indikatorer och statistik på att tillväxten i euroområdet kommer att bli ungefär densamma det tredje kvartalet som under det andra

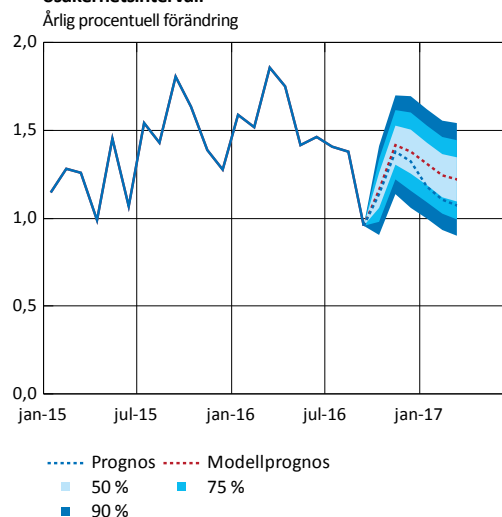
Diagram 3:2. KPIF och bidrag till KPIF



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

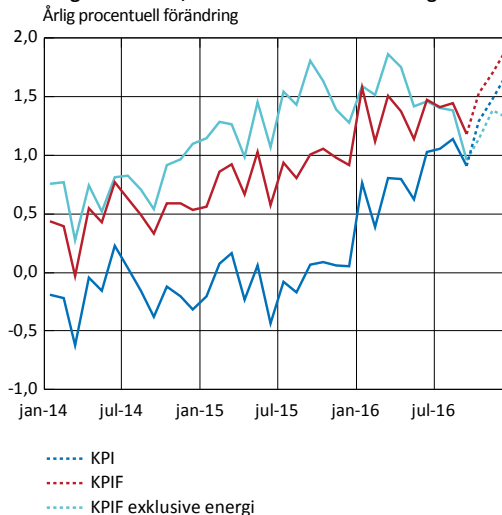
Diagram 3:3. Modellprognos för KPIF exklusive energi med osäkerhetsintervall



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:4. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

(se diagram 3:6). Osäkerhet om den framtida politiska inriktningen i flera länder bidrar till osäkerhet i euroområdet också framöver, vilket väntas dämpa tillväxten mot slutet av året.

I Storbritannien har kortsiktiga indikatorer såsom konsument- och företagsförtroende återhämtat sig efter att ha fallit i samband med folkomröstningen om EU-medlemskapet. Produktionen i tillverkningsindustrin har emellertid fortsatt att falla och tycks inte ha kunnat dra fördel av att pundet försvagats. Sammantaget väntas BNP-tillväxten i Storbritannien bromsa in något under det andra halvåret i år. De långsiktiga effekterna av folkomröstningen är fortfarande svårbedömda.

I USA är tillväxten på väg att ta fart igen efter ett mycket svagt första halvår då konsumtionen förvisso utvecklades starkt och nettoexporten steg, men investeringarna minskade. Även lagerutvecklingen bidrog negativt. Utvecklingen på arbetsmarknaden är fortsatt gynnsam och konsumentförtroendet är högt i ett historiskt perspektiv. Konsumtionen väntas öka i god takt även tredje kvartalet, dock något långsammare än under andra kvartalet. En fortsatt förbättrad utveckling inom gruvindustrin, som tyngts av tidigare låga oljepriser, bidrar till att industriproduktionen utvecklas svagt positivt. Sammantaget väntas ekonomin i USA stärkas under andra halvåret när investeringarna återhämtar sig och lagerbidraget blir positivt.

I Brasilien och Ryssland råder fortfarande recession, men ekonomin krymper inte i samma takt som tidigare. Samtidigt stabiliseras tillväxten i Kina. I Norge har den svaga utvecklingen under fjolåret i spåren av oljeprisfallet bytts mot en långsamt stigande tillväxt som väntas fortsätta i år.

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

Inflationen är fortsatt låg i omvärlden

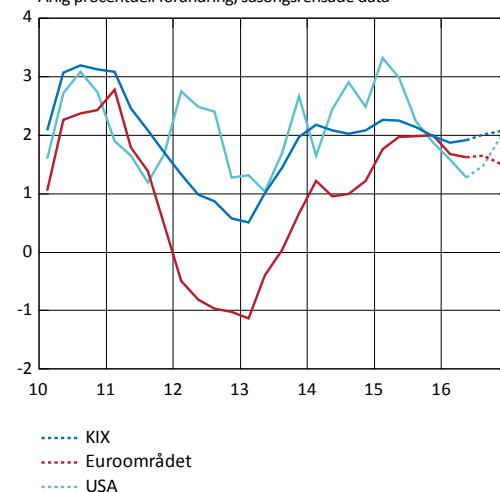
I slutet av september kommunicerade OPEC att organisationen ska införa utbudsbegränsningar, vilket har bidragit till att oljepriset stigit sedan den senaste penningpolitiska rapporten. Utvecklingen i energipriserna håller inte längre tillbaka inflationen i samma utsträckning som tidigare. Samtidigt har dock varu- och tjänstepriserna utvecklats svagt i euroområdet och den underliggande inflationen är fortsatt låg (se diagram 3:7). I euroområdet bedöms resursutnyttjandet fortfarande vara lägre än normalt med mycket hög arbetslöshet i vissa länder. Detta påverkar löneökningstakten som under andra kvartalet sjönk till den lägsta nivån på sex år. I USA bedöms resursutnyttjandet vara ungefär normalt. Bredare arbetslöshetsmått, som inkluderar personer utanför arbetskraften, tyder dock på att arbetskraftsdeltagandet kan öka ytterligare och löneutvecklingen är fortsatt svag. Den underliggande inflationen i USA har dock stigit jämfört med i fjol (se diagram 3:7). Även inklusive energi- och livsmedelspriser är inflationen alltjämt lägre än Federal Reserves mål på 2 procent.

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



Källor: Markit och Eurostat

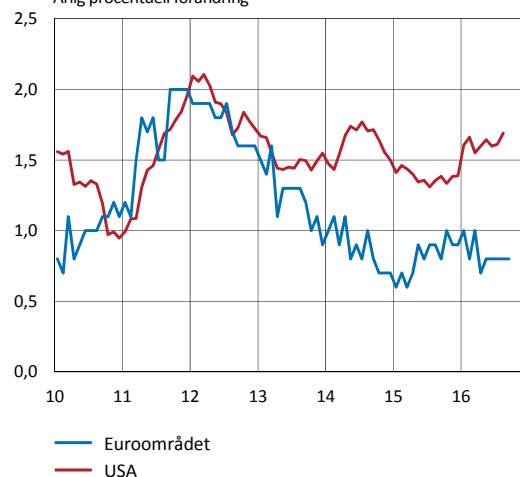
Diagram 3:6. BNP i omvärlden
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



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 3:7. Underliggande inflation i omvärlden
Årlig procentuell förändring



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

Källor: Bureau of Economic Analysis och Eurostat

Tecken på svagare industrikonjunktur i Sverige

Den ordinarie beräkningen av svensk BNP under andra kvartalet innebar en liten upprevidering till 2,0 procent, jämfört med första kvartalet och uppräknat till årstakt. Fasta bruttoinvesteringar och offentlig konsumtion ökade snabbt, men exporten minskade något jämfört med första kvartalet. Jämfört med den höga tillväxten ifjol har BNP-tillväxten dämpats tydligt i år.

Indikatorerna för utvecklingen de kommande kvartalen är något spretiga. Enligt Riksbankens företagsundersökning är konjunkturläget fortsatt högre än det historiska genomsnittet men företagen väntar sig en svagare utveckling framöver (se diagram 3:8). Företagens förtroende enligt Konjunkturbarometern är högre än det historiska genomsnittet, men har i likhet med BNP-tillväxten dämpats i år (se diagram 3:9). Förtroendet skiljer sig dock åt mellan branscherna. Det är framförallt inom tillverkningsindustrin och detaljhandeln som förtroendet minskat medan byggsektorn och de privata tjänstenärningarna fortsatt är optimistiska. Skillnaden mellan den inhemska efterfrågan och omvärlden syns också i produktionsstatistiken där framförallt industriproduktionen har utvecklats svagare än tjänste- och byggproduktionen i år. Månadsstatistiken visar att också varuexporten har utvecklats svagt. Olika källor för exportorderingången ger blandade signaler om utvecklingen framöver. Enligt Konjunkturbarometern var exportorderingången i september på den lägsta nivån sedan 2012, medan den enligt PMI steg tydligt. Sammantaget väntas industriproduktion och export utvecklas svagt under resten av året.

Investeringar och offentlig konsumtion ökar fortsatt starkt

Trots den starka konjunkturutvecklingen har konsumentförtroendet varit lägre än det historiska genomsnittet under en tid (se diagram 3:9). I september skedde dock en rejäl återhämtning, men utvecklingen i detaljhandeln har samtidigt varit dämpad. Detta trots att hushållens inkomster ökat snabbt. Även om de finansiella förhållandena är gynnsamma väntas hushållens konsumtion endast öka ungefär i linje med det historiska genomsnittet under resten av året. Den offentliga konsumtionen, som stigit snabbt till följd av det stora antalet asylsökande förra året, väntas fortsätta att öka i år.

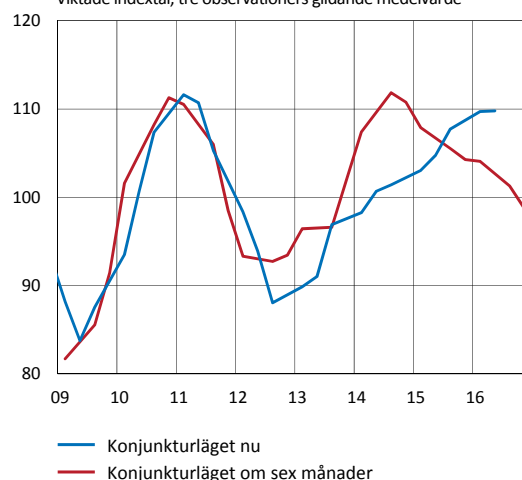
Bostadsinvesteringarna har ökat kraftigt de senaste åren, och även övriga investeringar i näringslivet har utvecklats starkt. Bostadsbyggandet är nu på den högsta nivån på cirka 20 år. Det första halvåret i år påbörjades 34 000 bostäder, vilket var en kraftig ökning jämfört med motsvarande period i fjol. Då det tar tid att bygga dessa lägenheter väntas bostadsinvesteringarna fortsätta att öka i god takt i år.

