



# Penningpolitisk uppföljning

## september 2014

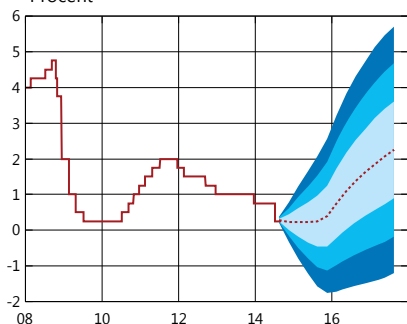
Tillväxten i omvärlden som helhet väntas successivt stiga de närmaste åren. Konjunktursignalerna från USA och Storbritannien är fortsatt starka. Samtidigt har konjunkturutsikterna för euroområdet försämrats till följd av en oväntat svag BNP-tillväxt under andra kvartalet och den pågående konflikten i Ukraina.

En lägre tillväxt i euroområdet dämpar en redan svag exportutveckling i Sverige. Detta bidrar till att BNP-tillväxten väntas bli något lägre, jämfört med bedömningen i juli. Hushållssektorn har samtidigt utvecklats starkt och konsumtion och bostadsinvesteringar väntas fortsätta öka i god takt. Arbetsmarknaden har överraskat positivt under sommaren och en fortsatt förbättring väntas med stigande sysselsättning och sjunkande arbetslöshet.

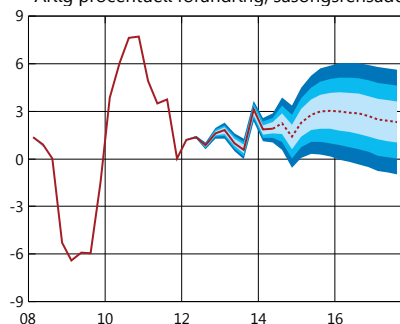
Inflationen är alltså låg men har de senaste månaderna blivit lite högre än väntat. I takt med att efterfrågan ökar och resursutnyttjandet stiger väntas inflationen gradvis stiga. Jämfört med den penningpolitiska rapporten i juli har inflationsprognosen i närtid reviderats upp något, mot bakgrund av en svagare krona och något högre arbetskostnader. KPIF-inflationen väntas liksom i prognosen i juli nå 2 procent i början av 2016.

För att inflationen ska stiga mot målet behöver reporäntan vara låg en lång tid framöver. Reporäntan lämnas därför oförändrad på 0,25 procent. Liksom i föregående prognos är det först mot slutet av 2015, när inflationen är tydligt högre, som det bedöms vara lämpligt att börja höja räntan. Det låga ränteläget innebär fortsatta risker förknippade med hushållens höga skuldsättning. Med en låg ränta länge brådskar det för andra politikområden att minska dessa risker.

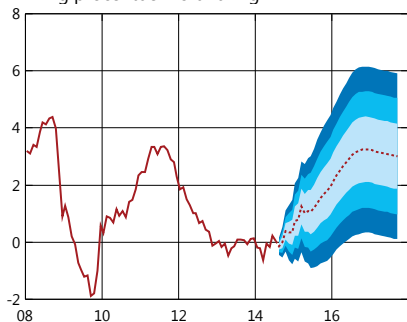
**Diagram 1. Reporänta med osäkerhetsintervall**  
Procent



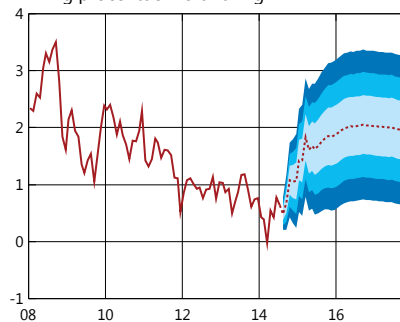
**Diagram 2. BNP med osäkerhetsintervall**  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



**Diagram 3. KPI med osäkerhetsintervall**  
Årlig procentuell förändring



**Diagram 4. KPIF med osäkerhetsintervall**  
Årlig procentuell förändring



■ 50%  
■ 75%  
■ 90%

Anm. Osäkerhetsintervallen i diagrammen är baserade på historiska prognosfel, se fördjupningen "Beräkningsmetod för osäkerhetsintervall" i PPR 2007:1. Osäkerhetsintervallen tar inte hänsyn till att det kan finnas en nedre gräns för reporäntan. För reporäntan är utfall dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden.

Källor: SCB och Riksbanken

## ■ Konjunktur- och inflationsutsikterna

De konjunktur- och inflationsutsikter som redovisas i denna penningpolitiska uppföljning bygger på de bedömningar som gjordes i den penningpolitiska rapporten i juli och de uppdateringar av prognoserna som gjorts sedan dess. Prognoserna baseras på beslutet att låta reporäntan ligga kvar på 0,25 procent. En långsam höjning av reporäntan påbörjas först mot slutet av 2015.

### ■ Fortsatt gradvis återhämtning i omvärlden

BNP-tillväxten i omvärlden väntas fortsätta stiga under prognosperioden. Utvecklingen stöds bland annat av en fortsatt mycket expansiv penningpolitik och lättade kreditvillkor i euroområdet, samt att finanspolitiken i USA och euroområdet är mindre åtstramande än den varit de senaste åren. Den geopolitiska oron har dock ökat under sommaren. Framför allt bedöms konflikten i Ukraina ha haft viss negativ effekt på flera ekonomier i Europa. Exempel på detta är den något mer volatila utvecklingen på de finansiella marknaderna och att förtroendet bland företag och hushåll har dämpats, i synnerhet i de länder som är mest beroende av handel med Ryssland. Konflikten i Ukraina väntas försämra konjunkturutsikterna i euroområdet ytterligare och tillväxtprognosen för omvärlden har därför reviderats ned. Den sammantagna bedömningen är dock att efterfrågan stärks framöver, både i utvecklade ekonomier och i tillväxtekonomier, med en tillväxttakt i den globala ekonomin på omkring 3,5 procent 2014 och knappt 4 procent 2015. BNP-tillväxten i de länder som har störst betydelse för svensk ekonomi, mätt med KIX-viktad BNP, väntas gradvis öka från knappt 2 procent 2014 till närmare 3 procent 2016.

Inflationen i omvärlden är låg och många råvarupriser har fallit på sistone. Kostnadstrycket bedöms förbli relativt måttligt framöver. Men i takt med att tillväxten tar fart väntas inflationen stiga gradvis. Den KIX-viktade inflationstakten väntas uppgå till drygt 2 procent i slutet av prognosperioden. Mot bakgrund av ett lågt resursutnyttjande idag och en måttlig ökning av inflationen framöver väntas penningpolitiken i omvärlden bli fortsatt mycket expansiv och när styrräntorna börjar höjas väntas det ske långsamt.

### ■ Lägre marknadsräntor och svagare krona

Ökad geopolitisk osäkerhet till följd av en upptrappning av konflikterna i Ukraina och Mellanöstern har under sommaren ökat volatiliteten på finansmarknaderna och minskat efterfrågan på riskfyllda tillgångar. Osäkerheten har bland annat avspeglats i tidvis fallande börskurser samt lägre statsobligationsräntor. Framst är det räntor med längre löptider som har fallit medan kortare räntor, kopplade till penningpolitiska förväntningar, i det närmast varit oförändrade på en låg nivå.

Enligt marknadsprissättningen väntas Federal Reserve och Bank of England börja höja sina styrräntor nästa år. Den mycket svagare ekonomiska utvecklingen i euroområdet innebär dock att det mest sannolikt dröjer länge innan den europeiska centralbanken (ECB) höjer sin styrränta. I Sverige har marknadsräntorna sjunkit efter Riksbankens räntesänkning i juli. Detta har resulterat i lägre räntor till hushåll och företag, vilket stimulerar den svenska ekonomin. Kredittillväxten till både hushåll och företag har ökat och enkätbaserade undersökningar visar att kredit- och finansieringsvillkor har förbättrats.

I samband med annonseringen av det penningpolitiska beslutet i juli försvagades kronan. Trots en viss förstärkning mot vissa valutor efter det penningpolitiska beslutet är kronan i handelsvägda termer i dagsläget kvar på en svagare nivå än före beslutet i juli, främst till följd av en fortsatt försvagning mot den amerikanska dollarn. Försvagningen bedöms bestå

även de närmaste kvartalen och påverkar också kronans växelkurs i handelsvägda termer. Under prognosperioden förväntas dock kronan gradvis stärkas mot ungefär samma nivå som i prognosen i juli, både i nominella och reala termer. Den reala växelkursen bedöms i dagsläget vara svagare än sin långsiktiga nivå.