BNP växer i måttlig takt det andra halvåret

Vad indikatorerna innebär för BNP-tillväxten de närmaste kvartalen kan beskrivas med statistiska modeller. Modellprognosen för tredje kvartalet tyder på en BNP-tillväxt på 1,5 procent, jämfört med föregående kvartal och uppräknat

Diagram 3:8. Konjunkturläge

Viktade indextal, tre observationers glidande medelvärde

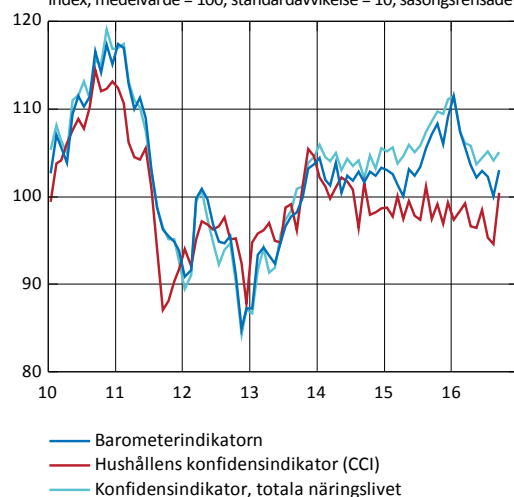


Anm. De viktade indextalen visar ett standardiserat värde med medelvärde = 100 och standardavvikelse = 10.

Källa: Riksbankens företagsundersökning

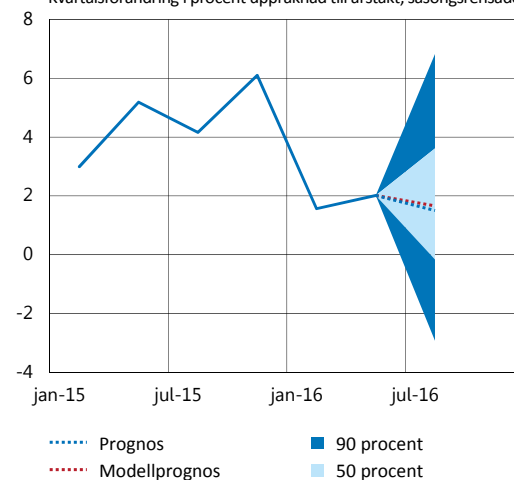
Diagram 3:9. Konfidensindikatorer

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



Källa: Konjunkturinstitutet

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



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

Källor: SCB och Riksbanken

till årstakt (se diagram 3:10). Riksbankens prognos för tredje kvartalet är i linje med modellprognosen. Det fjärde kvartalet tilltar tillväxten något, men utvecklingen är fortsatt måttlig i ett historiskt perspektiv.

Fortsatt stark efterfrågan på arbetskraft

Utvecklingen på arbetsmarknaden var mycket svag i juli och augusti. Det berodde dock delvis på att utvecklingen bland unga var tillfälligt svag.⁵ I september återhämtade sig sysselsättningsutvecklingen och arbetslösheten minskade. Sammantaget innebär detta dock att arbetslösheten under tredje kvartalet steg till 7 procent och den snabba nedgången i arbetslösheten i fjol har nu bromsat in (se diagram 3:11).

Indikatorerna för utvecklingen på kort sikt är emellertid fortsatt positiva. Antalet lediga jobb ligger på en hög nivå, både inom näringslivet och inom den offentliga sektorn (se diagram 3:12). Den senaste tiden är det framförallt antalet lediga jobb inom den offentliga sektorn som ökat. Företagens anställningsplaner enligt Konjunkturbarometern sjönk marginellt i september, men är på en nivå betydligt över det historiska genomsnittet. Till skillnad från produktionsstatistiken ligger anställningsplanerna på en hög nivå i samtliga branscher.

Sammantaget pekar indikatorerna på att den svaga utvecklingen under sommaren var tillfällig och både antalet sysselsatta och antalet i arbetskraften ökar i god takt under fjärde kvartalet och arbetslösheten väntas återigen minska något.

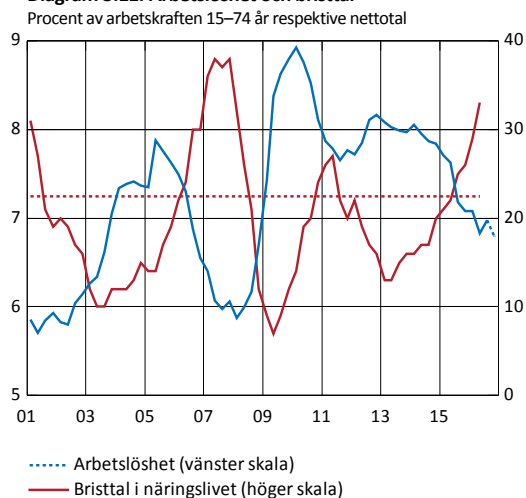
Resursutnyttjandet bedöms vara ungefär normalt

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar bedömningen av BNP-tillväxten framöver, men även prognoserna för löner och priser (se fördjupningen "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation"). I bedömningen av resursutnyttjandet använder Riksbanken en mängd indikatorer såsom andelen företag som enligt Konjunkturbarometern rapporterar brist på arbetskraft och kapacitetsutnyttjandet inom industrin. Bägge dessa befinner sig nu på nivåer över sina historiska genomsnitt. Under andra kvartalet steg bristtalen till den högsta nivån sedan 2007 (se diagram 3:11). Det indikerar att det börjar bli svårare för företagen i näringslivet att hitta den kompetens de söker. Enligt Arbetsförmedlingen har även andelen offentliga arbetsgivare med rekryteringsproblem ökat under flera år till en nu mycket hög nivå. Stigande bristtal talar för att priser och löner kommer att öka snabbare framöver. Riksbankens företagsundersökning tecknar bilden av att det inte rör sig om generell brist på arbetskraft, utan snarare om att det är svårt att hitta specifik kompetens.

Riksbankens RU-indikator, som är ett sammanfattande mått på resursutnyttjandet, har stigit och befinner sig strax

⁵ Arbetskraftsundersökningarna (AKU) är en urvalsundersökning. AKU är mer osäker under sommarmånaderna till följd av att ungdomar (15–24 år) går in och ut ur arbetskraften i samband med sommarjobb samt att bortfallet i genomsnitt är högre under sommaren.

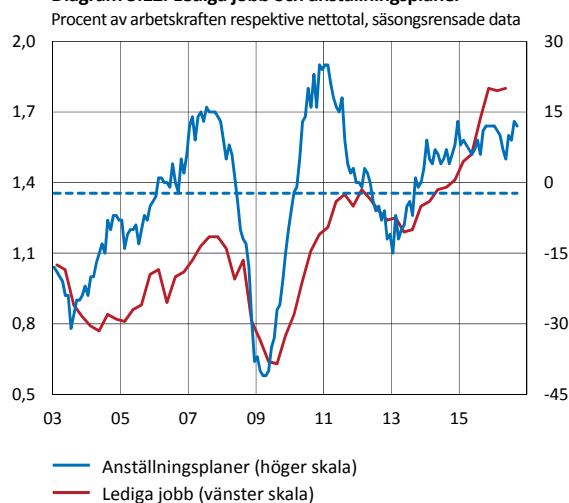
Diagram 3:11. Arbetslöshet och bristtal



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

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 3:12. Lediga jobb och anställningsplaner



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

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 3:13. RU-indikatorn



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

Källa: Riksbanken

över noll (se diagram 3:13). I nuläget bedöms resursutnyttjandet vara ungefär normalt och under återstoden av 2016 väntas det vara relativt oförändrat.

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Den globala konjunkturåterhämtningen fortsätter i måttlig takt. Osäkerheten i omvärlden är fortsatt stor och i huvudsak kopplad till den politiska utvecklingen. Svensk ekonomi är stark de kommande åren. Den inhemska efterfrågan fortsätter att vara en viktig drivkraft och tillväxten får efterhand draghjälp från en starkare omvärld. Allt större rekryteringsproblem och en redan hög sysselsättningsgrad medför att sysselsättningstillväxten väntas bromsa in något nästa år. Inflationen väntas fortsätta stiga i takt med att ett högre resursutnyttjande underlättar för företagen att höja priserna. KPIF-inflationen väntas nå 2 procent i mitten av 2018.

Omvärlden

Global tillväxt hålls tillbaka av strukturella problem

Den globala ekonomin väntas liksom förra året även i år växa med strax över 3 procent, understödd av expansiv penningpolitik och i viss mån även mer expansiv finanspolitik. Den globala tillväxten har i ett historiskt perspektiv varit långsam de senaste åren. Det har delvis konjunkturella orsaker kopplade till efterdyningar av finanskrisen såsom hög privat och offentlig skuldsättning i många utvecklade länder. De senaste årens fallande råvarupriser har inte heller gett så stora positiva effekter totalt på världsekonomin då nedgången slagit ovanligt hårt mot vissa råvaruproducerande länder. Men den svaga tillväxten är också ett resultat av strukturella trender, framförallt svagare produktivtets- och befolkningstillväxt, som pågått under lång tid och dämpat investeringarna. Detta har försämrat ekonomiernas långsiktiga tillväxtpotential. Dessa faktorer fortsätter i viss mån att hålla tillbaka tillväxten de kommande åren. Den globala BNP-tillväxten väntas stiga gradvis och nå 3,5 procent under 2019.

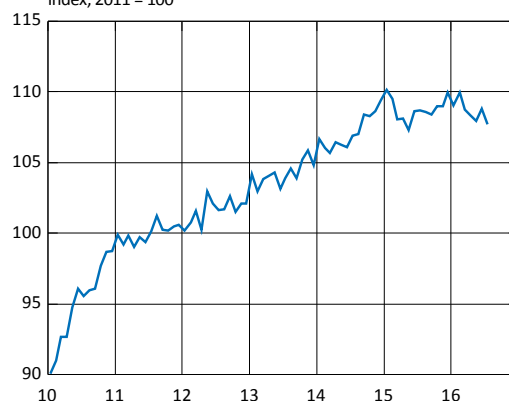
Fortsatt dämpad världshandel väntas

Världshandeln med varor har utvecklats svagt de senaste åren, både i förhållande till historiska genomsnitt och den globala BNP-tillväxten, och handeln med varor minskade under första halvåret i år (se diagram 4:1). Vissa konjunkturella faktorer som tyngt handeln, såsom recession i vissa råvaruproducerande länder och svag investeringsutveckling, kan väntas lätta något framöver. För närvarande finns det inga tecken på en stark återhämtning för världshandeln med varor. Utväxlingen mellan tillväxten i världshandeln med varor och global BNP kommer sannolikt att fortsätta vara svagare än den varit de senaste decennierna. Tjänsteexporten har ökat i betydelse över tid och skulle kunna kompensera för en viss del av inbromsningen i varuhandeln. Men den globala tjänstehandeln har utvecklats svagt under 2015.⁶

Tabell 4:1.

| Prognosen i korthet |
|--|
| Konjunkturen i omvärlden förbättras i måttlig takt. |
| Ett stigande resursutnyttjande medför att inflationen i omvärlden stiger. I euroområdet är uppgången långsam. |
| Svensk konjunktur är fortsatt stark de kommande åren. Tillväxten i den inhemska efterfrågan får draghjälp av högre efterfrågan i omvärlden. |
| Hög sysselsättningsgrad i vissa grupper och svårigheter att hitta efterfrågad kompetens dämpar sysselsättningstillväxten. Sammansättningen i arbetskraften förändras och arbetslösheten är relativt oförändrad de kommande åren. |
| Resursutnyttjandet stiger successivt fram till 2019. Det bidrar till en högre löneökningstakt och till att inflationen når 2 procent i mitten av 2018. |

Diagram 4:1. Global världshandelsvolym
Index, 2011 = 100



Anm. Världshandel med varor.

Källa: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

⁶ IMF, "World Economic Outlook", October 2016.

USA:s ekonomi stärks, Japan fast i låg tillväxt

Tillväxten i USA väntas ta fart igen efter ett svagt första halvår då flera tillfälliga faktorer som tyngt tillväxten avtar (se diagram 4:2). Konsumtionen fortsätter att växa i god takt, uppbackad av en god utveckling på arbetsmarknaden, medan näringslivets investeringar bidrar allt mer till en stark inhemsk efterfrågan. Att investeringarna kommer igång är avgörande för den framtida tillväxten. Produktiviteten har varit mycket svag och dessutom fallit de senaste tre kvartalen, något som inte har hänt sedan slutet av 1970-talet. Utgången av det kommande president- och kongressvalet i november är en osäkerhetsfaktor som kan ändra tillväxtförutsättningarna.

Den japanska ekonomin har länge haft problem med åldrande befolkning, hög statskuld och låg inflation. En minskande befolkning har dock gjort att BNP per capita utvecklats förhållandevis väl trots en låg faktisk BNP-tillväxt. Effekterna av det stora reformpaketet som sjuksattes för drygt tre år sedan, "Abenomics", har blivit begränsade. Yenen har stärkts under 2016 vilket tillsammans med svag handel i Asien tynger exporten. Ett finanspolitiskt stimulanspaket tillsammans med en senareläggning av en planerad momshöjning medför att konsumtionen fortsätter att återhämtas nästa år. Den japanska centralbanken försöker också stimulera ekonomin genom nya penningpolitiska verktyg (se kapitel 2). Men tillväxten uttryckt i faktisk BNP väntas förbli svag de kommande åren.

Fortsatt relativt svag tillväxt i euroområdet

BNP-tillväxten i euroområdet bromsade in under andra kvartalet i år. Konsumtionen tappade fart trots stigande inkomster till följd av låg inflation och god sysselsättningstillväxt. Uppgången i investeringarna i början av året blev också kortlivad och istället stagnerade de under andra kvartalet. Exporten överraskade dock positivt trots att industrikonjunkturen i omvärlden försvagades.

Konsumtionen bedöms vara en viktig drivkraft framöver, understödd av fortsatta sysselsättningsökningar. Gynnsamma finansieringsvillkor samt förbättringar i efterfrågan och företagens lönsamhet främjar en återhämtning i investeringarna.

Finanspolitiken väntas vara milt expansiv i år för att bli i stort sett neutral 2017–2019. Hur pass expansiv finanspolitik olika länder har utrymme att föra varierar, vissa har stora primära budgetunderskott eller hög offentlig statskuld. Nästa år väntas tillväxten i euroområdet vara något svagare än 2016, cirka 1,4 procent, men stiger sedan till omkring 1,7 procent 2018 och 2019.

Tillväxten bromsar in nästa år i Storbritannien

Tillväxten i Storbritannien väntas bromsa in det kommande året trots att den senaste statistiken och indikatorerna varit förhållandevis goda. Landet tycks visserligen undvika en recession men merparten av de negativa ekonomiska effekterna av ett EU-utträde ligger sannolikt längre fram i tiden.

Presidentvalet i USA

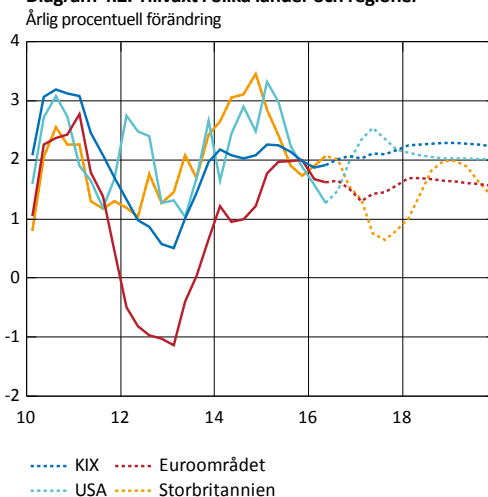
Den 8 november hålls val i USA för att utse president och vicepresident för mandatperioden 2017–2020. De två presidentkandidaterna Hillary Clinton (Demokratiska partiet) och Donald Trump (Republikanska partiet) föreslår båda ökade offentliga utgifter i någon form men skiljer sig åt i många andra frågor, bland annat vad gäller skatter, immigration och handel.

Hillary Clinton föreslår bland annat en mer progressiv skattelagstiftning, ökade infrastrukturinvesteringar, satsningar på utbildning, högre federal minimilön och en mer generös immigrationspolitik än nuvarande. Donald Trumps förslag inkluderar reformering av skattesystemet med sänkta skatter för både arbetstagare och företag, ökade infrastrukturinvesteringar samt större satsningar på sjukvård för krigsveteraner. Trump förespråkar också en mer restriktiv immigrationspolitik än nuvarande och omförhandling av befintliga frihandelsavtal. Både Clinton och Trump har uttryckt sig kritiskt om TTIP – frihandelsavtalet med EU – där förhandlingar har pågått i flera år.

Valet till kongressen också viktigt

Vid samma tidpunkt som presidentvalet äger rum hålls även val till representanthuset och senaten som tillsammans utgör kongressen, den lagstiftande församlingen inom det amerikanska politiska systemet. Den beslutar om skatter och utgifter. Vilket parti som kontrollerar representanthuset och senaten är avgörande för presidentens möjlighet att genomföra sina förslag. I dagsläget är både representanthuset och senaten under republikansk kontroll.

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

Samtidigt kvarstår landets tidigare problem med en betydligt svagare produktivitetstillväxt, särskilt inom tillverkningsindustrin, än hos många av dess handelspartners.

Investeringarna väntas redan nu öka långsammare till följd av osäkerhet om den framtida relationen till EU och tillgången till den inre marknaden. Konsumtionen dämpas framöver på grund av långsammare sysselsättningstillväxt och stigande inflation som urholkar de reala disponibla inkomsterna. Nästa år väntas BNP växa med mindre än 1 procent för att därefter stiga med 1,7 procent under 2019. Prognosen är dock mycket osäker då det är svårt att veta hur företagen kommer att reagera på en utdragen period av osäkerhet. Det råder också osäkerhet om finanspolitikens inriktning. Hur utvecklingen kommer att se ut efter att landet faktiskt lämnat EU, vilket senast skulle vara i mars 2019, är ännu mer osäkert och beror på hur den framtida relationen till EU och omvärlden ser ut.

Gradvis men osäker återhämtning i omvärlden

De utvecklade, större ekonomierna växer sammantaget något snabbare de kommande åren. Samtidigt upphör recessionen i tillväxtländer såsom Brasilien och Ryssland, som istället får positiva tillväxttal. I Kina fortsätter en dämpning av den tidigare höga tillväxten.

Sammantaget väntas tillväxten i KIX-viktad BNP, som visar utvecklingen i de länder som är viktiga för svensk ekonomi, gradvis stiga från 2,0 procent i år till 2,3 procent 2019 (se diagram 4:2). Jämfört med bedömningen i september är prognosen i stort sett oförändrad.

Det är en långsam konjunkturåterhämtning som väntas och utvecklingen är också kantad av osäkerhet. Ett centralt antagande i bedömningen är att investeringarna och produktivitetstillväxten ska komma igång i bland annat USA och euroområdet. Den senaste tidens svaga investeringsutveckling är därför oroande. Det finns också politiska osäkerhetsfaktorer kopplade till Storbritanniens framtida EU-utträde. Stundande nationella val och folkomröstningar i flera länder skapar också osäkerhet om den fortsatta politiska inriktningen. Strukturella problem inom banksektorn med dålig lönsamhet och en stor andel dåliga lån i vissa länder utgör också en osäkerhetsfaktor. De ökade företagsskulderna i Kina är oroande då liknande snabba uppgångar historiskt sett ofta har följts av antingen en bankkris eller låg tillväxt under lång tid.

Inflationen stiger från låg nivå

Inflationen i omvärlden är överlag fortsatt låg med vissa regionala variationer. I USA har inflationen det senaste året stigit mot Federal Reserves mål och kommer troligen fortsätta stiga, då ekonomin närmar sig full sysselsättning. Även i Storbritannien väntas inflationen stiga det kommande året till följd av den kraftiga försvagningen av pundet. I euroområdet och Japan däremot väntas inflationen vara fortsatt ganska låg.

Utträde ur EU – en lång och osäker process

Premiärminister Theresa May har meddelat att Storbritannien senast i slutet av mars 2017 kommer att inleda den formella processen att lämna EU genom att utlösa artikel 50 i EU-fördraget. Därefter väntar enligt fördraget en tvåårig utträdesprocess med förhandlingar. Förhandlingen om hur själva utträdet ska gå till handlar bland annat om hur man ska lösa frågor om pensionsskulder och åtaganden om investeringar i exempelvis infrastruktur. En annan förhandling rör den framtida relationen mellan Storbritannien och EU, här är tillträdet till den inre marknaden en viktig fråga. Enligt fördraget upphör Storbritanniens medlemskap i EU automatiskt två år efter att landet lämnat in utträdesansökan, vilket skulle betyda senast i mars 2019. Det gäller oavsett om det finns ett avtal eller inte. Tidsfristen kan dock förlängas om förhandlingarna inte är avklarade efter två år, men för det krävs enhällighet. Då inget medlemsland tidigare lämnat EU råder det osäkerhet om formerna för hur ett utträde ska gå till. Inga förhandlingar har heller ännu inletts, det väntas ske först när landet lämnat in sin utträdesansökan. Men den brittiska regeringen har på senaste tiden gjort flera olika utspel om hur den ser på landets framtida koppling till EU:s inre marknad, vilket resulterat i stora rörelser i pundet. Osäkerheten väntas bestå under en lång tid framöver.

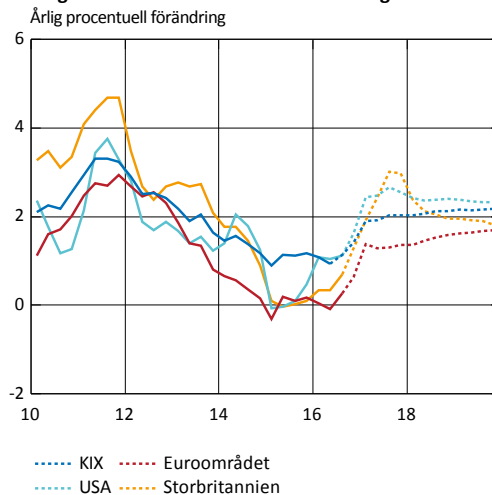
Diagram 4:3. Pris på råolja



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 4:4. Inflation i olika länder och regioner



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

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

En stabilisering av oljepriset och en viss uppgång kommande år bidrar till en uppgång i inflationen (se diagram 4:3 och 4:4). Men svag efterfrågan, tillsammans med mycket lediga resurser i euroområdet gör att uppgången i inflationen blir måttlig.