### ■ Dämpad tillväxt i euroområdet

Återhämtningen i euroområdet stannade upp under det andra kvartalet då BNP var oförändrad jämfört med det första kvartalet. BNP föll, om än knappt, i Tyskland, Italien och Frankrike. Det svaga utfallet reser frågetecken om den underliggande styrkan i ekonomin i euroområdet. Därtill kommer att ekonomin påverkas negativt av Ukrainakonflikten. Även om de direkta effekterna av konflikten på BNP-tillväxten via lägre export antas bli måttliga, bedöms negativa förtroendeeffekter i ett redan svagt konjunkturläge bli mer kännbara. Investeringarna är sedan tidigare låga och den ökade osäkerheten gör att de kan förväntas förbli så en något längre tid än vad som antogs i prognosen i juli. I vissa länder med stor exportandel till Ryssland, till exempel Finland och Tyskland, blir de negativa effekterna mer påtagliga. I euroområdet som helhet antas den privata konsumtionen växa endast måttligt framöver då förbättringen på arbetsmarknaden går långsamt och det alltjämt finns ett behov bland hushållen att dra ned på sin skuldsättning. En stigande efterfrågan i USA och Asien gynnar dock exporten. Svagare statistik än väntat samt förväntade negativa effekter av konflikten i Ukraina har sammantaget lett till att prognosen för euroområdets BNP-tillväxt i år och nästa år har reviderats ned. Prognosen är att tillväxten i år stannar vid 0,7 procent, för att gradvis öka till knappt 2 procent 2016.

Den förbättring som skett på arbetsmarknaden i euroområdet går sakta och resursutnyttjandet bedöms vara svagt under prognosperioden. Inflationen hålls bland annat ned av att de skuldyngda ländernas kostnadsnivå sjunker som ett led i förbättringen av deras konkurrenskraft. Det svaga resursutnyttjandet och den låga inflationen medför att penningpolitiken förblir mycket expansiv under prognosperioden. Inflationen, som för närvarande är mycket låg, väntas stiga långsamt mot ECB:s mål om en inflationstakt nära men under 2 procent.

### ■ Fortsatt förbättring i amerikansk ekonomi

Läget i den amerikanska ekonomin fortsätter att förbättras efter den dämpning som skedde första kvartalet till följd av det ovanligt kalla vintervädret. Indikatorer tyder på en stark utveckling de kommande kvartalen. Läget i företagssektorn är gynnsamt med fortsatt förbättrade kreditvillkor, låga räntor, högt förtroende, kraftigt stigande orderingång och höga vinster. Arbetsmarknaden fortsätter att stärkas och arbetslösheten sjunker. Den starkare arbetsmarknaden i kombination med att finanspolitiken blir mindre åtstramande bidrar positivt till den inhemska efterfrågan de kommande åren.

Den samlade bilden av utvecklingen i den amerikanska ekonomin är i stort sett densamma som i juli. BNP-utfallen för fjärde kvartalet förra året och första kvartalet i år har dock reviderats upp tydligt, vilket bidrar till en högre BNP-tillväxt i år. Sammantaget väntas BNP-tillväxten i USA öka från drygt 2 procent i år till i genomsnitt 3 procent per år 2015 och 2016, för att sedan falla tillbaka något när ekonomin närmar sig fullt resursutnyttjande. Inflationen, som varit relativt låg de senaste åren, har vänt upp och väntas stiga något ytterligare under prognosperioden i takt med att allt mer av de lediga resurserna i ekonomin tas i bruk. Återhämtningen understöds av att penningpolitiken, trots att den väntas ändra inriktning, förblir expansiv under hela prognosperioden.

## ■ Ökad aktivitet på viktiga exportmarknader

Tillväxten i Storbritannien har fortsatt att förbättras. En gynnsam utveckling förväntas under prognosperioden till följd av en expansiv penningpolitik och mer generösa kreditvillkor. BNP-tillväxten väntas i genomsnitt uppgå till drygt 2,5 procent per år 2014–2016 och inflationen förväntas ligga i linje med inflationsmålet på 2 procent. Det är ungefär samma bedömning som i juli.

I Danmark är återhämtningen långsam efter den inhemska fastighets- och bankkrisen. Hushållens höga skuldsättning har bidragit till att dämpa BNP-tillväxten. Både finans- och penningpolitiken väntas förbli expansiv de närmaste åren, vilket tillsammans med en successivt högre tillväxt i efterfrågan i euroområdet bidrar till att BNP-tillväxten ökar till knappt 2 procent per år under prognosperioden. Prognosen för BNP-tillväxten 2014 är nedreviderad till följd av lägre BNP-utfall andra kvartalet och nedrevideringar av tidigare utfall. KPI-inflationen har fallit det senaste året, men förutses stiga till strax under 2 procent 2016.

I Norge har konjunkturen stärkts. Arbetslösheten är mycket låg och hushållens konsumtion och detaljhandeln pekar upp. Industrisektorn utvecklas emellertid svagt, vilket också avspeglas i ett lågt förtroende enligt inköpschefsindex. Prognosen för BNP-tillväxten 2014 är uppreviderad till följd av ett oväntat starkt BNP-utfall för andra kvartalet. I prognosen förutses BNP-tillväxten öka till knappt 3 procent 2016. Inflationen steg till 2,2 procent i juli och förväntas ligga kvar där under större delen av prognosperioden.

I Kina pågår en omställning av ekonomin där konsumtionen blir viktigare för efterfrågetillväxten på bekostnad av investeringarna. Tillsammans med myndigheternas åtgärder för att dämpa kreditväxten väntas detta hålla tillbaka BNP-tillväxten de kommande åren. Regeringens finanspolitiska stimulansåtgärder från i våras har dock lett till en ökad aktivitet. BNP-utfallet för andra kvartalet blev starkare än prognosen i juli, vilket bidrar till en upprevidering av BNP-tillväxten 2014. Sammantaget väntas Kinas BNP-tillväxt uppgå till cirka 7 procent per år under resten av prognosperioden, medan inflationen väntas uppgå till knappt 3 procent.

I Japan har tillväxten gynnats av en mycket expansiv ekonomisk politik. Momshöjningen i april innebar dock att många hushåll tidigare lade sina inköp till det första kvartalet, vilket bidrog till att BNP sjönk andra kvartalet. Prognosen för BNP-tillväxten 2014 är nedreviderad till följd av nedreviderade BNP-utfall bakåt i tiden. BNP-tillväxten bedöms stiga gradvis under prognosperioden till drygt 1 procent per år 2015 och 2016, medan inflationen väntas ligga nära de 2 procent som utgör den japanska centralbankens inflationsmål.

## ■ Svag export men stark inhemsk efterfrågan i Sverige

Den svenska BNP-tillväxten var förhållandevis svag första halvåret 2014. Det andra kvartalet dämpades tillväxten i exporten och företagens investeringar föll, medan hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna fortsatte att öka snabbt. I dagsläget är förtroendet enligt barometerindikatorn normalt, vilket talar för en tillväxt i linje med ett historiskt genomsnitt de kommande kvartalen. De hushållsnära delarna av efterfrågan, som konsumtionen och bostadsinvesteringarna, väntas fortsätta vara viktiga för tillväxten. Från och med nästa år väntas tillväxten drivas mer av export och företagsinvesteringar när den internationella konjunkturen stärks och efterfrågan på svensk export ökar.

Svensk export dämpades andra kvartalet och den svagare omvärldskonjunkturen innebär att exporttillväxten framöver har reviderats ned något jämfört med prognosen i juli. I takt med att den internationella ekonomin förbättras väntas också efterfrågan på svenska varor och tjänster öka snabbare. Eftersom importinnehållet i exporten är förhållandevis högt leder uppgången i exporttillväxten, i kombination med en allt starkare inhemsk efterfrågan, till att även importen ökar snabbare. Den svagare kronan bidrar till att driva upp efterfrågan på svenska varor och tjänster medan efterfrågan på importerade varor och tjänster dämpas något.

De senaste tre åren har hushållens reala disponibla inkomster ökat snabbare än sitt historiska genomsnitt. Detta har lagt grunden för en förhållandevis snabb konsumtionsökning samt stigande bostadspriser och upplåning. Hushållen har emellertid inte ökat sin konsumtion i samma takt som inkomsterna stigit, utan sparandet har sedan 2010 successivt ökat. Framöver väntas den allt starkare konjunkturen bidra till att hushållens konsumtion ökar snabbare än inkomsterna och hushållens sparkvot minskar.

De svenska bostadsinvesteringarna har ökat snabbt, medan näringslivets övriga investeringar utvecklats betydligt långsammare. Utvecklingen hänger delvis samman med den dämpade exporten och därigenom den svaga industrikonjunkturen. Under prognosperioden stiger dock investeringstillväxten. Räntorna är låga och företagets finansieringsmöjligheter är förhållandevis goda, vilket skapar förutsättningar för en starkare investeringstillväxt. I takt med att konjunkturen förbättras och kapacitetsutnyttjandet stiger ökar också behovet av nyinvesteringar. Bostadsinvesteringarna, som de senaste kvartalen ökat med mer än 20 procent jämfört med motsvarande kvartal föregående år, väntas öka något långsammare framöver. Det innebär att bostadsinvesteringarna planar ut på en nivå som är hög i förhållande till byggandet de senaste åren.

BNP väntas öka med 1,7 procent 2014 och med cirka 3 procent per år 2015 och 2016. Den svagare utvecklingen i omvärlden bidrar till att hålla tillbaka BNP-tillväxten något framöver. BNP-tillväxten i år är också nedreviderad till följd av det oväntat svaga BNP-utfallet för andra kvartalet.

#### ■ Hushållens skuldsättning ökar

Stigande inkomster i kombination med låga räntor och ett lågt utbud av bostäder i många regioner har bidragit till att bostadspriserna fortsätter att öka snabbt. Eftersom bostadsköp ofta finansieras med lån har även hushållens skulder ökat. Bostadspriserna väntas fortsätta stiga under prognosperioden, vilket gör att både hushållens förmögenhet och skulder ökar. De kommande åren bedöms hushållens skulder öka snabbare än inkomsterna, vilket innebär att hushållens skulder som andel av disponibel inkomst stiger. Liksom tidigare tar prognosen hänsyn till de makrotillsynsåtgärder som Finansinspektionen hittills genomfört och aviserat. I slutet av 2017 bedöms hushållens skulder som andel av disponibel inkomst uppgå till knappt 185 procent. Detta är högt i ett historiskt och internationellt perspektiv. Jämfört med bedömningen i juli är prognosen för skuldkvoten på kort sikt något uppreviderad och på längre sikt något nedreviderad. Den lägre nivån i slutet av perioden beror på att den disponibla inkomsten väntas bli något högre till följd av högre transfereringar.

#### ■ Finanspolitiken stramas åt

Den offentliga sektorns finansiella sparande väntas uppvisa ett underskott på 2,1 procent av BNP under 2014. Prognosen för 2015 och 2016 utgår från att de finansiella åtgärderna

som genomförs är finansierade. Efter att under flera år ha påtagligt stimulerat tillväxten i efterfrågan blir därmed finanspolitikens bidrag till tillväxten mindre. Detta i kombination med en allt starkare konjunktur innebär att det finansiella sparandet stärks de kommande åren. Trots förstärkningen bedöms det finansiella sparandet uppvisa ett underskott på 0,6 procent av BNP 2016. Jämfört med prognosen i juli har det offentliga finansiella sparandet reviderats ned på grund av högre offentliga utgifter.

#### ■ God sysselsättningstillväxt framöver

Sysselsättningen och arbetskraften har fortsatt att växa och den väntade nedgången i arbetslösheten förefaller ha inletts. Riksbankens bedömning är att arbetsmarknaden kommer att fortsätta att stärkas framöver. Antalet varsel har minskat till mycket låga nivåer och antalet nyanmälda lediga platser på Arbetsförmedlingen har stigit påtagligt under året. Företagens anställningsplaner i Konjunkturbarometern tyder också på en fortsatt sysselsättningsökning. När konjunkturen successivt stärks ökar efterfrågan på arbetskraft och sysselsättningen stiger i god takt. Samtidigt bedöms arbetskraftsdeltagandet dämpas de kommande åren, framförallt till följd av att grupper med lägre deltagandegrad utgör en allt större andel av befolkningen. Det bidrar till att minska den uppmätta arbetslösheten, som är kvoten mellan antalet arbetslösa och antalet i arbetskraften. Mot slutet av prognosperioden beräknas sysselsättningsgraden i åldern 15–74 år, det vill säga sysselsatta som andel av befolkningen i denna åldersgrupp, uppgå till knappt 67 procent, vilket är ungefär samma nivå som före finanskrisen. Arbetslösheten väntas samtidigt ha sjunkit till cirka 6,5 procent. Jämfört med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i juli är nivån på antalet sysselsatta och personer i arbetskraften något högre.

#### ■ Resursutnyttjandet stiger från låg nivå

Riksbankens bedömning är sammantaget att resursutnyttjandet i ekonomin fortfarande är lägre än normalt. Bedömningen stöds bland annat av Riksbankens indikator på resursutnyttjandet som med hjälp av en statistisk metod sammanfattar information från enkäter och arbetsmarknadsdata. Arbetslösheten är högre än uppskattningen av den långsiktiga nivån och andelen företag som anger brist på arbetskraft är fortsatt låg. Indikatorer för kapacitetsutnyttjandet i tillverkningsindustrin ger ingen entydig bild. Enligt Konjunkturbarometern är kapacitetsutnyttjandet lägre än normalt, men enligt motsvarande statistik från SCB är det ungefär normalt.

Det mycket låga ränteläget tillsammans med en högre global och inhemsk efterfrågan bidrar till högre BNP och sysselsättning samt fler arbetade timmar framöver. Därmed stiger resursutnyttjandet under åren som kommer. Liksom i bedömningen i juli väntas resursutnyttjandet vara ungefär normalt under senare delen av prognosperioden.

#### ■ Något högre kostnadstryck

De avtalade löneökningarna uppgår enligt Medlingsinstitutet till 2,2 procent 2014 och 2,3 procent 2015. Nästa stora avtalsrörelse äger rum under 2016, då löneavtal för drygt 2,7 miljoner anställda löper ut. Förutom bedömningar av framtida löneavtal är konjunktur- och arbetsmarknadsutvecklingen viktiga faktorer för Riksbankens prognoser för löneutvecklingen. Under prognosperioden bedöms löneökningstakten i hela ekonomin gradvis stiga när konjunktur- och arbetsmarknadsläget förbättras. Löneökningarna i hela ekonomin, enligt konjunkturlönestatistiken, bedöms stiga från 3,1 procent 2014 till 3,5 procent 2016.

Produktivitetstillväxten i svensk ekonomi har varit oväntat svag hittills i år. Den svaga produktiviteten återspeglar att arbetsmarknaden utvecklas starkt samtidigt som produktionsutvecklingen är dämpad till följd av en svag omvärld. Under prognosperioden väntas tillväxten i produktiviteten bli successivt högre. Tillväxttakten i arbetskostnaderna per timme växlar upp från knappt 3 procent i år till nära 4 procent 2016. Prognosen för tillväxten i arbetskostnaderna per producerad enhet är uppreviderad under 2014 och 2015 jämfört med bedömningen i juli, medan den för resterande del av prognosperioden är i stort sett oförändrad. Upprevideringen beror främst på att produktiviteten väntas öka något långsammare.

### ■ Låg men stigande inflation

Inflationen har de senaste månaderna blivit något högre än bedömningen i juli, men är likväl låg. I juli uppgick KPI- och KPIF-inflationen till 0,0 respektive 0,6 procent mätt som årlig procentuell förändring. Prisökningstakten för både livsmedel och tjänster har fortsatt att vara väsentligt lägre än de historiska genomsnitten för respektive produktgrupp. Till den låga inflationen bidrar också fallande energipriser. KPI-inflationen dämpas dessutom ytterligare av att hushållens räntekostnader sjunker som en följd av Riksbankens tidigare räntesänkningar.

Sett i ett lite längre perspektiv finns flera förklaringar till att inflationsutvecklingen är svag. Bland annat har den svaga efterfrågan, både i Sverige och i omvärlden, bidragit till att prisökningstakten i internationella varupriser varit långsam, att lönerna har ökat måttligt samt att prispåslagen varit låga.<sup>1</sup> De senaste månadernas försvagning av kronan bedöms hittills ha haft begränsad påverkan på prisökningstakten. Resultat från den enkätundersökning av företagens prissättning som Riksbanken gjort i samarbete med Konjunkturinstitutet ger stöd åt uppfattningen att företagens marginaler har varit pressade till följd av svag efterfrågan och ökad konkurrens. För större företag tycks marginalerna inte ha varit lika pressade. Dessa företag förefaller också i större utsträckning ha haft något lägre kostnadsökningar än normalt. De senare resultaten är i linje med resultaten i Riksbankens Företagsundersökning från i juni.