Löneutvecklingen i omvärlden är dämpad. I euroområdet ligger löneökningstakten kring 1,5 procent för närvarande. Förutom att den relativt höga arbetslösheten hållit tillbaka löneökningarna har sysselsättningstillväxten i hög grad skett i branscher med låg produktivitet och låga lönenivåer, vilket också dämpat löneökningstakten. Men också i länder med låg arbetslöshet som USA och Tyskland är löneökningstakten förhållandevis svag. Även i dessa länder bidrar sammansättnings-effekter till att dämpa löneökningstakten. I USA väntas dock det alltmer ansträngda resursutnyttjandet på arbetsmarknaden efterhand resultera i en tydlig uppgång i löneökningstakten medan lönerna i Europa återhämtar sig betydligt långsammare.

Den sammanvägda inflationen för KIX-länderna stiger tydligt fram till första kvartalet 2017, främst till följd av ett positivt bidrag från energipriserna. I takt med att resursutnyttjandet ökar stiger också det underliggande pristrycket och inflationen väntas sakta stiga till strax över 2 procent 2018 (se diagram 4:4).

Sverige

Fortsatt stark konjunktur de närmaste åren

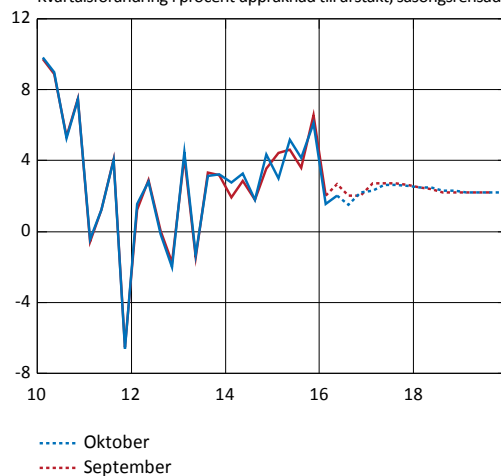
Svensk ekonomi är fortsatt stark även om tillväxten i år har dämpats till mer normala nivåer efter den höga tillväxten i fjol. Resursutnyttjandet väntas stiga ytterligare framöver. En expansiv penningpolitik har bidragit till snabb tillväxt i den inhemska efterfrågan. Återhämtningen i omvärlden ger också stöd åt svensk konjunktur. Sammantaget växer svensk BNP med drygt 3 procent i år och med drygt 2 procent per år 2017–2019 (se diagram 4:5). Befolkningen ökar samtidigt snabbt och tillväxten i BNP per invånare är ungefär en procentenhet lägre, vilket är svagare än det historiska genomsnittet.

Under 2017 bedöms återhämtningen i omvärlden bidra till en högre efterfrågan på svenska varor och tjänster. Det medför även att svenska företags behov av att nyinvestera ökar. Samtidigt mattas tillväxten i bostadsinvesteringarna av efter att ha ökat kraftigt de senaste åren, och bidrar därmed allt mindre till investeringstillväxten. Bostadsinvesteringarna fortsätter dock att vara på en historiskt sett hög nivå (se diagram 4:6).

Sysselsättningen ökar relativt starkt i år och det bidrar till att hushållens reala inkomster växer snabbt. De kommande åren växer de reala inkomsterna något långsammare i spåren av högre inflation och gradvis stigande räntor (se diagram 4:7). De senaste årens stigande tillgångspriser och ett högt

Diagram 4:5. BNP i Sverige

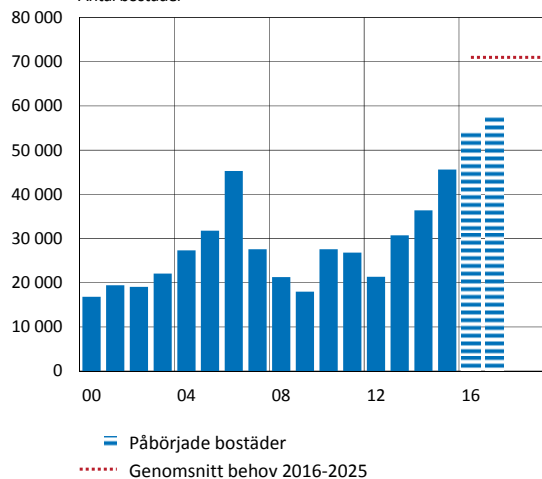
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:6. Bostadsbyggande

Antal bostäder

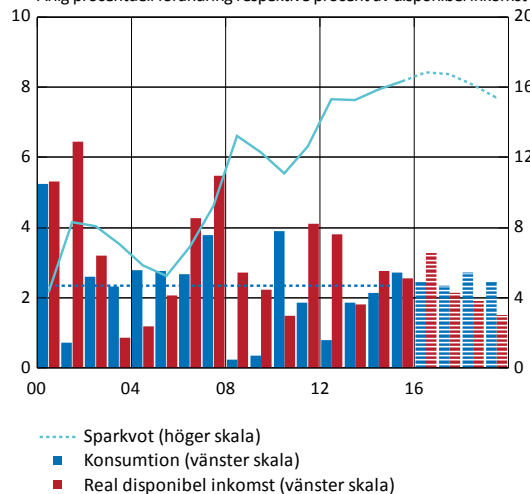


Anm. Utfall från SCB, prognosen för 2016 och 2017 kommer från publikationen Boverkets indikatorer, maj 2016. Streckad linje avser Boverkets prognos i juli 2016 för genomsnittligt byggbehov 2016–2025.

Källor: Boverket, SCB och Riksbanken

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

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



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

Källor: SCB och Riksbanken

sparande innebär emellertid att hushållen fortsatt har utrymme för att öka sin konsumtion. Sammantaget väntas tillväxten i konsumtionen de kommande åren bli i linje med den historiskt genomsnittliga tillväxttakten.

I fjol sökte ett stort antal människor asyl i Sverige. De behöver boende, vård och handläggning av Migrationsverket samt insatser från kommuner och Arbetsförmedlingen. Den demografiska försörjningskvoten stiger samtidigt, framför allt för att andelen äldre ökar (se diagram 4:8). Båda dessa faktorer bidrar till att den offentliga konsumtionen växer relativt snabbt i ett historiskt perspektiv, framför allt i år och nästa år.

I budgetpropositionen aviserade regeringen reformer för 24 miljarder kronor. Budgetförstärkningarna 2017 uppgår till drygt 7 miljarder kronor, vilket innebär att regeringen planerar att genomföra ofinansierade reformer för cirka 17 miljarder kronor (0,4 procent av BNP). Utvecklingen i den svenska ekonomin medför dock samtidigt att skatteintäkterna ökar. Det offentliga sparandet stiger därmed och blir positivt under 2019. De flesta av reformerna var kända sedan tidigare och beaktades i Riksbankens septemberprognos.

Bostadspriserna ökar långsammare

Under 2016 har prisökningstakten på bostäder dämpats (se diagram 1:15). Att hushållens bolåneräntor inte har sjunkit ytterligare och att amorteringskravet infördes i juni har sannolikt dämpat betalningsviljan bland bostadsköparna och bidragit till nedgången i prisökningstakten på bostäder. En långsammare ökning i hushållens reala inkomster och så småningom även stigande bolåneräntor de kommande åren väntas bidra till att ökningstakten i bostadspriserna dämpas ytterligare.

Då bostadsköp vanligtvis till stor del finansieras via banklån väntas även ökningstakten i hushållens skulder dämpas något de kommande åren. Skulderna ökar dock fortsatt snabbare än hushållens inkomster och hushållens skulder som andel av disponibel inkomst, den så kallade skuldkvoten, stiger och bedöms ligga strax över 190 procent i slutet av 2019 (se diagram 1:14).

Arbetslösheten är relativt oförändrad de kommande åren

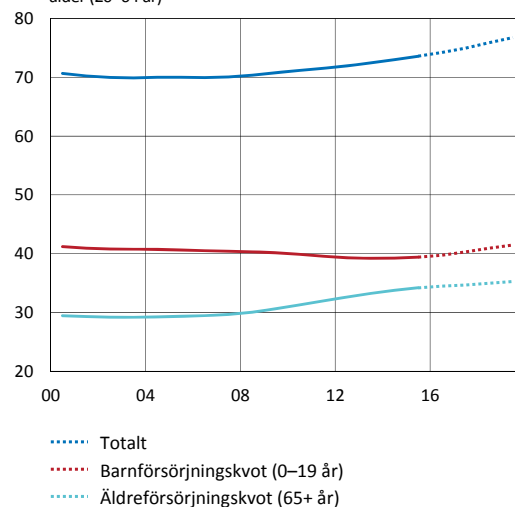
BNP-tillväxten var mycket hög under fjolåret och arbetslösheten minskade i snabb takt under sommaren och hösten 2015. Tillväxttakten har dock dämpats under 2016 och nedgången i arbetslösheten har bromsat in. De kommande åren väntas arbetslösheten vara relativt oförändrad. Det beror delvis på att BNP-tillväxten inte väntas bli lika stark framöver men även på förändringar i arbetskraftens sammansättning.