Flera faktorer samverkar till att inflationstakten stiger framöver. Den expansiva penningpolitiken bidrar till att efterfrågan i ekonomin ökar och att resursutnyttjandet gradvis stiger de kommande åren. Detta bidrar till snabbare löneökningar och större möjligheter för företagen att höja sina priser. Därtill väntas ökningstakten i internationella varupriser stiga. Inflationstrycket ökar därför successivt under prognosperioden. Jämfört med bedömningen i juli leder den svagare kronan och den snabbare ökningen av arbetskostnaden per producerad enhet till marginellt högre inflation det närmaste året.

Mätt som årlig procentuell förändring stiger KPIF-inflationen markant i slutet av 2014 när de låga utfallen hösten 2013 inte längre påverkar den årliga ökningstakten. I linje med bedömningen i juli dröjer det till början av 2016 innan KPIF-inflationen når 2 procent. Hushållens räntekostnader för bolån stiger när reporäntan börjar höjas. Det leder i sin tur till att KPI-inflationen ökar snabbare än KPIF-inflationen 2016. I perioder med stora ränteförändringar ger KPIF-inflationen, som inte inkluderar den direkta effekten av ändrade räntor, en bättre bild av inflationstrycket än KPI. På lång sikt sammanfaller dock KPI- och KPIF-inflationen.

---

<sup>1</sup> Se fördjupningen "Varför är inflationen låg?" i Penningpolitisk rapport, juli 2014.

## ■ Penningpolitiska överväganden

Den samlade bilden av konjunktur- och inflationsutsikterna för svensk ekonomi är i stort sett oförändrad sedan den penningpolitiska rapporten i juli. Riksbankens direktion har därför beslutat att lämna reporäntan oförändrad på 0,25 procent. Liksom i juli väntas reporäntan ligga kvar på denna nivå till slutet av 2015, men reporäntebanan är marginellt nedreviderad under senare delen av prognosperioden. Räntebanan avspeglar fortsatt en viss sannolikhet att reporäntan kan sänkas ytterligare.

### ■ Konjunkturen stärks och inflationen blir gradvis högre

Tillväxten i omvärlden som helhet väntas successivt stiga de närmaste åren. Konjunktur-signalerna från USA och Storbritannien är fortsatt starka. Samtidigt har konjunkturutsikterna för euroområdet försämrats till följd av en oväntat svag BNP-tillväxt under andra kvartalet och den pågående konflikten i Ukraina. Prognosen för omvärldens BNP-tillväxt är därför något lägre jämfört med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i juli.

En lägre tillväxt i euroområdet dämpar en redan svag exportutveckling i Sverige. Detta bidrar till att BNP-tillväxten väntas bli något lägre jämfört med bedömningen i juli. Arbetsmarknaden har överraskat positivt under sommaren och i takt med att BNP-tillväxten ökar fortsätter utvecklingen med stigande sysselsättning och sjunkande arbetslöshet.

Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har inflationen blivit lite högre än väntat och prognosen för inflationen det närmaste året är något uppreviderad till följd av en svagare krona och något högre arbetskostnader. Med den mycket expansiva penningpolitiken och stigande efterfrågan väntas KPIF-inflationen stiga gradvis och liksom i prognosen i juli nå 2 procent i början av 2016.

### ■ Fortsatt låg ränta för att inflationen ska stiga mot målet

Inflationen är fortfarande låg och penningpolitiken behöver vara mycket expansiv för att den ska stiga mot målet. Liksom i juli bedöms det vara lämpligt att höja reporäntan först i slutet av 2015. Då är inflationen tydligt högre och under året har BNP-tillväxten ökat starkt och arbetslösheten har fallit. I slutet av prognosperioden bedöms reporäntan uppgå till drygt 2 procent.

Den svagare omvärldsutvecklingen under prognosperioden innebär att reporäntebanan är marginellt nedreviderad från mitten av 2016. I ett historiskt perspektiv är drygt 2 procent en ovanligt låg reporänta i ett skede då konjunkturen är relativt god och KPIF-inflationen nära 2 procent.

### ■ Riskerna med hushållens skuldsättning kvarstår

Det låga ränteläget bidrar till att bostadspriser och hushållens skulder ökar snabbt. Detta medför en fortsatt stor risk för att ekonomin utvecklas på ett sätt som inte är långsiktigt hållbart. Ett högre ränteläge skulle minska risken för att finansiella obalanser byggs upp ytterligare. Men det skulle också öka risken för att inflationen förblir låg, att inflationsförväntningarna faller och att inflationsmålet roll som nominellt ankare försvagas.

Med en låg ränta länge brådskar det för andra politikområden att hantera riskerna med hushållens skuldsättning och utvecklingen på bostadsmarknaden. Den viktigaste effekten av de makrotillsynsåtgärder som hittills har vidtagits bedöms vara att motståndskraften i det svenska banksystemet stärks, medan effekten på hushållens skuldsättning bedöms vara



liten. För att minska riskerna för en långsiktigt ohållbar utveckling krävs åtgärder som riktas direkt mot hushållens efterfrågan på krediter. Ansvar för detta vilar på regeringen och andra myndigheter. Exempel på åtgärder som bör övervägas är skärpt bolånetak, amorteringskrav, ändrad avdragsrätt för ränteutgifter och att sunda miniminivåer införs i de kvaratt-leva-på kalkyler som är en del av bankernas kreditprövning. Dessutom är det viktigt att reformer som leder till en bättre fungerande bostadsmarknad genomförs. Riksbanken kommer, precis som tidigare, att följa och analysera risker och motståndskraft i det finansiella systemet och se hur dessa påverkar den allmänna ekonomiska utvecklingen och därmed penningpolitiken.

### ■ Osäkerhet i konjunktur- och inflationsutsikterna

Utvecklingen i omvärlden utgör fortsatt en källa till osäkerhet i prognosen. Den pågående konflikten i Ukraina har redan i viss mån påverkat förtroendet i vissa europeiska länder och ökat osäkerheten på finansiella marknader. Konflikten skulle dock kunna få mer långtgående effekter på finansiella marknader och på konjunkturen i euroområdet, och därmed också dämpa utvecklingen i Sverige i större utsträckning.

Kronans utveckling är också en viktig källa till osäkerhet. Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har kronan försvagats mot framförallt dollarn. I prognosen antas denna försvagning bestå de närmaste kvartalen, varefter kronan förstärks igen. Det finns goda argument för att kronan ska stärkas på lång sikt, men den skulle kunna förstärkas snabbare eller långsammare än i prognosen. Det skulle i sin tur påverka i vilken takt inflationen stiger mot 2 procent.

I prognosen antas att hushållens skulder stiger i förhållande till disponibel inkomst. Det kan dock inte uteslutas att det mycket låga ränteläget leder till en ännu snabbare ökning i både bostadspriser och skuldsättning. Detta skulle ytterligare öka riskerna förknippade med hushållens skuldsättning.

Ändras förutsättningarna för penningpolitiken kan denna behöva göras mer eller mindre expansiv. Skulle penningpolitiken behöva bli mer expansiv handlar det i första hand om att ytterligare sänka reporäntan och senarelägga en första höjning. Om det inte räcker med sänkt reporänta och reporäntebana kan Riksbanken vidta ytterligare åtgärder för att öka expansiviteten i penningpolitiken.