Arbetskraftens sammansättning ändras

De kommande åren ökar befolkningen i arbetsför ålder till följd av invandringen, framför allt av asylsökande personer födda utanför Europa. Den inrikes födda befolkningen, där sysselsättningsgraden redan är hög och arbetslösheten låg,

Diagram 4:8. Demografisk försörjningskvot

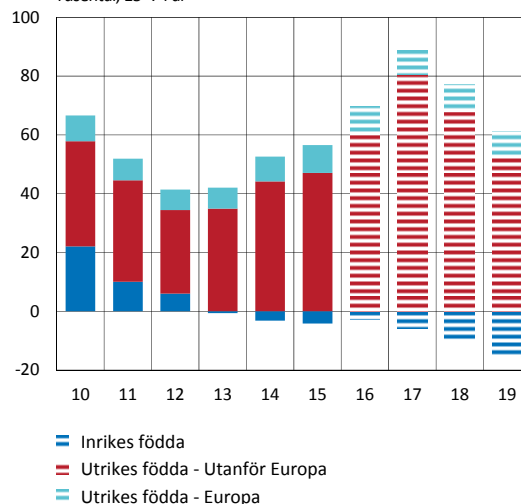
Befolkning utanför arbetsför ålder som andel av befolkningen i arbetsför ålder (20–64 år)



Källa: SCB

Diagram 4:9. Befolkningsförändring i olika grupper

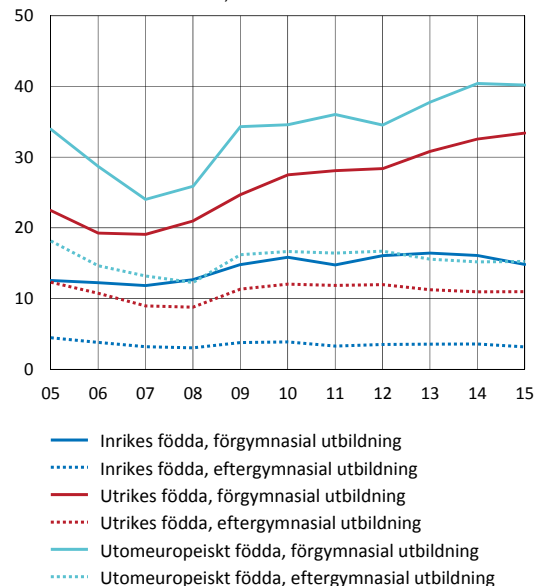
Tusental, 15–74 år



Källa: SCB

Diagram 4:10. Arbetslöshet efter utbildningsnivå och ursprung

Procent av arbetskraften, 15–74 år



Källa: SCB

minskar samtidigt (se diagram 4:9). Utrikes födda har en avsevärt högre arbetslöshet än inrikes födda, det gäller i synnerhet utomeuropeiskt födda och personer som saknar gymnasieutbildning (se diagram 4:10). Statistik från Arbetsförmedlingen visar att ungefär hälften av de nyanlända som är inskrivna i det så kallade etableringsuppdraget, som syftar till att snabbt fasa in nyanlända på arbetsmarknaden eller i utbildning, för närvarande saknar gymnasieutbildning. Sammantaget innebär det att antalet personer med historiskt sett lägre genomsnittlig chans att få jobb ökar som andel av arbetskraften de kommande åren.⁷

Sysselsättningstillväxten bromsar in

Andelen företag som enligt Konjunkturbarometern rapporterar om brist på arbetskraft har stigit till en relativt hög nivå (se diagram 3:11). Givet att arbetslösheten fortfarande är närmare 7 procent, är de höga bristtalen en indikation på att det finns obalanser på arbetsmarknaden och att företagen, trots den stora gruppen av arbetslösa, inte hittar den personal de söker. Den förändrade sammansättningen av arbetskraften framöver bidrar också till att sysselsättningstillväxten bromsar in de kommande åren och att sysselsättningsgraden planar ut (se diagram 4:11). I budgetpropositionen presenterade regeringen ett antal åtgärder som bedöms påverka arbetsmarknaden på lång sikt. Arbetslösheten 2019 är därför något lägre än jämfört med prognosen i september. Utvecklingen på arbetsmarknaden de kommande åren är mycket osäker och beror på hur väl etableringen av de nyanlända på arbetsmarknaden fungerar.

Resursutnyttjandet stiger de kommande åren

Riksbanken bedömer att resursutnyttjandet i ekonomin är ungefär normalt i nuläget. De kommande åren är penningpolitiken fortsatt expansiv, vilket medför att både BNP och antalet arbetade timmar stiger så pass snabbt att resursutnyttjandet stiger och blir högre än normalt (se diagram 4:12). Till följd av brist på arbetskraft blir det allt svårare att öka antalet sysselsatta och antalet arbetade timmar stiger därför snabbare än antalet sysselsatta.

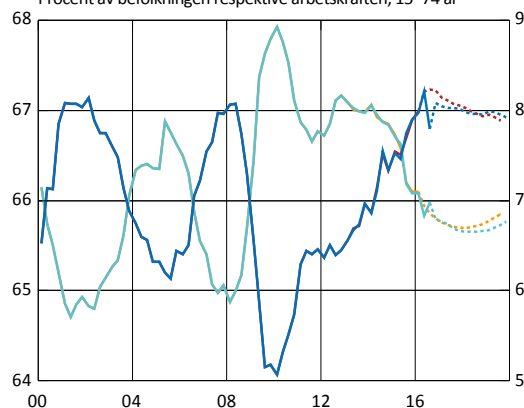
Lönerna ökar snabbare när resursutnyttjandet stiger

I höst har avtalsrörelsen för nästa års löner påbörjats, där nästan samtliga avtal som slöts i våras ska omförhandlas. I 2016 års förhandlingar var det endast Kommunal och SKL som slöt ett treårigt avtal. Riksbankens prognoser avser totala löneökningar, det vill säga avtalsmässiga löner samt lön utöver centrala avtal. Eftersom avtalen utgör en stor del av de totala lönerna tar Riksbanken hänsyn till nivån på avtalen vid bedömningen av löneutvecklingen och följer därför diskussionerna kring avtalsförhandlingarna noga.

⁷ En bidragande orsak till att arbetslösheten är hög bland utrikes födda är också att arbetskraften bland utrikes födda stigit relativt mycket de senaste åren. På kort sikt medför det en högre arbetslöshet, oavsett utbildningsnivå, eftersom det tar tid att hitta ett arbete. Arbetslösheten för utrikes födda minskar generellt sett med antal år i landet.

Diagram 4:11. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet

Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15–74 år

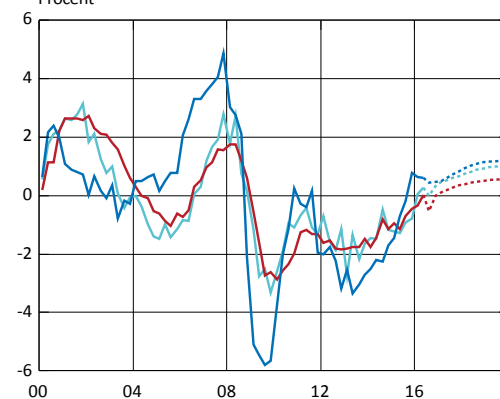


..... Sysselsättningsgrad, oktober (vänster skala)
 Sysselsättningsgrad, september (vänster skala)
 Arbetslöshet, oktober (höger skala)
 Arbetslöshet, september (höger skala)

Källor: SCB och Riksbanken

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

Procent



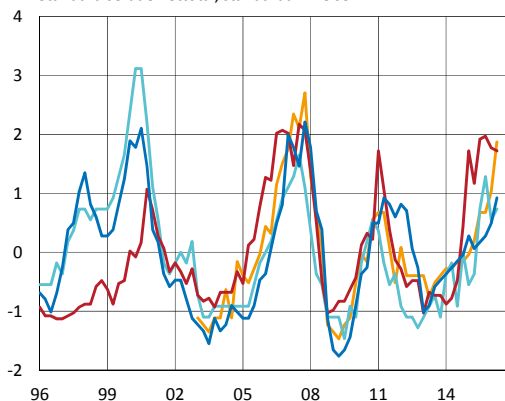
..... BNP-gap
 Sysselsättningsgap
 Timgap

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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:13. Brist på arbetskraft

Standardiserade netttotal, standardavvikelse



— Industrin
 — Bygg
 — Handel
 — Privata tjänstenärings

Anm. Andel företag som rapporterar brist på arbetskraft i Konjunkturbarometern. Normaliserade värden, medelvärde 0 och standardavvikelse 1.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Löneutvecklingen påverkas av flera faktorer. Till exempel spelar tillgången på arbetskraft i förhållande till efterfrågan stor roll. Enligt Konjunkturbarometern har andelen företag som rapporterar om brist på arbetskraft stigit inom samtliga branscher i näringslivet och är högre än normalt (se diagram 4:13). Riksbanken bedömer att resursutnyttjandet på arbetsmarknaden är ungefär normalt i år men att det stiger ytterligare framöver. Det skapar ökad konkurrens om arbetskraften och leder till att löneökningstakten blir gradvis högre de kommande åren. Den internationella konkurrenskraften är också en faktor som påverkar lönebildningen i en liten öppen ekonomi som Sverige. Här skapar den svagare industrikonjunkturen i Sverige samtidigt som mer hemmamarknadsorienterade sektorer går bättre vissa spänningar inför 2017 års avtalsrörelser när det gäller industrins lönenormerade roll.⁸

I juni i år genomfördes det andra steget av höjningen av sociala avgifter för personer under 26 år. Dessutom infördes en särskild löneskatt för personer som fyllt 65 år. Det gör att arbetskostnaderna, det vill säga summan av löner och arbetsgivaravgifter, ökar mer än timlönerna under 2016. Därefter bedöms arbetskostnaderna stiga i linje med timlönerna.

Efter fjolårets starka utveckling har produktivitetstillväxten återigen saktat in i år. De kommande åren stiger produktivitetstillväxten, framförallt 2018–2019 när efterfrågan på svensk export ökar. Men då arbetskostnaderna stiger ännu snabbare så ökar arbetskostnaden per producerad enhet de kommande åren (se diagram 4:14).

Kronan förstärks långsamt framöver

Kronans växelkurs mätt med kronindex (KIX) förstärktes under 2015, men har sedan försvagats under innevarande år (se diagram 4:15). Att kronan har försvagats sedan i våras och att penningpolitiken nu blir mer expansiv talar för en något svagare växelkurs än i prognosen i september (se diagram 4:15).

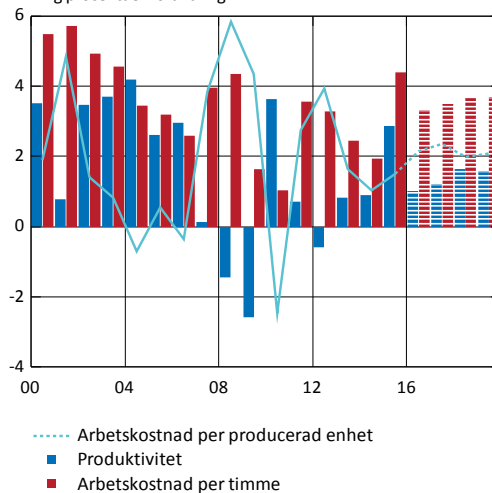
Kronans utveckling är osäker och beror bland annat på hur konkurrenskraftig den svenska ekonomin är och hur penningpolitiken utformas i Sverige och i omvärlden. Sverige har under lång tid haft stora överskott i handels- och bytesbalansen (se diagram 4:16). Men överskotten har minskat sedan 2007 utan att kronan har förstärkts i någon större utsträckning. Under kommande år väntas en gradvis och långsam förstärkning av kronan samtidigt som överskotten fortsätter att minska.

Förutsättningar för fortsatt uppgång i inflationen

Den underliggande inflationen mätt med KPIF har stigit trendmässigt sedan 2014. Två viktiga förklaringar till det är att resursutnyttjandet i ekonomin har stigit och att kronan försvagats. Riksbanken har under en längre tid understrukt att det finns risker för inflationsuppgången och att inflationsutveckl-

Diagram 4:14. Kostnadstryck i hela ekonomin

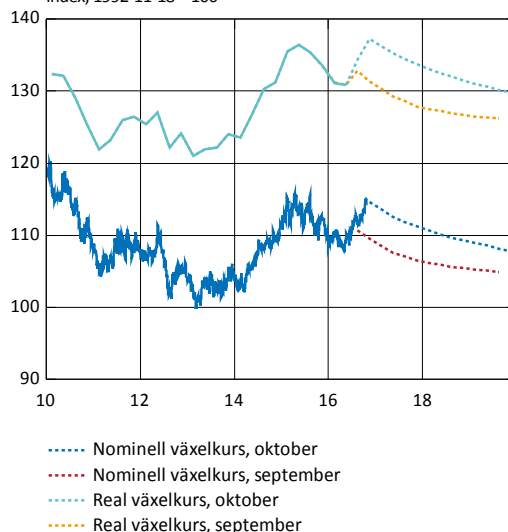
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:15. Real och nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100

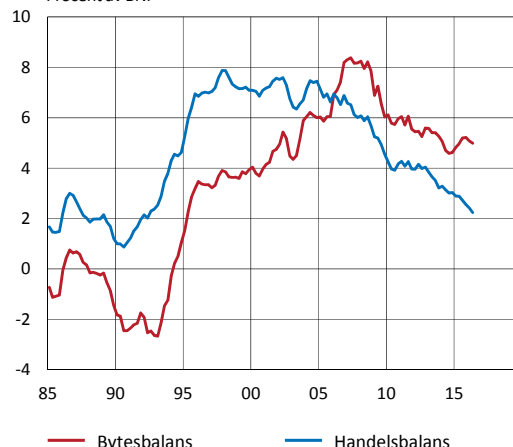


Anm. Real växelkurs är deflaterad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Utfall är dagsdata för nominell växelkurs, utfall för real växelkurs samt prognoser avser kvartalsmedelvärden. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med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

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

Diagram 4:16. Bytes- och handelsbalans

Procent av BNP



Anm. Fyra kvartals glidande medelvärde. Handelsbalansen avser balansen i handel med varor. Merchating är en del av varuhandeln och avser den försäljningsmarginal som uppstår när svenska företag säljer varor som producerats av utländska dotterbolag utan att varorna importeras till Sverige. Merchating bidrar med ett betydande överskott.

Källa: SCB

⁸ Se fördjupningen "Inför 2017 års avtalsrörelse" i den Penningpolitiska Rapporten, september 2016.

ingen är ryckig. Att inflationen i september föll tillbaka oväntat mycket är en illustration av detta. KPIF-inflationen är dock fortfarande högre än för ett år sedan och indikatorer, såsom priser i producent- och importled, talar för att den åter ska stiga något de närmaste månaderna. Till uppgången på kort sikt bidrar stigande energipriser men även KPIF-inflationen exklusive energi stiger marginellt det närmaste halvåret.

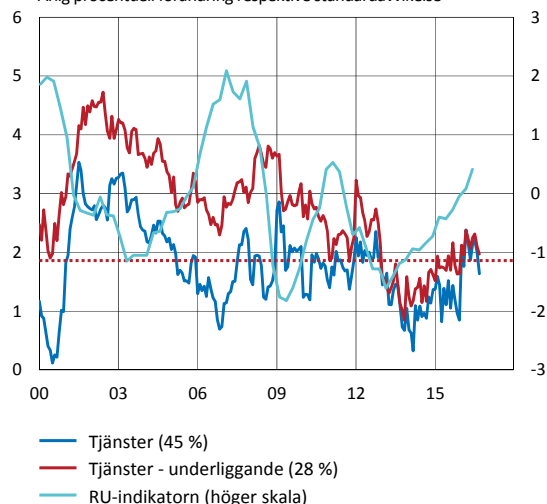
Riksbanken bedömer att det finns förutsättningar för att den trendmässiga uppgången i inflationen kommer att fortsätta även om utvecklingen varit dämpad hittills i år. En faktor som talar för gradvis högre inflation är ett fortsatt högt resursutnyttjande i ekonomin (se fördjupningen "Sambandet mellan inflation och resursutnyttjande"). En starkare konjunktur leder, med eftersläpning, bland annat till att företagen lättare kan höja priserna på sina produkter. Sambandet gäller för flertalet produkter i konsumtionskorgen, inte minst tjänster (se diagram 4:17). Eftersläpningen gör att dagens goda konjunkturläge ännu inte fått fullt genomslag på inflationen. Därutöver väntas också konjunktoren bli ännu starkare framöver.

Det finns dock många andra faktorer som också påverkar prisökningarna. En sådan faktor är kronans växelkurs, som väntas stärkas långsamt framöver. I slutet av prognosperioden bedöms kronan vara tillbaka på ungefär samma nivå som i våras. Detta talar för att de sammantagna effekterna av växelkursrörelserna på inflationen 2016–2019 blir begränsade, även om de påverkar inflationen från år till år. Den gradvisa kronförstärkningen under kommande år bidrar dock till att dämpa inflationen något. Under kommande år väntas samtidigt det internationella pristrycket stiga. Att priserna ökar snabbare internationellt bedöms motverka effekten av starkare växelkurs på importpriser och inflation.

Inflationen når 2 procent i mitten av 2018

Den svaga utvecklingen av inflationen under augusti och september speglar en osäkerhet kring hur snabbt inflationen kan stiga. Att i synnerhet tjänstepriserna har ökat långsammare än väntat indikerar att det underliggande inflationstrycket är något svagare än i Riksbankens tidigare bedömningar. Prognosen för inflationen har därför reviderats ned och inflationen mätt med både KPIF och KPIF exklusive energi bedöms nå 2 procent först i mitten av 2018 (se diagram 4:18). KPI-inflationen når 2 procent något tidigare. För närvarande är inflationen enligt KPI något lägre på grund av att hushållens bostadsräntor fortfarande sjunker då en del hushåll lägger om sina tidigare bundna lån med högre ränta mot nya med lägre ränta. När reporäntan gradvis börjar höjas igen under 2018 stiger hushållens räntekostnader och KPI kommer att börja öka snabbare än KPIF. De senaste månaderna har energipriserna ökat efter att ha fallit under mer än tre år. Drivmedels- och elpriserna väntas fortsätta att stiga och KPIF ökar därför snabbare än KPIF exklusive energi 2017. Mätt med det EU-harmoniserade inflationsmättet HIKP är inflationen lägre 2017

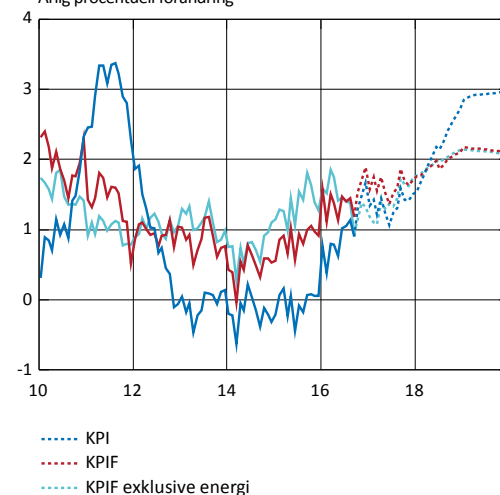
Diagram 4:17. Tjänstepriser och RU-indikatorn
Årlig procentuell förändring respektive standardavvikelse



Anm. Streckad linje avser medelvärdet av underliggande tjänster från 2000 till och med 2015. Procentsatser avser delaggregatets vikt i KPI, avrundat till helta. Måttet på underliggande tjänstepriser avser ett aggregat exklusive hyror, utrikes resor, fastighetsskatt och tele. Det är dessutom rensat för effekter av förändrade indirekta skatter. Se även fördjupningen En bredare bild av prisutvecklingen i Sverige, Penningpolitisk rapport april 2016. RU-indikatorn är ett mått på resursutnyttjandet. Den är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

Källor: SCB och Riksbanken

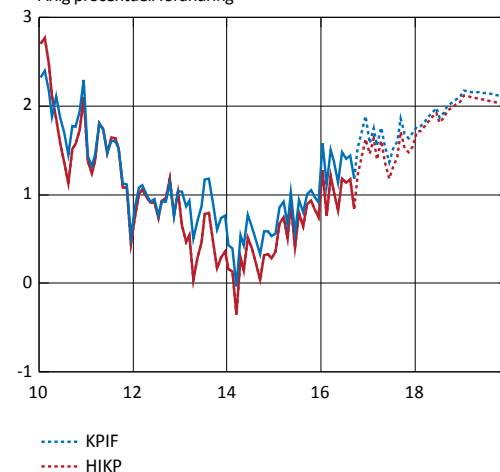
Diagram 4:18. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:19. KPIF och HIKP
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

än mätt med KPIF, men åren därefter är skillnaden liten (se diagram 4:19).

Inflationen påverkas av flera förändringar i skatter och subventioner nästa år. Sammantaget hålls dock inflationen ned något nästa år till följd av att skatterna höjdes mer 2016 än de kommer att göras under 2017. Jämfört med föregående prognos har också tidpunkten för höjningen av energiskatten på el förskjutits från januari till juli 2017.

FÖRDJUPNING – Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation

Sverige och omvärlden har sedan ett antal år haft låg inflation. En viktig förklaring till detta är att perioden med lågkonjunktur har varit utdragen. Att efterfrågeläget och därmed resursutnyttjandet i Sverige har stigit de senaste åren har samtidigt varit en faktor bakom uppgången i inflationen sedan inledningen av 2014. En statistisk analys visar att ett högt resursutnyttjande i ekonomin tenderar att följas av högre inflation, men med viss tidsfördröjning. Genom den mycket expansiva penningpolitiken ger Riksbanken stöd åt uppgången i resursutnyttjandet och inflationen. Även om det är osäkert hur snabbt det stigande resursutnyttjandet får genomslag på inflationen och hur stor effekten i slutändan blir talar de historiska sambanden för att inflationen ska fortsätta stiga.

På vilket sätt påverkar resursutnyttjandet inflationen?

Både företagens kostnader och prispåslag - och därigenom inflationen - varierar med efterfrågan i ekonomin. I ett starkt konjunkturläge med hög sysselsättning och låg arbetslöshet utnyttjas ekonomins resurser i högre grad. Då stiger normalt företagens kostnader och de har också lättare att föra över sina kostnadsökningar till konsumentpriserna. I ett omvänt läge med lågt resursutnyttjande i ekonomin tenderar inflationen istället att vara låg.

Inflationsutvecklingen påverkas även av växelkursen.

Ju starkare kronan är, desto mindre behöver svenska företag och konsumenterna betala i svenska kronor för importerade varor. Företagens prissättning påverkas också av inflationsförväntningarna hos företag och hushåll.

Sambandet mellan inflation och resursutnyttjande beskrivs ofta med hjälp av någon variant av den så kallade Phillipskurvan.⁹ Enkelt uttryckt säger den att inflationen tenderar att vara hög då konjunkturen är stark och låg då konjunkturen är svag. Det finns en omfattande litteratur på området och det har gjorts en lång rad studier av sambandet genom åren, men med varierande resultat. I senare studier har slutsatsen dock överlag varit att ett högre resursutnyttjande samvarierar med högre inflation.¹⁰ Studierna visar även att sambandet har varit relativt stabilt över tiden i de utvecklade länderna.