## ■ Ny information sedan den penningpolitiska rapporten i juli

### Finansiella marknader

- Olika mått på osäkerheten på de finansiella marknaderna, såsom volatilitetsmått och ränteskillnader mellan mer riskfyllda obligationer och statsobligationer, är kvar på historiskt låga nivåer. Under sommaren har det dock varit en tilltagande osäkerhet på marknaderna efter en ökad geopolitisk oro i Ukraina och Mellanöstern. Därtill har problem i det portugisiska banksystemet samt en betalningsinställelse för den argentinska staten påverkat de finansiella marknaderna. Aktievolatiliteten har stigit och aktiepriserna har tidvis fallit i såväl Sverige som i omvärlden. Även räntepåslagen för mer riskfyllda obligationer har ökat något. Men generellt har marknadsrörelserna varit begränsade och under andra halvan av augusti har det skett en återhämtning på de flesta marknader. Trots den högre geopolitiska osäkerheten har priset på olja fallit under sommaren, vilket främst förklaras av en svag efterfrågan samtidigt som utbudet har varit högt.
- Sedan det penningpolitiska beslutet i juli har statsobligations- och terminsräntor med kortare löptid varit närmast oförändrade i omvärlden. Marknadsprissättningen indikerar att en första höjning förväntas från Bank of England under våren 2015 och från Federal Reserve under sommaren 2015. Den ekonomiska utvecklingen i euroområdet har varit svag under sommaren. Prissättningen på marknaden indikerar inte heller en styrräntehöjning från den europeiska centralbanken (ECB) förrän tidigast 2017. Uttalanden från ECB antyder att man vill avvakta effekterna av de åtgärder som annonserades i juni, men att man inte utesluter ytterligare stimulanser i ett senare skede om inflationsutsikterna försämras.
- Skillnaderna i förväntningar om när höjningar av styrräntorna kommer att inledas avspeglas tydligt i tvååriga statsräntor, där amerikanska och brittiska räntor har stigit under våren medan de har fallit i euroområdet. Räntor på statsobligationer med längre löptid har däremot fortsatt att falla på flera håll under sommaren. Detta beror delvis på ökad efterfrågan på mer säkra tillgångar, men det avspeglar även marknadsförväntningar om att räntehöjningar kommer att ske i en långsammare takt. Svenska statsobligationsräntor med längre löptider har följt motsvarande räntor i euroområdet och sjunkit under sommaren.
- I Sverige sjönk de korta räntorna kraftigt i samband med Riksbankens reporäntesänkning i juli. Marknadens prissättning och reporäntebanan sammanfaller fram till hösten 2015. Därefter utgår prissättningen på marknaden från att räntehöjningarna sker i en långsammare takt än Riksbankens prognos för reporäntan. Marknadens prissättning indikerar en första höjning av reporäntan under sommaren 2016.
- I samband med publiceringen av reporäntebeslutet i juli försvagades kronan både mot den amerikanska dollarn och mot euron. I handelsvägda termer, mätt med KIX, har kronan sedan dess legat kvar på en svagare nivå. Försvagningen bedöms bestå även de närmaste kvartalen, vilket är en nedrevidering jämfört med prognosen i juli. Bakom nedrevideringen döljer sig en förstärkning av kronans växelkurs mot euron men en försvagning mot den amerikanska dollarn.
- Räntorna på bostadslån har fallit under sommaren. Den genomsnittliga listade bolåneräntan till svenska hushåll föll med 0,2 procentenheter till 2,2 procent i juli, vilket är en

effekt av att boräntorna för samtliga löptider föll i samband med Riksbankens repo-räntesänkning. I juli var nedgången marginellt större för räntor med längre löptid, vilket är ett mönster som setts de senaste månaderna till följd av att bankernas finansieringskostnader på framförallt längre sikt har fallit i linje med den internationella ränteutvecklingen.

- Hushållens efterfrågan på krediter fortsätter att vara hög. De senaste månaderna har utlåningen till svenska hushåll fortsatt att öka. I juli var kredittillväxten 5,5 procent uttryckt i årlig procentuell förändring. Samtidigt fortsätter priserna på bostadsrätter och villor att stiga. Enligt statistik från Valueguard var ökningarna i juli 14,1 respektive 8,5 procent jämfört med motsvarande månad föregående år. Efter det penningpolitiska beslutet i juli har hushållen justerat ned sina förväntningar på den rörliga boräntan. Enligt Konjunkturbarometern i augusti förväntar sig hushållen att den rörliga boräntan är 2,6 procent om ett år och 3,7 procent om fem år.
- Utlåningsräntorna från banker till svenska icke-finansiella företag föll i juli till 2,2 procent. Sedan det penningpolitiska beslutet i juli har även de längre räntorna för företagsobligationer sjunkit i linje med statsobligationsräntorna. Skillnaden mellan räntorna för företagsobligationer och statsobligationsräntorna har därmed blivit kvar på en historiskt sett låg nivå. Tillväxten i företagets totala upplåning har stigit de senaste månaderna. Detta gäller både upplåning via värdepapper och via banker.

## Omvärld

- Sammantaget tyder ny information sedan den penningpolitiska rapporten i juli på att en gradvis men ojämn återhämtning i omvärldens ekonomi fortsätter. Världshandeln fortsatte att stiga, om än i långsam takt, under det andra kvartalet. Globala förtroendeindikatorer såsom inköpschefsindex och konsumentförtroende fortsätter att visa på tillväxt i både industrin och tjänstesektorn under sommaren. En viss nedgång kan dock skönjas i flera länder, främst i Europa. En förklaring till detta bedöms vara att osäkerheten kring de ekonomiska utsikterna har ökat till följd av konflikten i Ukraina och handels-sanktionerna mellan EU, USA och Ryssland. Tillväxten fortsätter dock att vara hög i länder som USA, Storbritannien och Kina.
- Den ekonomiska utvecklingen i euroområdet stagnerade under det andra kvartalet. Ett första, preliminärt estimat visar att BNP-tillväxten från första till andra kvartalet var 0,2 procent i uppräknad årstakt. Tysklands ekonomi krympte, delvis som en rekyll på det starka första kvartalet då ovanligt varmt väder drog upp tillväxten. Frankrikes ekonomi stagnerade och BNP i Italien föll för andra kvartalet i rad. Spanien uppvisade däremot en positiv kvartalstillväxt för femte kvartalet i rad. Även vissa av de mindre euroländerna, som Nederländerna, Finland och Österrike, uppvisade positiva tillväxttal. Förtroendeindikatorer för industrin, tjänstesektorn och hushållen pekar på en fortsatt svag BNP-tillväxt under tredje kvartalet. Enligt preliminär statistik sjönk inflationen i euroområdet till 0,3 procent i augusti. Visserligen var fallet väntat men nivån är den lägsta sedan oktober 2009. Den underliggande inflationstakten (exklusive energi, livsmedel, alkohol och tobak) uppgick samma månad till 0,9 procent. Det var marginellt högre än väntat bland aktörer på de finansiella marknaderna.

- Den amerikanska ekonomin utvecklas starkt. BNP steg från första till andra kvartalet med 4,2 procent i uppräknad årstakt. En oväntad ökning av lagerinvesteringarna tillsammans med ökad konsumtion för hushållen bidrog till utvecklingen. Det starka utfallet bekräftar att den svaga tillväxten första kvartalet i hög grad var relaterad till onormalt väder. Indikatorer tyder på en fortsatt snabb BNP-tillväxt under tredje kvartalet. Enligt inköpschefsindex förbättrades företagens förtroende i tillverkningsindustrin i juli och industriproduktionen steg. Även hushållens förtroende är något bättre. Däremot var omsättningen i detaljhandeln i juli oförändrad på månadsbasis. Arbetsmarknaden fortsätter att stärkas. Mellan juni och juli steg sysselsättningen med drygt 200 000 personer.
- I Kina steg BNP från första till andra kvartalet med omkring 8 procent, uppräknat till årstakt. Statistik för början av tredje kvartalet indikerar att tillväxten kan komma att bli något lägre den närmaste tiden. Kredittillväxten sjönk tydligt i juli, samtidigt som såväl industriproduktionen som detaljhandeln växte i en långsammare takt. Ny statistik för Japan har som väntat varit svag den senaste tiden. BNP föll till exempel med 6,8 procent det andra kvartalet jämfört med det första, uppräknat till årstakt. Nedgången var en rekyll på den snabba uppgången det första kvartalet, då i synnerhet hushållens konsumtion steg kraftigt inför momshöjningen i april. Momshöjningen har även bidragit till att driva upp KPI-inflationen, som i juli uppgick till 3,4 procent.
- Utvecklingen på andra viktiga svenska exportmarknader har varit blandad. I Storbritannien steg BNP med 3,2 procent från det första till andra kvartalet, uppräknat till årstakt. BNP har därmed stigit med i genomsnitt 3 procent, uppräknat till årstakt, per kvartal de senaste fem kvartalen. Ny statistik indikerar att tillväxten framöver kan bli något lägre. Företagen i tillverkningsindustrin blev mindre optimistiska i såväl juli som augusti. Hushållen och företagen inom tjänstesektorn blev däremot något mer optimistiska. Indikatorer för bostadsmarknaden pekar på att denna bromsar in något. Exempelvis har ökningstakten i huspriserna dämpats på senare tid. I Norge växte BNP från första till andra kvartalet med hela 4,9 procent, uppräknat till årstakt. Stigande matpriser bidrog till att även KPI-inflationen har blivit något högre än väntat. KPI-inflationen uppgick i juli till 2,2 procent. I Danmark sjönk BNP med 1,0 procent från första till andra kvartalet, uppräknat till årstakt. Företagen inom tillverkningsindustrin har blivit tydligt mer pessimistiska det senaste halvåret. KPI-inflationen är fortsatt låg men steg något i juli till 0,8 procent.