Även om Phillipskurvan erbjuder en tankemodell är dess praktiska användning inte okomplicerad utan styrs av en

mängd överväganden. Exempelvis kan inte resursutnyttjandet observeras direkt och det finns ingen enighet om hur det bäst bör mätas. Att det finns en koppling mellan två variabler betyder inte heller nödvändigtvis att det råder ett orsakssamband mellan variablerna. Inflationen kan variera till följd av andra faktorer än det som fångas upp av förändringar i resursutnyttjandet och dessa faktorer kan påverka både inflation och resursutnyttjande.

Hur har inflationen och resursutnyttjandet samvarierat i Sverige?

Ett enkelt sätt att belysa sambandet empiriskt är att titta på korrelationer mellan resursutnyttjandet och inflationen.¹¹ Resursutnyttjandet kan sammanfattas i en mängd olika mått, till exempel BNP- och olika typer av arbetsmarknadsgap. Oavsett vilket mått som väljs förefaller det finnas en viss positiv samvariation med inflationen. Korrelationer visar också att effekten på inflationen är fördröjd. Ett högt resursutnyttjande i ekonomin tenderar alltså att följas av högre inflation med viss tidsfördröjning.

Diagram 4:20 visar hur olika mått på resursutnyttjandet i Sverige samvarierar med inflationen.¹² Startpunkten till vänster för varje linje i diagrammet visar korrelationen under perioden 1998–2016 mellan ett givet mått på resursutnyttjandet och inflationen i samma kvartal. Resten av linjen visar korrelationen mellan resursutnyttjandet i ett kvartal och inflationen i kommande kvartal, upp till 12 kvartal framåt.¹³

⁹ Phillipskurvan har fått sitt namn efter nationalekonomen William Phillips som 1958 observerade ett negativt samband mellan arbetslöshet och förändringstakten i nominella löner i Storbritannien. I dag är den så kallade nykeynesianska Phillipskurvan den mest använda modellen av sambandet, se Mavroidis Plagborg-Möller och Stock (2014), "Empirical Evidence on Inflation Expectations in the New Keynesian Phillips Curve", *Journal of Economic Literature* 52(1), s.124–188. I denna fördjupning fokuserar vi dock på enklare varianter av sambandet.

¹⁰ Se till exempel Blanchard, Cerutti och Summers (2015), "Inflation and activity – two explorations and their monetary policy implications" och IMF Working Paper 15/230.

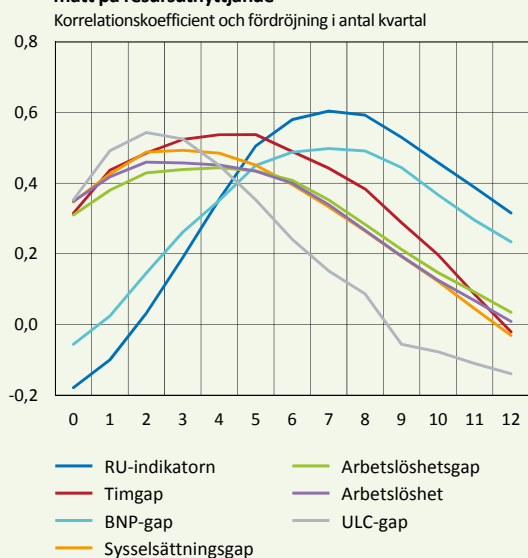
¹¹ Korrelationen mäter sambandet mellan respektive mått på resursutnyttjandet och inflationen. En korrelation på till exempel 0,6 säger att en förändring med en standardavvikelse i resursutnyttjandet tenderar att sammanfalla med en förändring i inflationen med 0,6 standardavvikelse.

¹² BNP-gap avser BNP:s avvikelser från sin trend beräknat med en produktionsfunktion. Tim- respektive sysselsättningsgap avser antal arbetade timmars och antal sysselsattas avvikelser från Riksbankens bedömda trender. Detsamma gäller för arbetslöshetsgapet. RU-indikatorn sammanfattar informationen i enkätdata och arbetsmarknadsdata med hjälp av så kallad principalkomponentanalys. Arbetskostnader per producerad enhet (ULC) är också med för jämförelse. De olika måtten på resursutnyttjandet är normaliserade med medelvärde noll och standardavvikelse ett. ULC-gapet är beräknat som den procentuella förändringen i arbetskostnader per producerad enhet minus ett medelvärde av den procentuella förändringen för hela perioden.

¹³ Till skillnad från till exempel mått på NAIRU ("non-accelerating-inflation rate of unemployment") är måtten på resursutnyttjandet i den här fördjupningen inte explicit härledda från inflationen, utan avspeglar hur nivån på produktion och sysselsättning förhåller sig till en mer långsiktig (eller trendmässig) utveckling.

Tidsfördröjningen varierar en del mellan de olika måtten på resursutnyttjandet. Korrelationen mellan Riksbankens sammanfattande indikator för resursutnyttjandet (RU-indikatorn) och inflationen är som högst efter ungefär sju kvartal, och ungefär samma tidsfördröjning gäller mellan BNP-gapet och inflationen. Den maximala korrelationen mellan de olika arbetsmarknadsrelaterade måtten på resursutnyttjandet och inflationen är något mer samtida och är som högst efter tre till fem kvartal.

Diagram 4:20. Korrelationer mellan KPIF-inflation och olika mått på resursutnyttjande



Anm. Årlig procentuell förändring. Korrelationen mellan arbetslöshet och inflation är ritad med omvänt tecken. Se fotnot 12 för förklaring av de olika måtten på resursutnyttjande.

Källor: SCB och Riksbanken

Har sambandet förändrats över tid?

Vissa ekonomer har argumenterat för att sambandet mellan det inhemska resursutnyttjandet och inflationen, framförallt i USA, har blivit mindre tydligt under senare år.¹⁴ Detta baseras ofta på att inflationen inte föll så mycket i samband med den internationella finansiella krisen och att den sedan inte heller stigit som förväntat under återhämtningsperioden. En förklaring som lyfts fram är att ökad globalisering och konkurrens från tillväxtländer inneburit att företagens prissättning styrs mer av omvärldsfaktorer, och att den inhemska efterfrågan och kostnadsutvecklingen därmed blivit mindre betydelsefull för inflationen. En annan förklaring är det höga förtroendet för inflationsmålpolitiken i många länder, som dämpat

¹⁴ För USA finner många studier att sambandet har försvagats, se till exempel Ball och Mazumder (2011), "Inflation dynamics and the Great recession", IMF Working Paper 11/121, samt Blanchard, Cerruti och Summers (2015). För euroområdet tyder studier å andra sidan på att sambandet har blivit starkare, se till exempel Oinonen och Palo- viita (2014), "Updating the Euro area Philips curve: the slope has increased", Bank of Finland Discussion Papers 31 samt Riggi och Venditti (2015), "Failing to forecast low inflation and Philips curve instability: a Euro area perspective", International Finance, 18(1), s. 47-68.

¹⁵ Se kapitel 3, "Global disinflation in an era of constrained monetary policy", World Economic Outlook, IMF, oktober 2016.

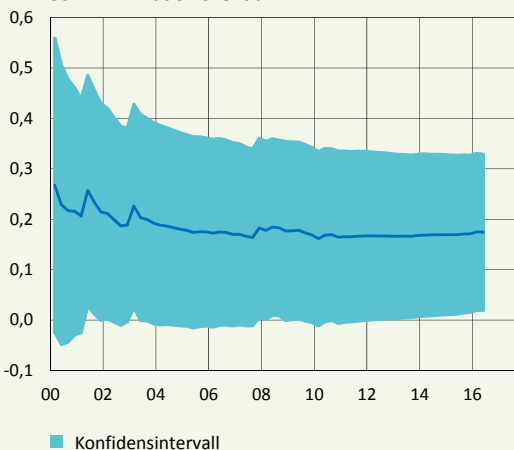
konjunktursvängningarnas effekter på inflationsförväntningarna.

I en studie från Internationella valutafonden (IMF) studeras drivkrafterna bakom de senaste årens låga inflation i ett antal utvecklade länder.¹⁵ IMF skattar Phillipskurvor för ett antal länder och finner att sambandet mellan resursutnyttjandet och inflationen har varit relativt stabilt under de senaste 20 åren. För att undersöka om sambanden har varit stabila över tid även i Sverige skattas här en förenklad version av Phillipskurvan som används av IMF, där både tidigare inflation, resursutnyttjande och importpriser ingår som förklarande variabler.¹⁶ Följande specifikation används:

$$\pi_t = \alpha - \beta_1(u_t - u_t^*) + \beta_2\tilde{\pi}_{t-1} + \beta_3IMPI_t$$

där π_t är inflation mätt som kvartalsvis förändring i KPIF, $u_t - u_t^*$ är arbetslöshetens avvikelse i procentenheter från en bedömd långsiktig hållbar nivå, $\tilde{\pi}_{t-1}$ är ett glidande medelvärde av inflationen under de senaste fyra kvartalen och $IMPI_t$ är kvartalsvis förändring i importprisdeflatoren.¹⁷ Ekvationen är skattad från första kvartalet 1990 till som längst andra kvartalet 2016.

Diagram 4:21. Skattad utväxling mellan arbetslöshetsgap och KPIF-inflation över tid



Anm. Linjen visar den rekursivt skattade parametern framför arbetsmarknads-gapet i ekvationen som beskrivs i texten (β_1). Konfidensintervallet avser två standardavvikelser.

Källor: SCB och Riksbanken

¹⁶ Inflationsförväntningar spelar ofta en central roll i olika specifikationer av Phillipskurvan. I Sverige avser dessa ofta förväntningar om framtida KPI-inflation och dessa tidsserier är relativt korta. Här modellerar vi KPIF-inflationen och väljer därför att approximera inflationsförväntningarna med ett glidande medelvärde av tidigare inflationsutfall. Denna version av Phillipskurvan är en något förenklad version av den som används i kapitel 3 i World Economic Outlook, IMF, oktober 2016.

¹⁷ Arbetslöshetsgapet är mätt som ett glidande medelvärde över de senaste två kvartalen. Importprisdeflatoren och inflationen är säsongrensade och uppräknade till årtakt.

Diagram 4:21 visar skattningar av utväxlingen mellan arbetslöshetsgapet och inflationen (koefficienten β_1) över tiden. Även om det förefaller ha skett en viss nedgång tycks utväxlingen ha varit relativt stabil under de senaste 15 åren. Effekten av en förändring i arbetslöshetsgapet har haft i stort sett samma effekt på inflationen under hela den här perioden. Detta är också det resultat som IMF finner i sin studie.¹⁸

Ett annat sätt att undersöka om sambandet har varit stabilt över tid är att titta på korrelationer över olika tidsperioder. Tabell 4:2 visar den maximala korrelationen mellan resursutnyttjandet och KPIF-inflationen uppdelat på två olika perioder (inom parentes visas tidsfördröjningen för korrelationen). Den vänstra kolumnen visar korrelationen under perioden 1998 till 2007 och den högra kolumnen perioden 2008 till andra kvartalet 2016. Skillnaderna mellan de två perioderna är små. Under den tidigare perioden var den maximala korrelationen med inflationen något mer samtida för arbetsmarknadsgapen. Under den senare perioden är korrelationerna överlag något högre men med en längre fördröjning mellan inflationen och de olika måtten på resursutnyttjande på arbetsmarknaden.

Tabell 4:2. Maximal korrelation mellan KPIF-inflation och resursutnyttjande under olika perioder

| | 1998-2007 | 2008-2016 |
|--------------------|-----------|-----------|
| BNP-gap | 0,52 (8) | 0,58 (9) |
| RU-indikator | 0,53 (8) | 0,58 (6) |
| Sysselsättningsgap | 0,59 (3) | 0,63 (6) |
| Timgap | 0,60 (4) | 0,55 (3) |
| Arbetslöshet | 0,54 (3) | 0,60 (7) |
| Arbetslöshetsgap | 0,56 (3) | 0,63 (7) |
| ULC | 0,29 (2) | 0,29 (4) |

Siffran utanför parentes visar maximal korrelation och siffran inom parentes visar efter hur många kvartal denna korrelation gäller.

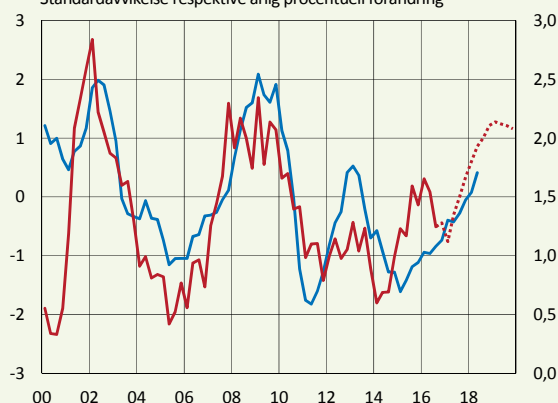
Källa: Riksbanken

Fortsatt stigande resursutnyttjande talar för högre inflation under prognosperioden

Sverige och många länder i vår omvärld har sedan ett antal år haft låg inflation. En viktig förklaring till detta är att perioden med lågt resursutnyttjande har varit utdragen.¹⁹ Att resursutnyttjandet i Sverige har stigit de senaste åren har samtidigt varit en faktor bakom uppgången i inflationen sedan inledningen av 2014. Inflationen påverkas också av andra faktorer, såsom växelkursen och inflationsförväntningar, och att inflationsutvecklingen hittills i år har varit förhållandevis dämpad avspeglar osäker-

heten kring hur snabbt inflationen kan stiga. Men resursutnyttjandet bedöms vara ungefär normalt i nuläget och genom den mycket expansiva penningpolitiken stödjer Riksbanken en fortsatt uppgång i både resursutnyttjandet och inflationen under prognosperioden (se diagram 4:22). Även om det är osäkert hur snabbt en förändring i resursutnyttjandet får genomslag på inflationen och hur stor effekten i slutänden blir så talar de historiska sambanden för att den stigande trenden i inflationen ska fortsätta under prognosperioden.

Diagram 4:22. KPIF exklusive energi och RU-indikatorn
Standardavvikelse respektive årlig procentuell förändring



— RU-indikatorn (vänster axel)
..... KPIF exklusive energi (höger axel)

Anm. RU-indikatorn är ett mått på resursutnyttjandet. Den är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1. RU-indikatorn är framskjuten 8 kvartal. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

¹⁸ Sambandet har även skattats med andra specifikationer. Om andra typer av gap inkluderas blir resultaten ungefär desamma. Skattningarna är dock känsliga för hur långa tidsserier som används i skattningarna. Sambandet har även skattats med rullande fönster på 10 eller 15 år över skattningsperioden. Inte heller i dessa skattningar finns stöd för att sambandet har försvagats under senare år.

¹⁹ Se Andersson, Corbo och Löf "Varför har inflationen varit så låg?", Penning och valutapolitik 2015:3.

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos
Procent, kvartalsmedelvärden

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

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

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

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

Källor: SCB och Riksbanken

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

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------------------|-------|---------------|---------------|---------------|-------|
| Reporänta | -0,3 | -0,5 (-0,5) | -0,6 (-0,5) | -0,3 (0,0) | 0,2 |
| 10-årsränta | 0,8 | 0,5 (0,4) | 0,7 (1,0) | 1,7 (2,1) | 2,5 |
| Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100 | 112,6 | 111,4 (110,5) | 112,3 (108,7) | 109,9 (106,4) | 108,3 |
| Offentligt finansiellt sparande* | 0,2 | 0,1 (0,1) | 0,0 (0,0) | 0,2 (0,2) | 0,6 |

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

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

| BNP | PPP-vikter | KIX-vikter | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------------|------------|------------|------|-----------|-----------|-----------|------|
| Euroområdet | 0,14 | 0,47 | 1,9 | 1,6 (1,5) | 1,4 (1,4) | 1,7 (1,7) | 1,6 |
| USA | 0,16 | 0,08 | 2,6 | 1,6 (1,5) | 2,4 (2,4) | 2,1 (2,1) | 2,0 |
| Japan | 0,05 | 0,02 | 0,6 | 0,6 (0,5) | 0,9 (0,9) | 0,9 (0,9) | 0,8 |
| Kina | 0,15 | 0,08 | 6,9 | 6,7 (6,6) | 6,2 (6,1) | 5,9 (5,9) | 5,7 |
| KIX-vägd | 0,75 | 1,00 | 2,2 | 2,0 (1,9) | 2,1 (2,1) | 2,3 (2,3) | 2,3 |
| Världen (PPP-vägd) | 1,00 | — | 3,2 | 3,1 (3,1) | 3,5 (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 2013 som används för 2016 och ett antagande om att vikterna under kommande prognosår kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de tidigare fem åren.

| KPI | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------------|------|-------------|-----------|-----------|------|
| Euroområdet (HIKP) | 0,0 | 0,2 (0,2) | 1,3 (1,2) | 1,5 (1,5) | 1,7 |
| USA | 0,1 | 1,2 (1,1) | 2,5 (2,2) | 2,4 (2,4) | 2,3 |
| Japan | 0,8 | -0,1 (-0,1) | 0,8 (0,9) | 1,6 (1,6) | 1,9 |
| KIX-vägd | 1,1 | 1,1 (1,1) | 2,0 (1,9) | 2,1 (2,1) | 2,2 |

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------------------------|------|-------------|-------------|-------------|------|
| Styrränta i omvärlden, procent | 0,1 | -0,1 (-0,1) | -0,2 (-0,2) | -0,2 (-0,1) | 0,1 |
| Råoljepris, USD/fat Brent | 53,5 | 44,9 (44,8) | 54,3 (52,0) | 56,5 (54,7) | 57,9 |
| Svensk exportmarknad | 3,2 | 1,9 (1,4) | 3,1 (3,0) | 4,0 (4,0) | 3,8 |

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

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

Tabell 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------------------|------|-------------|-------------|-------------|------|
| Hushållens konsumtion | 2,7 | 2,4 (2,9) | 2,3 (2,3) | 2,7 (2,7) | 2,4 |
| Offentlig konsumtion | 2,5 | 3,8 (3,2) | 2,3 (2,6) | 1,4 (1,5) | 1,2 |
| Fasta bruttoinvesteringar | 7,2 | 7,4 (5,9) | 3,2 (3,1) | 4,1 (4,1) | 4,2 |
| Lagerinvesteringar* | 0,3 | 0,2 (0,4) | -0,1 (-0,1) | 0,0 (0,0) | 0,0 |
| Export | 5,6 | 2,3 (2,0) | 2,2 (2,9) | 3,6 (3,9) | 3,6 |
| Import | 5,5 | 4,4 (3,9) | 3,3 (3,7) | 4,4 (4,7) | 4,5 |
| BNP | 4,1 | 3,3 (3,2) | 2,0 (2,2) | 2,4 (2,4) | 2,2 |
| BNP, kalenderkorrigerad | 3,9 | 3,0 (3,0) | 2,3 (2,4) | 2,5 (2,5) | 2,2 |
| Slutlig inhemsk efterfrågan* | 3,6 | 3,8 (3,6) | 2,4 (2,4) | 2,6 (2,7) | 2,5 |
| Nettoexport* | 0,3 | -0,7 (-0,7) | -0,4 (-0,2) | -0,2 (-0,2) | -0,2 |
| Bytesbalans (NR), procent av BNP | 5,4 | 4,6 (4,2) | 4,0 (3,8) | 3,7 (3,5) | 3,3 |

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 6. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------------------------------|------|-----------|-----------|-----------|------|
| Folkmängd, 16–64 år | 0,7 | 0,9 (0,9) | 1,1 (1,1) | 0,9 (0,9) | 0,6 |
| Potentiellt arbetade timmar | 0,9 | 0,8 (0,8) | 0,7 (0,6) | 0,6 (0,5) | 0,5 |
| BNP, kalenderkorrigerad | 3,9 | 3,0 (3,0) | 2,3 (2,4) | 2,5 (2,5) | 2,2 |
| Arbetade timmar, kalenderkorrigerad | 1,0 | 2,0 (2,2) | 1,1 (1,0) | 0,8 (0,8) | 0,7 |
| Sysselsatta, 15–74 år | 1,4 | 1,4 (1,6) | 1,1 (1,0) | 0,8 (0,7) | 0,6 |
| Arbetskraft, 15–74 år | 0,8 | 0,9 (1,0) | 0,9 (0,8) | 0,8 (0,7) | 0,7 |
| Arbetslöshet, 15–74 år* | 7,4 | 6,9 (6,9) | 6,7 (6,7) | 6,7 (6,7) | 6,7 |

* Procent av arbetskraften

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------------------------|------|-----------|-----------|-------------|------|
| Timlön, KL | 2,4 | 2,6 (2,7) | 3,2 (3,3) | 3,5 (3,6) | 3,6 |
| Timlön, NR | 3,5 | 2,7 (2,7) | 3,5 (3,5) | 3,8 (3,8) | 3,8 |
| Arbetsgivaravgifter* | 0,9 | 0,6 (0,4) | 0,0 (0,0) | -0,1 (-0,1) | -0,1 |
| Arbetskostnad per timme, NR | 4,4 | 3,3 (3,0) | 3,5 (3,5) | 3,7 (3,7) | 3,7 |
| Produktivitet | 2,9 | 1,0 (0,8) | 1,2 (1,5) | 1,6 (1,8) | 1,6 |
| Arbetskostnad per producerad enhet | 1,5 | 2,3 (2,2) | 2,3 (2,0) | 2,0 (1,9) | 2,1 |

* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken



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

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