## BNP i Sverige

- Enligt snabbversionen av nationalräkenskaperna ökade svensk BNP med 1,0 procent från första till andra kvartalet i år, uppräknat till årstakt. Jämfört med motsvarande kvartal föregående år ökade kalenderkorrigerad BNP med 1,9 procent. BNP-tillväxten var därmed svagare än prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli. Främst var detta en följd av att exporten och näringslivets investeringar exklusive bostäder ökade långsammare än väntat. Hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna ökade däremot snabbare än väntat. Under andra halvåret i år väntas BNP öka omkring 2,5 procent i uppräknad årstakt, vilket är en historiskt normal takt.
- Efter att Konjunkturinstitutets barometerindikator varit nära sitt historiska genomsnitt det senaste halvåret steg indexet i augusti till 103,2. Konfidensindikatorerna för detaljhandeln, industrin och byggsektorn är högre än normalt, medan den för

tjänstbranscherna är nära sitt historiska genomsnitt. Barometerindikatorns uppgång i augusti kan till stor del förklaras av uppgången i indikatorerna för tillverkningsindustrin. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin sjönk däremot i augusti med 4,1 enheter till 51,0 och är därmed under sitt historiska genomsnitt. Inköpschefsindex för tjänstbranscherna steg i juli och är högre än normalt. Överlag tyder därmed förtroendeindikatorerna på en normal tillväxttakt i svensk ekonomi under det tredje kvartalet.

- Hushållens konsumtion ökade med nästan 4 procent andra kvartalet, jämfört med första kvartalet och uppräknat till årstakt. Detta bekräftar bilden av att hushållen för närvarande är en viktig drivkraft för tillväxten i svensk ekonomi. Enligt Konjunkturinstitutets konfidensindikator har hushållens förtroende dock backat jämfört med inledningen av året och var i augusti lägre än det historiska medelvärdet. Tillväxten i detaljhandelsomsättning dämpades i juli och steg med 2,3 procent jämfört med samma månad i fjol. En svag försäljning inom sällanköpsvaruhandeln bidrog till den lägre tillväxttakten.
- De totala investeringarna minskade under andra kvartalet jämfört med det första kvartalet, trots en fortsatt mycket hög tillväxt i bostadsinvesteringarna och växande offentliga investeringar. Näringslivets investeringar exklusive bostäder fortsatte att utvecklas svagt och jämfört med samma kvartal föregående år var de drygt 4 procent lägre. Nedgången var större än bedömningen i den penningpolitiska rapporten i juli. Investeringsenkäten från maj indikerar också låga investeringar i näringslivet under 2014. En stigande efterfrågan väntas öka behovet av investeringar inom såväl industrin som tjänstbranscherna mot slutet av 2014. Ny statistik tyder på fortsatt höga volymer i bostadsinvesteringarna.
- Företagen inom både industrin och handeln är för närvarande relativt nöjda med storleken på sina lager och lageruppbyggnaden väntas fortgå i en normal takt framöver.
- Exporten fortsätter att utvecklas svagt. Jämfört med första kvartalet var exporten under andra kvartalet i princip oförändrad och jämfört med samma kvartal föregående år ökade exporten med 2,5 procent, korrigerat för kalendereffekter. Även utrikeshandelsstatistiken, som finns tillgänglig till och med juli, visar på en svag utveckling av varuexporten. Exportorderingsgången enligt Konjunkturbarometern indikerar en normal tillväxt av exporten den närmaste tiden, vilket motsvarar omkring 5 procent i årstakt. Däremot tyder exportorderingsgången enligt inköpschefsindex på en fortsatt svag utveckling. Det finns också orosmoment i omvärlden som kan komma att dämpa utvecklingen. Sammantaget väntas dock tillväxten i exporten stiga i takt med att efterfrågan från omvärlden växer snabbare.
- Importen ökade med drygt 3 procent från första till andra kvartalet, uppräknat till årstakt, och jämfört med samma kvartal föregående år ökade importen med 4,5 procent, korrigerat för kalendereffekter. De närmaste kvartalen väntas tillväxten i importen stiga i takt med att tillväxten i exporten normaliseras och företagens investeringar åter vänder uppåt. Enligt utrikeshandelsstatistiken var trenden i varuimporten svagt positiv i juli.

## Arbetsmarknad

- Arbetsmarknaden fortsätter att utvecklas positivt. Såväl arbetskraften som sysselsättningen har de senaste månaderna växt mer än vad som väntades i den penningpolitiska rapporten i juli. Sammantaget har också arbetslösheten blivit något lägre än tidigare prognostiserat. Enligt snabbversionen av nationalräkenskaperna blev nivån på antalet arbetade timmar något lägre än väntat. Framöver bedöms de dock växa något snabbare och nivån bli i linje med bedömningen i juli.
- Indikatorer för efterfrågan på arbetskraft har utvecklats väl, vilket talar för att sysselsättningen kommer att fortsätta att stiga framöver. Den positiva trenden i nyanmälda lediga platser har stärkts samtidigt som antalet varsel har sjunkit ytterligare, från redan låga nivåer. Anställningsplanerna i näringslivet enligt Konjunkturbarometern steg i augusti och ligger fortsatt över ett historiskt genomsnitt.
- Sammantaget är bilden av arbetsmarknaden i stort sett oförändrad jämfört med i juli. Under det närmaste halvåret bedöms sysselsättningen och arbetskraften öka något snabbare och arbetslösheten bli något lägre än i förra prognosen.

## Kostnadstryck och inflation

- Enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet har lönerna i hela ekonomin hittills i år (januari–maj) ökat med i genomsnitt 2,7 procent jämfört med motsvarande period föregående år. Statistiken är fortfarande preliminär och revideras vanligtvis upp när retroaktiva utbetalningar förs in. Prognoser för de närmaste månaderna samt för revideringar av den hittills inkomna statistiken innebär att lönerna ökar med 3,1 procent i år. I fjol ökade lönerna preliminärt med 2,5 procent.
- Enligt snabbversionen av nationalräkenskaperna för det andra kvartalet ökade både timlönerna och arbetskostnaderna per timme i hela ekonomin med drygt 3,5 procent uttryckt i årlig procentuell förändring. Samtidigt ökade arbetsproduktiviteten med drygt 1 procent jämfört med samma kvartal i fjol. Under andra halvåret i år bedöms arbetskostnaderna per timme fortsätta att öka med drygt 3 procent uttryckt i årlig procentuell förändring samtidigt som produktiviteten växer betydligt långsammare. Sammantaget medför detta att arbetskostnaderna per producerad enhet i år växer med drygt 2 procent, vilket är högre än bedömningen i juli. Kostnadstrycket blir ungefär 1,0 procentenheter högre i år än i fjol.
- Enligt Konjunkturbarometern föll hushållens inflationsförväntningar på tolv månaders sikt från 0,7 procent i juli till 0,2 procent i augusti. Hushållens uppfattade inflationstakt var oförändrad på noll procent i augusti. Enligt TNS SIFO Prosperas månadsenkät steg penningmarknadsaktörernas inflationsförväntningar i augusti något för de kortare tids-horisonterna och uppgick till 0,9 procent på ett års sikt respektive 1,5 procent på två års sikt. På fem års sikt var inflationsförväntningarna oförändrade och uppgick till 1,8 procent.
- Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har inflationsutfall för juni och juli publicerats. KPI var oförändrad i juli jämfört med samma månad förra året, vilket var tre tiondelar högre än prognostiserat. Avvikelsen förklaras främst av att priserna på livsmedel steg mer än väntat. Dessutom föll varken energi- eller varupriserna lika mycket som

väntat. KPIF-inflationen, det vill säga KPI med fast bostadsränta, uppgick till 0,6 procent i juli. Även det var 0,3 procentenheter högre än väntat.

- Ökningstakten i livsmedelspriserna är fortsatt klart lägre än ett historiskt genomsnitt. När det gäller energipriserna så har elpriset på elbörsen Nord Pool under juli och augusti varit högre än väntat. Å andra sidan har världsmarknadspriset på Brentolja under samma period överraskat på nedsidan. Terminsprissättningen på både el och råolja tyder nu på att dessa avvikelser från Riksbankens bedömning i juli kommer att bestå under återstoden av 2014. Sammantaget innebär detta att energipriserna i KPI faller ungefär lika mycket som i bedömningen i juli.
- Priserna på konsumtionsvaror i producentled som säljs i Sverige steg i juli med ungefär 1,5 procent, jämfört med samma månad förra året. Priserna steg framförallt på importmarknaden, vilket delvis beror på den svagare kronan. Men även på hemmamarknaden steg de. Enligt Konjunkturbarometern från juli dämpades näringslivets förväntningar på försäljningspriserna för de kommande tre månaderna. Förväntningarna pekar på oförändrade priser, vilket är lägre än det historiska genomsnittet. I augusti steg dock prisförväntningarna i de flesta branscherna igen, däribland detaljhandeln.
- KPIF-inflationen bedöms falla tillbaka något i augusti, för att därefter stiga igen i september. I slutet av året bedöms KPIF-inflationen uppgå till knappt 1,1 procent, vilket är marginellt högre än i prognosen i juli. KPI-inflationen kommer att vara lägre än KPIF-inflationen i år då hushållens räntekostnader faller mätt som årlig procentuell förändring. I slutet av året är dock upprevideringen av KPI-prognosen större än uppjusteringen av bedömningen för KPIF-inflationen, eftersom hushållens räntekostnader inte bedöms minska lika mycket som tidigare prognosticerat. Detta beror på att bankerna inte har sänkt utlåningsräntorna i samma utsträckning som marknadsräntorna har fallit efter reporäntesänkningen i juli. Därmed har differensen mellan bankernas utlåningsräntor och marknadsräntorna stigit snabbare än väntat.

## ■ Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

**Tabell 1. Reporänteprognos**

Procent, kvartalsmedelvärden

	2014 kv2	2014 kv3	2014 kv4	2015 kv3	2016 kv3	2017 kv3
Reporänta	0,8	0,3 (0,3)	0,2 (0,2)	0,3 (0,3)	1,4 (1,5)	2,3 (2,4)

Källa: Riksbanken

**Tabell 2. Inflation**

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015	2016
KPI	0,0	0,0 (-0,1)	1,3 (1,3)	2,9 (3,0)
KPIF	0,9	0,6 (0,6)	1,7 (1,6)	2,0 (2,0)
KPIF exkl. energi	1,1	0,9 (0,8)	1,9 (1,8)	2,2 (2,2)
HIKP	0,4	0,4 (0,3)	1,7 (1,6)	2,0 (2,0)

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

	2013	2014	2015	2016
Reporänta	1,0	0,5 (0,5)	0,3 (0,3)	1,2 (1,3)
10-årsränta	2,1	1,8 (2,0)	2,0 (2,2)	3,0 (3,1)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	103,0	106,3 (105,9)	105,2 (104,1)	102,3 (102,1)
Öffentligt finansiellt sparande*	-1,2	-2,1 (-1,9)	-1,3 (-1,1)	-0,6 (-0,2)

\* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 4. Internationella förutsättningar**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2013	2014	2015	2016
Euroområdet	0,13	0,47	-0,4	0,7 (1,0)	1,2 (1,7)	1,9 (2,0)
USA	0,19	0,08	2,2	2,2 (1,8)	3,3 (3,4)	2,8 (2,8)
Japan	0,05	0,03	1,5	0,9 (1,5)	1,1 (1,3)	1,2 (1,2)
Kina	0,16	0,07	7,7	7,3 (6,9)	7,1 (7,0)	7,0 (7,0)
KIX-vägd	0,79	1,00	1,2	1,9 (2,0)	2,3 (2,6)	2,7 (2,8)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,0	3,3 (3,2)	3,9 (4,0)	4,0 (4,0)

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen enligt IMF. Konjunkturinstitutet uppdaterar vikterna för kronindexet KIX i början av varje år, med tre års eftersläpning. Siffrorna i tabellen är baserade på nya KIX-vikter för 2011 som används för 2014 och ett antagande om att vikterna under kommande prognosår kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de tidigare fem åren.

KPI	2013	2014	2015	2016
Euroområdet (HIKP)	1,4	0,5 (0,7)	1,2 (1,4)	1,6 (1,7)
USA	1,5	1,9 (1,9)	2,3 (2,3)	2,4 (2,4)
Japan	0,4	2,8 (2,8)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)
KIX-vägd	1,9	1,5 (1,6)	2,0 (2,1)	2,3 (2,3)

	2013	2014	2015	2016
Styrränta i omvärlden, procent	0,2	0,2 (0,3)	0,3 (0,3)	0,5 (0,5)
Råoljepris, USD/fat Brent	108,8	106,6 (109,9)	104,2 (106,7)	102,1 (102,1)
Svensk exportmarknad	1,6	3,0 (3,1)	5,2 (5,7)	5,9 (6,1)

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

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



**Tabell 5. Försörjningsbalans**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2013	2014	2015	2016
Hushållens konsumtion	2,0	2,8 (2,7)	3,1 (3,2)	2,8 (2,8)
Offentlig konsumtion	2,0	1,0 (1,0)	1,6 (1,6)	1,6 (1,2)
Fasta bruttoinvesteringar	-1,1	3,3 (4,4)	5,7 (6,0)	5,6 (5,6)
Lagerinvesteringar*	0,2	0,1 (0,2)	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)
Export	-0,4	2,5 (3,8)	5,0 (6,2)	6,1 (6,5)
Import	-0,8	4,5 (5,3)	5,9 (6,6)	6,3 (6,6)
BNP	1,6	1,7 (2,2)	3,0 (3,3)	3,1 (3,1)
BNP, kalenderkorrigerad	1,6	1,8 (2,3)	2,8 (3,1)	2,9 (2,8)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	1,3	2,2 (2,4)	3,0 (3,1)	2,9 (2,8)
Nettoexport*	0,2	-0,7 (-0,4)	-0,1 (0,1)	0,2 (0,3)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	6,8	6,2 (6,4)	5,9 (6,2)	5,8 (6,2)

\* 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

	2013	2014	2015	2016
Folkmängd, 16–64 år	0,6	0,7 (0,7)	0,8 (0,8)	0,8 (0,8)
Potentiellt arbetade timmar	0,5	0,6 (0,6)	0,6 (0,6)	0,6 (0,6)
BNP, kalenderkorrigerad	1,6	1,8 (2,3)	2,8 (3,1)	2,9 (2,8)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	0,4	1,4 (1,5)	1,4 (1,3)	1,1 (1,2)
Sysselsatta, 15–74 år	1,0	1,3 (1,2)	1,4 (1,3)	1,1 (1,1)
Arbetskraft, 15–74 år	1,1	1,2 (1,1)	0,8 (0,6)	0,5 (0,4)
Arbetslöshet, 15–74 år*	8,0	7,9 (8,0)	7,3 (7,3)	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

	2013	2014	2015	2016
Timlön, KL	2,5	3,1 (3,0)	3,1 (3,1)	3,5 (3,5)
Timlön, NR	2,4	2,8 (2,6)	3,5 (3,5)	3,9 (3,9)
Arbetsgivaravgifter*	0,1	-0,1 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Arbetskostnad per timme, NR	2,5	2,7 (2,5)	3,5 (3,5)	3,9 (3,9)
Produktivitet	1,2	0,4 (0,8)	1,3 (1,8)	1,7 (1,6)
Arbetskostnad per producerad enhet	1,3	2,3 (1,7)	2,2 (1,8)	2,1 (2,2)

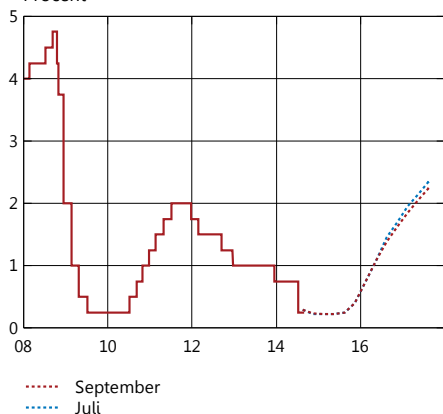
\* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

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, säsongsrensade data. Arbetskostnad per producerad enhet definieras som arbetskostnad dividerad med säsongsrensat förädlingsvärde i fast pris.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

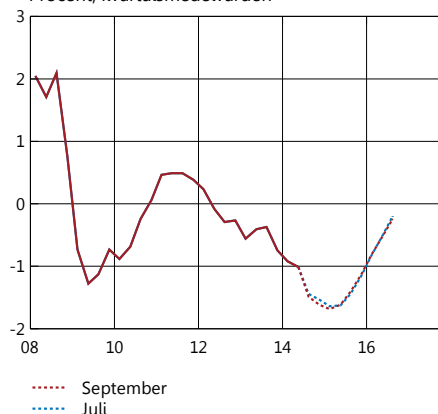
# ■ Diagram

**Diagram 5. Reporänta**  
Procent



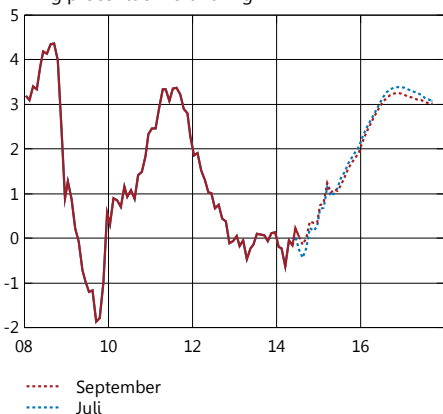
Anm. Utfall är dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden.  
Källa: Riksbanken

**Diagram 6. Real reporänta**  
Procent, kvartalsmedelvärden



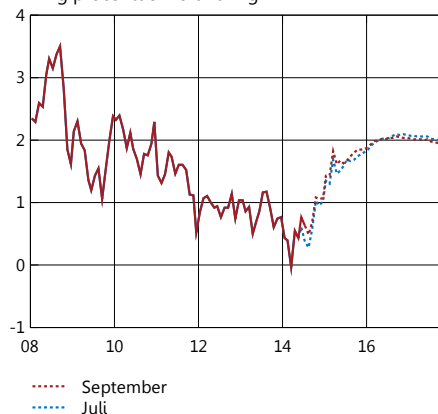
Anm. Den reala reporäntan är beräknad som ett medelvärde av Riksbankens reporänteprognos för det kommande året minus inflationsprognos (KPIF) för motsvarande period.  
Källa: Riksbanken

**Diagram 7. KPI**  
Årlig procentuell förändring



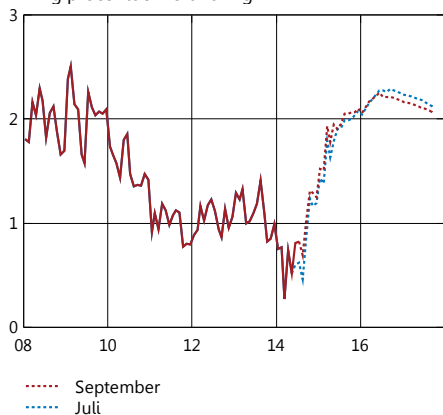
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 8. KPIF**  
Årlig procentuell förändring



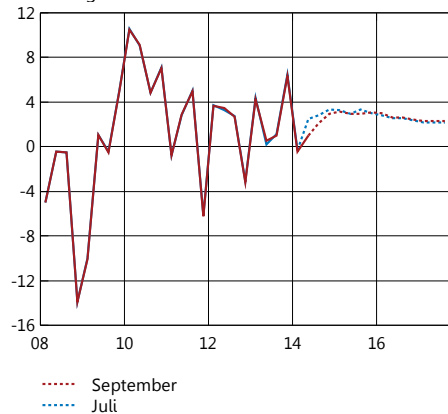
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.  
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 9. KPIF exklusive energi**  
Årlig procentuell förändring



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

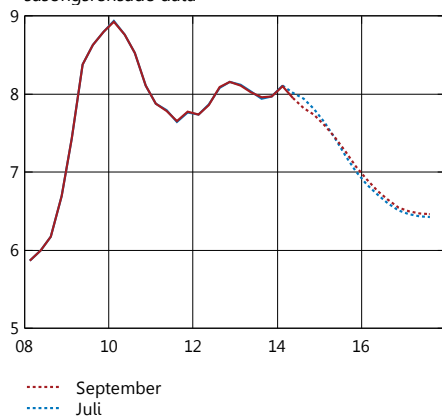
**Diagram 10. BNP**  
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 11. Arbetslöshet**

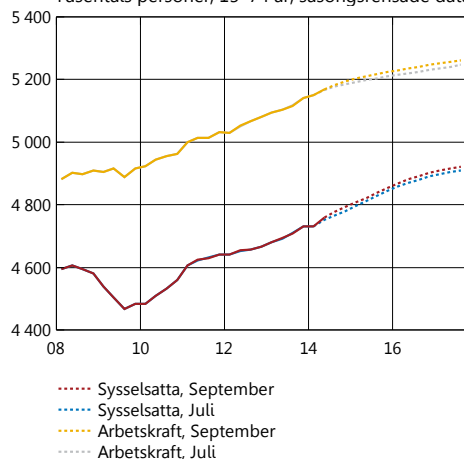
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 12. Arbetskraft och sysselsatta**

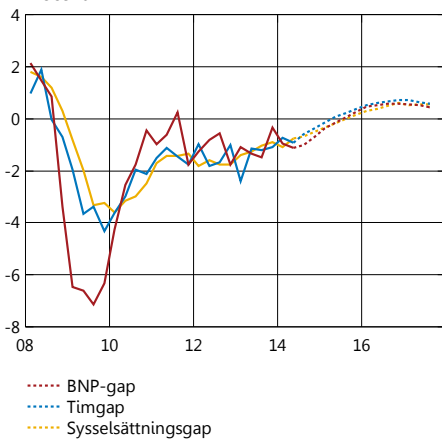
Tusentals personer, 15-74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 13. BNP-gap, timgap och sysselsättningsgap**

Procent

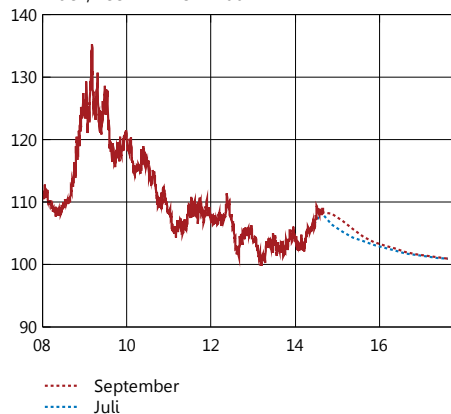


Anm. BNP-gap avser BNP:s avvikelse från sin trend beräknat med en produktionsfunktion. Tim- respektive sysselsättningsgap avser arbetade timmars och antal sysselsattas avvikelse från Riksbankens bedömda trender.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 14. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX**

Index, 1992-11-18 = 100

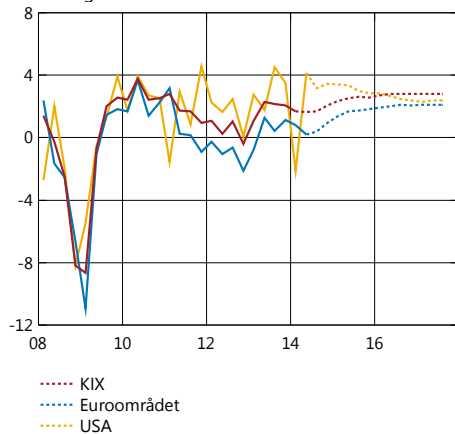


Anm. Utfall är dagskurser och prognoser avser kvartalsmedelvärden. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källa: Riksbanken

**Diagram 15. BNP i olika regioner och länder**

Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data

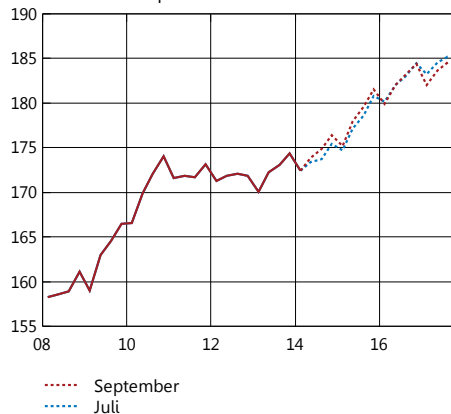


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

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

**Diagram 16. Hushållens skulder**

Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken