

Penningpolitisk rapport

September 2017



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 6 september 2017. 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 att den årliga förändringen av konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) 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.
- För att illustrera att inflationen inte kommer att vara exakt 2 procent varje månad används ett variationsband som sträcker sig mellan 1 och 3 procent, vilket fångar cirka tre fjärdedelar av de historiska månadsutfallen av KPIF-inflationen. Riksbanken strävar hela tiden efter att inflationen ska nå 2 procent oavsett om den i utgångsläget ligger innanför eller utanför variationsbandet.
- 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

Fortsatt konjunkturuppgång i omvärlden och stark svensk ekonomi 5

Den aktuella penningpolitiken 7

Osäkerhet och risker 11

FÖRDJUPNING – KPIF målvariabel för penningpolitiken 14

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden 15

Utvecklingen internationellt 15

Finansiella förhållanden i Sverige 17

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget 20

Inflation 20

Global och svensk konjunktur 21

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna 25

Omvärlden 25

Sverige 27

Tabeller 32

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har konjunkturuppgången i omvärlden fortsatt men den globala inflationen är dämpad, i linje med Riksbankens prognoser. Jämfört med prognosen i juli finns nu förväntningar om en något mer expansiv penningpolitik i omvärlden. Svensk ekonomi fortsätter att utvecklas starkt med oväntat höga utfall för BNP-tillväxt och inflation. Resursutnyttjandet är högre än normalt och förblir högt de närmaste åren.

Bilden av en stark svensk konjunktur och stigande inflation står sig alltså. Men det har tagit tid att få upp inflationen och det har krävts mycket stöd av penningpolitiken. För att inflationen ska stabiliseras nära 2 procent är det viktigt att konjunkturen fortsätter att vara stark och sätta avtryck i prisutvecklingen. Det är också viktigt att kronans växelkurs inte stärks alltför snabbt. Direktionen har därför beslutat att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Köpen av statsobligationer fortsätter under det andra halvåret 2017, enligt beslutet i april. Den första räntehöjningen väntas ske i mitten av 2018, vilket är samma bedömning som i juli. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som ankare för pris- och lönebildningen.

Fortsatt konjunkturuppgång i omvärlden och stark svensk ekonomi

Konjunkturen i omvärlden har fortsatt att stärkas och återhämtningen omfattar allt fler länder och sektorer. Indikatorer tyder på ett positivt stämningsläge hos hushåll och företag, samtidigt som världshandeln växer och arbetsmarknaden förbättras i många länder. Uppgången i världsekonomin blir således allt tydligare. Trots konjunkturuppgången blir dock de globala tillväxttalen relativt måttliga, eftersom de hålls tillbaka av bland annat åldrande befolkningar och svag underliggande produktivitetstillväxt.

Sammantaget väntas den globala tillväxten bli drygt 3,5 procent 2018 och 2019, vilket är i linje med det historiska genomsnittet. BNP-tillväxten i de länder som har störst betydelse för svensk ekonomi (KIX-viktad BNP) bedöms bli cirka 2,5 procent i år för att sedan mattas av något de närmaste åren. Prognosen är i stort sett oförändrad jämfört med bedömningen i juli.

Trots konjunkturuppgången är inflationen dämpad i omvärlden

Stigande energipriser bidrog till att inflationen i omvärlden steg i slutet av 2016 och början av 2017. Under året har de positiva bidragen från energipriserna minskat och inflationen i många länder har fallit tillbaka. Framöver väntas inflationen i högre grad drivas av ett stigande resursutnyttjande. Även om lönerna hittills inte ökat särskilt snabbt trots en gynnsam utveckling på arbetsmarknaden i många länder bedöms en

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Konjunkturuppgången i omvärlden fortsätter men den globala inflationen är fortsatt dämpad.
Omvärldens centralbanker befinner sig i olika faser. Federal Reserve väntas höja sin styrränta ytterligare medan ECB väntas fortsätta med sina tillgångsköp. Generellt går normaliseringen av penningpolitiken i omvärlden långsamt.
Stark konjunktur i Sverige. Resursutnyttjandet är högre än normalt de närmaste åren.
De långsiktiga inflationsförväntningarna är tillbaka nära 2 procent. Inflationen är nära 2 procent under prognosperioden.
Kronan vänta stärkas i långsam takt framöver.
Penningpolitiken behöver vara fortsatt expansiv för att inflationen ska stabiliseras nära 2 procent. Reporäntan behålls på -0,50 procent och köpen av statsobligationer fortsätter under andra halvåret 2017 enligt beslutet i april.

Tabell 1:2.

Viktiga prognosrevideringar
Prognosen för BNP-tillväxten i Sverige är uppreviderad till följd av oväntat starkt utfall. Produktiviteten är högre och arbetskostnaderna per producerad enhet lägre 2017.
Den svenska inflationen har varit högre än väntat de senaste månaderna och prognosen är uppreviderad.
Kronans växelkurs har utvecklats starkare än väntat och prognosen för kronan är starkare de närmaste åren jämfört med tidigare bedömning.
Omvärldens penningpolitik väntas vara något mer expansiv under prognosperioden.

fortsatt stark arbetsmarknad efter hand leda till högre löneökningstakt och stigande underliggande inflation. Sammantaget väntas inflationen i omvärlden (KIX-viktad) stiga från 1,1 procent 2016 till 1,9 procent 2017 och 2018 och till 2,2 procent 2019, vilket är en oförändrad bedömning jämfört med den i juli.

Långsam normalisering av penningpolitiken i omvärlden

Den penningpolitik som bedrivs av de stora centralbankerna i omvärlden befinner sig i olika faser till följd av skillnader i konjunkturläge och inflationsutveckling. Europeiska centralbanken (ECB) höll penningpolitiken oförändrad vid sitt möte i juli och har kommunicerat att nettoköpen av tillgångar kommer att fortsätta tills man ser en varaktig förbättring av inflationsutsikterna. Marknadens förväntningar på ECB:s framtida styrränta har sjunkit något, samtidigt som det finns förväntningar om en förlängning av obligationsköpen under 2018, om än i en lägre takt.

I USA, som ligger längre fram i konjunkturförloppet än euroområdet, har Federal Reserve börjat höja sin styrränta. Vid det penningpolitiska mötet i juli hölls dock räntan oförändrad. Federal Reserve har också kommunicerat en avsikt att påbörja en nedtrappning av sin balansräkning relativt snart, under förutsättning att ekonomin utvecklas som beräknat. Även i USA har marknadspriser som speglar den framtida förväntade styrräntan sjunkit, då osäkerheten har ökat kring tidigare utlovade finanspolitiska stimulanser och inflationen har blivit något lägre än förväntat. Generellt går normaliseringen av penningpolitiken i omvärlden långsamt.

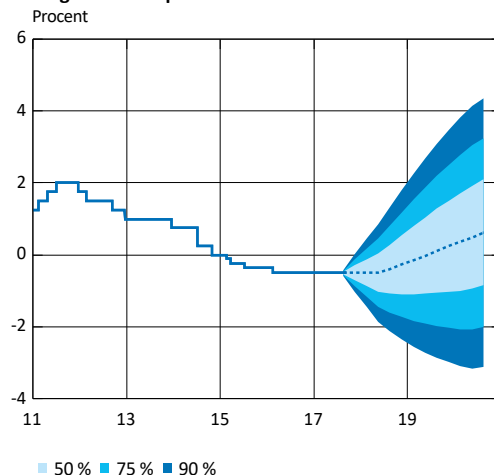
Fortsatt stark svensk konjunktur

Enligt det så kallade snabbbestimatet av nationalräkenskaperna ökade BNP med hela 7,1 procent andra kvartalet, jämfört med föregående kvartal och uppräknat till årstakt. Även om utfallet bygger på ett mer begränsat dataunderlag än vanligt, och därför måste tolkas med försiktighet, indikerar det en starkare utveckling i svensk ekonomi än väntat. Förtroendeindikatorer tyder på att den positiva trenden håller i sig under andra halvåret. En fortsatt god utveckling av den inhemska efterfrågan och på svenska exportmarknader väntas medföra att det starka konjunkturläget består även kommande år.

Den oväntat snabba BNP-ökningen för andra kvartalet medför att prognosen för tillväxten 2017 nu är betydligt högre än i bedömningen i juli. Sammantaget väntas svensk BNP växa med drygt 3 procent i år för att därefter öka med i genomsnitt 2,5 procent 2018–2019 (se diagram 1:2).

Sedan början av 2013 har läget på arbetsmarknaden förbättrats kontinuerligt, med stigande sysselsättningsgrad och sjunkande arbetslöshet. Det starka konjunkturläget gör att efterfrågan på arbetskraft är fortsatt stor och det har blivit allt svårare för företagen att rekrytera kvalificerad personal. Detta väntas påverka den lokala lönebildningen och medföra stigande löneökningar utöver de centrala avtalen.

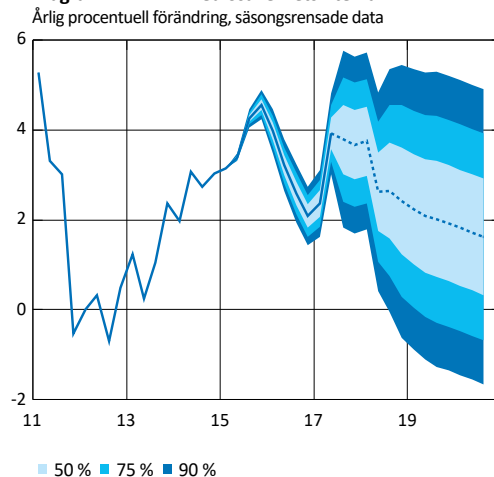
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall



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

Inflationen kvar nära målet under de närmaste åren

Både i juni och juli var inflationen högre än förväntat. I juli uppgick den till 2,4 procent enligt KPIF (se diagram 1:3). Ren-sat för energipriser uppgick KPIF-inflationen till 2,1 procent. Det var framförallt tjänstepriserna som ökade oväntat mycket. En del förklaras av tillfälliga faktorer och ändrade mätmetoder, som gav upphov till en ovanligt stark öknings-takt för priserna på utrikes resor. Men även bortsett från detta indikerar de nya utfallen att inflationen utvecklats starkare än prognosen i juli.

Hur inflationen utvecklas framöver beror bland annat på växelkursen. Under senare tid har kronan stärkts oväntat mycket (se diagram 1:4). En förklaring till detta är att dollarn har försvagats mot de flesta valutor. Men kronan har också stärkts efter att såväl BNP-tillväxten som inflationen ökat överraskande snabbt under sommaren. Riksbankens bedömning är att kronkursen stärks något ytterligare under prognosperioden och kommer ha en dämpande inverkan på inflationen de kommande åren. Därför krävs en fortsatt stark konjunktur som sätter avtryck i prisutvecklingen för att inflationen ska ligga kvar i närheten av målet.

Resursutnyttjandet i svensk ekonomi har stigit och väntas vara högre än normalt under hela prognosperioden. Detta brukar leda till att kostnaderna ökar snabbare i företagen. Löneökningstakten bedöms stiga under prognosperioden men väntas bli måttlig.

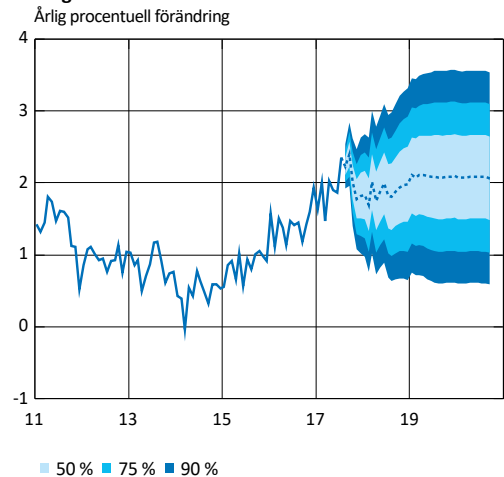
Produktivitetstillväxten har samtidigt varit starkare än väntat på senare tid vilket bidrar till att hålla tillbaka kostnads-trycket i ekonomin i närtid. Arbetskraftskostnaderna per producerad enhet ökar långsammare under 2017 än vad som bedömdes i juli, men väntas därefter öka i linje med sitt historiska genomsnitt kring 2 procent.

Riksbanken bedömer att det starka konjunkturläget gör det lättare för företagen att höja priserna. Ett högre inhemskt resursutnyttjande, som påverkar inflationen med viss fördröjning, tillsammans med ett starkare internationellt pristryck gör att det finns goda förutsättningar för en högre inflation framöver än de senaste åren. Understödd av den expansiva penningpolitiken bedöms KPIF-inflationen vara nära inflationsmålet under hela prognosperioden (se diagram 1:3).

Den aktuella penningpolitiken

Svensk penningpolitik har under en längre tid verkat i en miljö präglad av osäker konjunkturutveckling, låga globala räntor och svagt inflationstryck. Syftet med den expansiva penningpolitiken är att inflationen i Sverige ska stabiliseras runt målet på 2 procent och att inflationsförväntningarna ska vara förenliga med inflationsmålet. Ett högt förtroende för inflationsmålet skapar förutsättningar för en väl fungerande pris- och lönebildning och bidrar på detta sätt till en god ekonomisk utveckling. Mot den bakgrunden har Riksbanken gradvis sänkt reporäntan till -0,50 procent och genomfört omfattande köp

Diagram 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:4. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX



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

Källor: Nationella källor och Riksbanken

av statsobligationer. Penningpolitiken har haft ett tydligt genomslag på korta och långa räntor samt kronans växelkurs. Sedan början av 2014 har inflationen stigit och liksom inflationsförväntningarna är den åter nära 2 procent (se diagram 1:3 och 1:5). Konjunktoren i Sverige är stark och arbetslösheten har fallit tillbaka. Den expansiva penningpolitiken har bidragit till denna utveckling.

Fortsatt expansiv penningpolitik för en KPIF-inflation nära målet

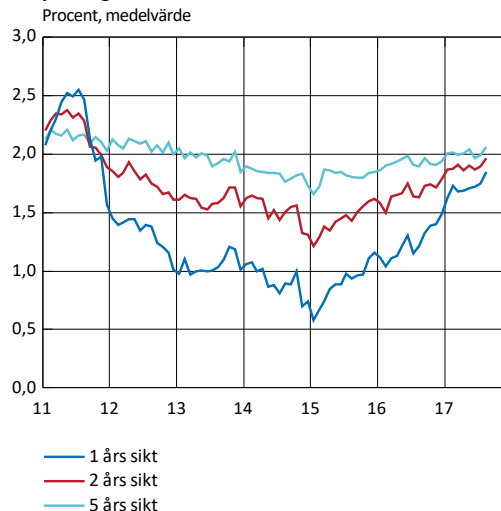
Återhämtningen i den globala konjunktoren har fortsatt under loppet av 2017, i linje med Riksbankens tidigare prognoser. Världshandeln har stigit tydligt och tillväxten har breddats och omfattar allt fler länder och sektorer. Men även om konjunktursignalerna i omvärlden är fortsatt goda är den globala inflationen dämpad och jämfört med i juli finns förväntningar om en något mer expansiv penningpolitik i för Sverige viktiga länder de kommande åren.

Också i Sverige har konjunktoren fortsatt att stärkas. Enligt preliminärt utfall växte BNP mycket snabbt andra kvartalet. Även om statistiken är osäker och utfallet till viss del bedöms vara tillfälligt högt indikerar det en starkare utveckling i svensk ekonomi än väntat och Riksbanken har reviderat upp tillväxtprognosen. Svensk arbetsmarknad utvecklas också starkt, sysselsättningsgraden och arbetskraftsdeltagandet ligger på historiskt höga nivåer. Arbetslösheten väntas bli något lägre de kommande åren och resursutnyttjandet i ekonomin bedöms vara högre än normalt.

Efter en lång tid med en inflation under 2 procent har KPIF-inflationen med stöd av penningpolitiken stigit och uppgår nu till 2,4 procent enligt utfallet för juli. Såväl KPIF-inflationen som olika mått på den underliggande inflationen har ökat trendmässigt sedan 2014 och ligger nu nära målet. De senaste månaderna har inflationen stigit snabbare än väntat. Bakom överraskningen ligger främst en oväntat snabb uppgång i tjänstepriserna och i huvudsak beror detta på tillfälligt stora prisökningar för utrikes resor. Uppgången i tjänstepriserna, som hör till de priser som i stor utsträckning beror på utvecklingen av inhemsk konjunktur och inhemska kostnader, beror dock inte bara på tillfälliga faktorer. Även om inflationen väntas sjunka tillbaka något den närmaste tiden har prognosen för inflationsutvecklingen reviderats upp (se diagram 1:6 och 1:7). Understödd av den expansiva penningpolitiken väntas KPIF-inflationen vara nära 2 procent under hela prognosperioden.

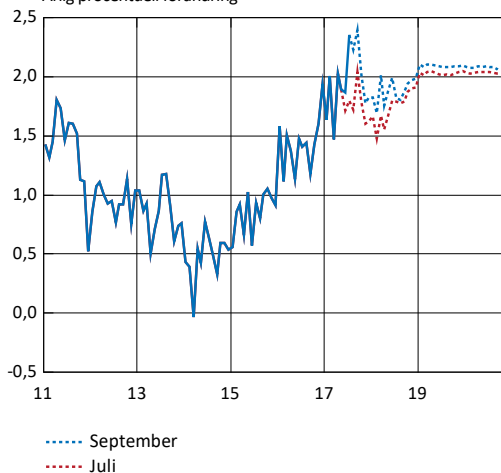
Det har tagit tid att få upp inflationen och inflationsförväntningarna och det har krävts mycket stöd av penningpolitiken. Mot bakgrund av att inflationen har underskrivit målet under lång tid har Riksbanken också kommunicerat att en inflation tillfälligt högre än inflationsmålet inte behöver innebära att penningpolitiken måste göras mindre expansiv i närtid. Det är viktigt att den svenska konjunktoren fortsätter att vara stark och sätta avtryck i prisutvecklingen.

Diagram 1:5. Inflationsförväntningar bland penningmarknadens aktörer



Källa: TNS Sifo Prospera

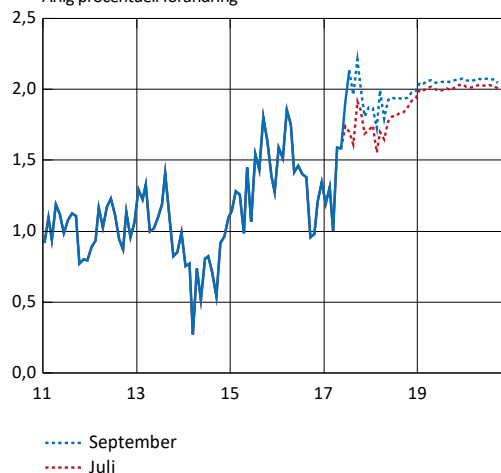
Diagram 1:6. KPIF
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast ränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:7. KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast ränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Direktionen har därför beslutat att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Reporäntan väntas ligga kvar på den nivån till mitten av 2018 varefter långsamma höjningar inleds. Detta är samma bedömning som i juli (se diagram 1:8). Reporäntan kommer därmed att vara avsevärt lägre än den långsiktigt normala räntenivån de kommande åren.² Om det skulle behövas för att inflationen ska stabiliseras nära inflationsmålet kan Riksbanken införa ytterligare penningpolitiska lättnader. Utvecklingen av kronans växelkurs fortsätter att vara viktig i det här sammanhanget.

Köpen av statsobligationer fortgår under andra halvåret 2017, så som beslutades i april, och vid slutet av året kommer de totala köpen av statsobligationer att uppgå till 290 miljarder kronor, exklusive återinvesteringar (se diagram 1:9). Förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen återinvesteras tills vidare. Under 2017 kommer dessa förfall och kupongbetalningar att uppgå till ungefär 30 miljarder kronor, huvudsakligen i nominella statsobligationer, och återinvesteringarna är fördelade över hela året.

Penningpolitiken är, precis som på flera andra håll i världen, mycket expansiv och kommer att förbli så de kommande åren. Den reala reporäntan väntas vara negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:10).

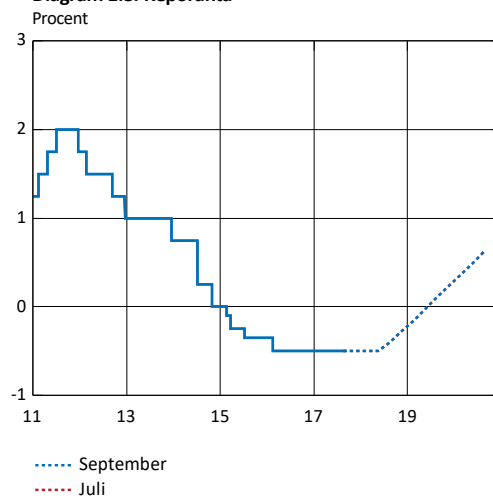
Penningpolitiska överväganden

Det starka konjunkturläget med överraskande hög tillväxt och inflation skulle kunna tala för en något mindre expansiv penningpolitik. Detta eftersom en hög BNP-tillväxt och ett högt resursutnyttjande normalt leder till att inflationen stiger, med viss tidsfördröjning. En hög tillväxt skulle också kunna skapa obalanser och därmed problem längre fram. Det finns dock nu inte några tydliga tecken på att svensk ekonomi växer alltför snabbt. Till exempel är löneökningarna måttliga och sparandet i ekonomin är högt.

Även om tillväxten var oväntat snabb andra kvartalet har produktionsökningen skett till stor del genom hög produktivitetstillväxt. En hög produktivitet håller tillbaka kostnadsökningarna för företagen och därmed också inflationen. Löneökningstakten är också dämpad och kronan har stärkts snabbare än i prognosen i juli. Kostnadstrycket har därmed utvecklats svagt och även om det på senare tid har skett en bredare uppgång i tjänstepriserna behöver konjunkturen även fortsatt sätta avtryck i prisutvecklingen.

Kronans utveckling är av stor betydelse för inflationsutsikterna. Kronan väntas förstärkas något de kommande åren och det är angeläget att denna förstärkning inte blir för kraftig eller sker för snabbt. Detta skulle inte bara kunna medföra negativa effekter på inflationen utan även bromsa tillväxten i svensk ekonomi. En alltför snabb kronförstärkning skulle exempelvis kunna ske om Riksbankens penningpolitik avviker

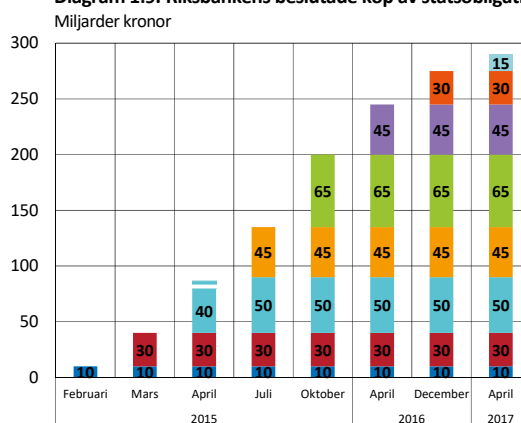
Diagram 1:8. Reporänta



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:9. Riksbankens beslutade köp av statsobligationer



Anm. Köpen av statsobligationer, exklusive återinvesteringar, kommer att pågå till slutet av 2017.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:10. Real reporänta



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

² För en diskussion om reporäntan på lång sikt se fördjupning i Penningpolitisk rapport februari 2017.

för mycket från omvärldens. Penningpolitiken i omvärlden blir därmed en viktig förutsättning även för svensk penningpolitik.

För att inflationen ska stabiliseras runt inflationsmålet är det också viktigt att inflationsförväntningarna är väl förankrade. Att inflationen under en lång tid har varit lägre än inflationsmålet innebär att det finns en risk för att inflationsförväntningarna är känsligare än vanligt för negativa överraskningar.

Mot denna bakgrund skulle en mindre expansiv, faktisk eller förväntad, penningpolitik i dagsläget kunna leda till att inflationen faller tillbaka och återigen blir för låg. Förtroendet för inflationsmålet kan då försvagas. Direktionen anser därför att penningpolitiken fortsatt behöver vara mycket expansiv.

Sidoeffekter av penningpolitiken

Den penningpolitik som Riksbanken har bedrivit de senaste åren, med en styrränta under noll och omfattande tillgångsköp, har varit exceptionell i ett historiskt perspektiv. Politiken är till stor del en följd av en global trendmässig nedgång i nominella och reala räntor (se diagram 1:11).

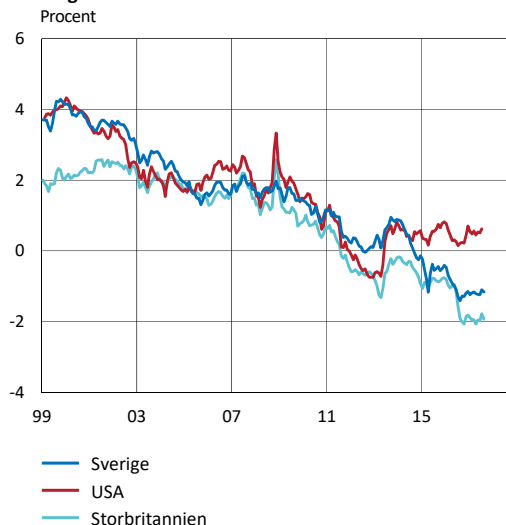
En möjlig sidoeffekt av låga räntor är att det kan leda till ett alltför stort risktagande i ekonomin. I Sverige är det framförallt utvecklingen på bostadsmarknaden som oroar då bostadspriserna har stigit kraftigt under lång tid, och i takt med detta också hushållens skuldsättning. Det är därför angeläget att ytterligare åtgärder vidtas för att begränsa riskerna med hushållens höga skuldsättning.

Negativa räntor och köp av statsobligationer kan också försämra finansiella marknadens funktionssätt. De finansiella marknaderna har så här långt kunnat hantera negativ ränta relativt friktionsfritt. Vad gäller statsobligationsmarknaden är Riksbankens sammantagna bedömning att obligationsköpen inte nämnvärt påverkat marknadens funktionssätt negativt. Riksbanken följer noga utvecklingen, bland annat genom nära kontakter med berörda aktörer.

Det finns även en risk för att negativa räntor leder till en ökad efterfrågan på kontanter. Men det är bara en mindre del av inlåningen som sker till negativa räntor och trots negativ ränta har efterfrågan på kontanter i Sverige fortsatt att minska. Negativa räntor skulle också i viss mån kunna minska bankernas lönsamhet, vilket i förlängningen skulle kunna motverka den avsedda effekten med penningpolitiken om utlåningsräntor blir högre och utbudet av krediter lägre. Svenska bankers affärsmodeller har dock medfört att negativa räntor inte hindrat en hög och stabil lönsamhet de senaste åren.

Riksbanken analyserar kontinuerligt effekterna av penningpolitiken och bedömer att de negativa sidoeffekterna av den expansiva penningpolitiken hittills har varit hanterliga.

Diagram 1:11. Realräntor



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

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

Risker med för låg inflation

Den expansiva penningpolitiken har ett tydligt fokus: att inflationen ska stabiliseras runt inflationsmålet på 2 procent. Inflationsmålet har varit en viktig förutsättning för den på många sätt gynnsamma utvecklingen i den svenska ekonomin sedan början på 1990-talet. Med en gemensam bild av hur priserna kommer att utvecklas i framtiden blir det lättare för ekonomins aktörer att planera långsiktigt och koordineringen av förväntningarna lägger grunden för en välfungerande pris- och lönebildning.

Om inflationen under lång tid ligger under inflationsmålet ökar risken för att aktörerna i ekonomin anpassar sina förväntningar och börjar ställa in sig på att inflationen inte ens på längre sikt kommer att nå tillbaka till målet. Det skulle bland annat försämra lönebildningen. Med en inflation och inflationsförväntningar som varaktigt ligger under målet kommer också den nominella räntan i genomsnitt att bli lägre. Med en lägre genomsnittlig nominell ränta ökar risken för att reporäntan slår i sin nedre gräns, på motsvarande sätt som om inflationsmålet skulle sänkas. Detta innebär ett minskat utrymme för Riksbanken att sänka reporäntan i framtiden, om inflationen blir låg eller om konjunkturen sviktar. En alltför låg inflation kan dessutom försvåra anpassningen av reallöner mellan individer i ett företag och mellan olika branscher, eftersom de nominella lönerna vanligtvis stiger och sällan sänks. Det kan medföra en sämre fungerande arbetsmarknad och en högre arbetslöshet.

Osäkerhet och risker

Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra, vilket osäkerhetsintervallen i diagram 1:1–1:3 illustrerar. I Riksbankens prognoser är riskerna för en bättre respektive sämre utveckling i princip balanserade. Det är dock svårt att bedöma hur sannolika olika framtida händelser är och vilka konsekvenserna skulle bli om de inträffar.

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 inflationsprognosen

Även om svensk ekonomi idag står väl rustad kan det komma negativa överraskningar framöver som gör att penningpolitiken behöver anpassas ytterligare i expansiv riktning. Riksbanken har därför en fortsatt beredskap att göra penningpolitiken mer expansiv om inflationen återigen skulle bli alltför låg och förtroendet för inflationsmålet försvagas. Alla de verktyg som Riksbanken har redogjort för tidigare, senast i den penningpolitiska rapporten i september 2016, kan användas vid behov.

Osäkerhet i omvärlden har under en tid bidragit till att göra den ekonomiska utvecklingen svåröversäglig. Det finns flera exempel på ekonomiska och politiska osäkerhetsfaktorer i omvärlden som i förlängningen kan dämpa inflationen både internationellt och i Sverige. En osäkerhetsfaktor rör den ekonomiska politiken i USA. Ett flertal frågetecken kvarstår kring bland annat utformningen av finanspolitiken. Den geopolitiska spänningen mellan USA och Nordkorea har ökat och bidragit till sjunkande börskurser under sommaren. Ytterligare en osäkerhetsfaktor rör Italien som har haft stora problem i banksektorn, hög offentlig skuld och en svag ekonomisk utveckling under en längre tid.

Kronans växelkurs har under senare år, med låg efterfrågedriven inflation, spelat särskilt stor roll för inflationen. Förändringarna i kronkursen under det senaste året illustrerar att prognoser för växelkursen är mycket osäkra. En stor och snabb förstärkning av växelkursen skulle dämpa importpriserna och efterfrågan, vilket skulle göra det svårare att stabilisera inflationen kring målet. Problemen skulle kunna bli särskilt allvarliga om förtroendet för inflationsmålet på nytt försvagas. Denna risk är betydande mot bakgrund av att inflationen varit låg under en lång tid. En stor och snabb förstärkning av kronkursen skulle också kunna föra med sig betydande negativa konsekvenser för den realekonomiska utvecklingen. Betydelsen av en oväntat snabb och stor kronförstärkning hänger emellertid samman med orsakerna till förstärkningen. Om kronan stärks som ett resultat av en oväntat

stark ekonomisk utveckling i Sverige, som delvis varit fallet den senaste tiden, kan de sammantagna effekterna på inflationen bli mindre. En växelkursförstärkning som inte går hand i hand med en starkare konjunktur och ett högre inflationstryck är däremot mer bekymmersam.

Resursutnyttjandet bedöms vara högre än normalt under prognosperioden. Enligt historiska samband kan därmed lönerna väntas öka snabbare och inflationen bli högre framöver. Det normerande löneavtal som slöts tidigare i år indikerar dock att löneökningarna kommande år blir relativt måttliga. Detta kan tyda på att andra faktorer än det inhemska konjunkturläget blivit viktigare för att förklara löneutvecklingen. En sådan faktor är konjunkturutvecklingen i euroområdet, som är vår största exportmarknad och där återhämtningen varit svag de senaste åren. Detta kan ha bidragit till lägre löner även i Sverige eftersom den internationellt konkurrensutsatta tillverkningsindustrin är normerande för lönesättningen.

Löneökningstakten väntas bli förhållandevis måttlig de kommande åren, och lägre än vad de historiska sambanden med resursutnyttjandet indikerar. Prognosen är dock osäker. En högre löneökningstakt än i prognosen, i linje med de historiska sambanden med resursutnyttjandet, skulle kunna leda till högre inflation. Skulle löneutvecklingen å andra sidan bli svagare än i prognosen är det troligt att även företagens kostnader blir lägre och att inflationen därmed dämpas. Men sambanden mellan resursutnyttjandet och löner och priser beror, precis som för växelkursen, på vilka faktorer som påverkar utvecklingen.

Den ekonomiska utvecklingen kan förstås också bli starkare än i prognosen. Den senaste tiden har realekonomin stärkts både i omvärlden och i Sverige. Om denna utveckling skulle fortsätta kan resursutnyttjandet och därmed inflationen drivas upp ganska snabbt. Om tillväxten skulle bli alltför snabb ökar därtill risken att vissa sektorer i ekonomin expanderar på ett sätt som inte är långsiktigt hållbart, vilket kan förvärra en framtida konjunkturedgång.

Effekterna på inflationen av en snabbare tillväxt än väntat är dock inte entydiga. Stark BNP-tillväxt driven av ökad produktivitet leder oftast till ett dämpat kostnadstryck via lägre arbetskostnader per producerad enhet. I Riksbankens prognos väntas kostnadstrycket stiga. Men en oväntat hög tillväxt driven av produktiviteten skulle alltså kunna motverka detta.

En viktig faktor i bedömningen av riskerna för inflationen är att inflationen har underskridit målet under lång tid. Om inflationen skulle utvecklas svagare än väntat och förtroendet för inflationsmålet skulle minska, kan penningpolitiken behöva göras mer expansiv. Skulle däremot inflationen tillfälligt bli något högre än inflationsmålet behöver det inte innebära att penningpolitiken måste göras mindre expansiv i närtid.

Hög skuldsättning skapar sårbarheter – angeläget med åtgärder

Bostadspriserna har stigit kraftigt under flera år, och hushållens skuldsättning har stigit i takt med bostadspriserna (se diagram 1:12 och 1:13). Detta gör hushållen sårbara för störningar. Hushållens höga skuldsättning och de högt uppdrivna bostadspriserna gör även banksystemet sårbart. En stor andel av de svenska storbankernas utlåning sker med bostäder och andra typer av fastigheter som säkerheter. För närvarande uppgår dessa lån till ungefär 70 procent av den totala utlåningen. Den höga och ökande skuldsättningen kan därför äventyra den finansiella och den makroekonomiska stabiliteten. För att få en långsiktigt hållbar utveckling för svensk ekonomi, med stabil konjunktur och inflation, behövs en kombination av åtgärder inom olika politikområden. Detta är särskilt viktigt eftersom räntorna förväntas vara fortsatt låga under en lång tid. Om inga ytterligare åtgärder vidtas bedöms de samhällsekonomiska obalanserna öka. Det kan i förlängningen bli mycket kostsamt för Sveriges ekonomi.

Det är inte troligt att små höjningar av reporäntan skulle ha några nämnvärda effekter på hushållens skuldsättning. En kraftigt höjd reporänta skulle förvisso kunna bromsa skulduppbyggnaden men samtidigt leda till högre arbetslöshet, en betydligt starkare växelkurs och lägre inflation. Andra åtgärder som är mer specifikt inriktade på att minska riskerna förknippade med hushållens skulder har mindre negativa effekter på ekonomin i övrigt.

Det är därför angeläget att regeringen vidtar riktade åtgärder inom bostadspolitiken och skattepolitiken för att minska riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Politikerna behöver ta ett helhetsgrepp och se över såväl beskattningen av kapitalvinster vid bostadsförsäljningar som fastighetsskatten och ränteavdragen. Riksbanken har efterfrågat ytterligare makrotillsynsåtgärder och välkomnar därför Finansinspektionens förslag om skärpt amorteringskrav som föreslås träda ikraft i januari 2018. Riksbanken vill understryka vikten av att hushållens motståndskraft ökar och riskerna med hushållens skuldsättning minskar, och poängtera att ytterligare makrotillsynsåtgärder kan behövas om så inte sker.

Riksbanken har också framfört att det är viktigt att Finansinspektionens uppdrag och mål för makrotillsynen, samt processen för att tilldela Finansinspektionen verktyg, bör förtydligas och preciseras i lag. Regeringen presenterade tidigare i år förslag om ytterligare verktyg för makrotillsyn vilket nu resulterat i en lagrådsremiss. Det är ett steg i rätt riktning.

Diagram 1:12. Bostadspriser

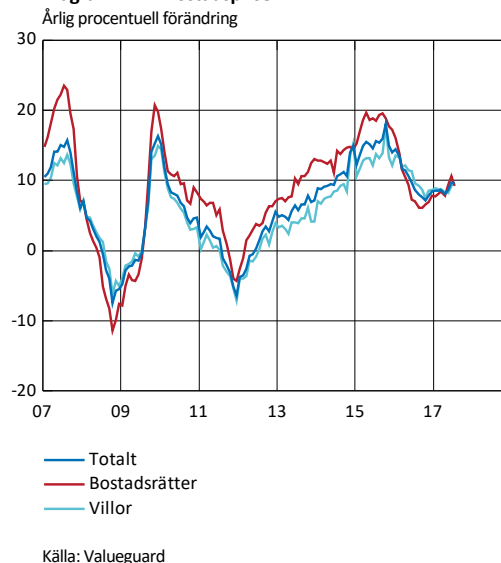
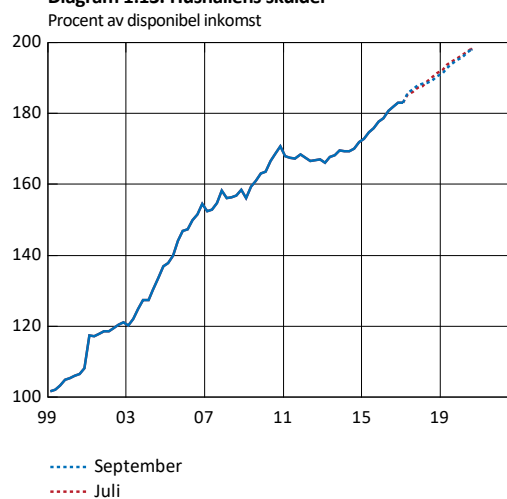


Diagram 1:13. Hushållens skulder



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

Källor: SCB och Riksbanken

FÖRDJUPNING – KPIF målvariabel för penningpolitiken

Riksbanken har beslutat att målet för penningpolitiken är att den årliga förändringen i konsumentprisindex med fast ränta, KPIF, ska vara 2 procent. KPIF har under senare år i praktiken varit viktigare för penningpolitikens utformning än KPI. Nu tydliggörs detta genom att inflationsmålet även formellt definieras som att den årliga förändringen i KPIF ska vara 2 procent. För att illustrera att penningpolitikens möjligheter att detaljstyra inflationen är små och att inflationen på kort sikt varierar runt inflationsmålet kommer Riksbanken också börja använda ett variationsband. Variationsbandet sträcker sig mellan 1 och 3 procent och fångar ungefär tre fjärdedelar av utfallen för KPIF-inflationen sedan mitten av 1995. Riksbanken strävar alltjämt efter 2 procents inflation oavsett om den i utgångsläget ligger innanför eller utanför variationsbandet. Variationsbandet är således inget målintervall.

KPIF målvariabel för penningpolitiken

Sedan inflationsmålet infördes 1993 har det definierats i termer av konsumentprisindex, KPI. Att detta mått valdes när målet infördes berodde till stor del på att det var ett välkänt och väletablerat mått. Men KPI har egenskaper som gör det problematiskt att använda som vägledning för penningpolitiken. Den främsta anledningen är att förändringar i Riksbankens styrränta får direkta kortsiktiga effekter på inflationen som inte har med det underliggande inflationstrycket att göra. När Riksbanken till exempel sänker reporäntan, med syfte att få upp inflationstakten, faller bostadsräntorna. Dessa ingår i posten för boendekostnader för egna hem i KPI och räntesänkningen får därmed en nedåtpressande effekt. Denna direkta effekt går således i "fel riktning", det vill säga styrräntesänkningen sänker KPI-inflationen på kort sikt.

Till följd av KPI:s egenskaper har Riksbanken sedan länge låtit utvecklingen även i andra prisindex påverka räntebesluten. Under senare år har i praktiken KPIF (KPI med fast ränta) varit vägledande för de penningpolitiska besluten. Tanken har varit att inflationen enligt KPI och KPIF kommer att sammanfalla på lång sikt när räntehöjningar och räntesänkningar tar ut varandra. Men under senare år har avvikelserna mellan KPI och KPIF varit stora, både uppåt och nedåt, vilket lett till problem i kommunikationen.

Stora och långvariga skillnader mellan KPI- och KPIF-inflationen kan orsaka en del problem. Det kanske allvarligaste är om aktörerna börjar ifrågasätta om Riksbanken verkligen stabiliserar KPI-inflationen genom att stabilisera KPIF-inflationen runt 2 procent, och att förtroendet för inflationsmålet på så sätt försvagas. Ett annat problem är att utvärderingar av penningpolitiken försvåras om det är

stora skillnader mellan utvecklingen av den variabel som Riksbanken i praktiken styr efter och den formella målvariabeln. Förändringen av målformuleringen görs för att ytterligare tydliggöra hur Riksbanken tolkar sitt uppdrag att upprätthålla ett fast penningvärde.

Variationsband börjar användas

Oavsett målvariabel är det inte möjligt för Riksbanken att detaljstyra inflationen och uppnå målet om 2 procents inflationstakt varje enskild månad. För att illustrera och påminna om att inflationen på kort sikt fluktuerar av många olika skäl har Riksbanken därför beslutat att börja använda ett variationsband. Variationsbandet sträcker sig mellan 1 och 3 procent och fångar ungefär tre fjärdedelar av KPIF-utfallen sedan 1995.³ Variationsbandet är ett enkelt sätt att illustrera att inflationen normalt fluktuerar. Variationsbandet är med andra ord inte ett så kallat målintervall.⁴ Riksbanken strävar alltjämt efter 2 procents inflation oavsett om den i utgångsläget ligger innanför eller utanför variationsbandet.

Ingen förändring av den förda penningpolitiken

De förändringar som nu införs har beslutats efter att Riksbanken har inhämtat synpunkter från en bred krets av remissinstanser.⁵ KPIF som målvariabel och användandet av ett variationsband innebär inte någon förändring av den förda penningpolitiken. Det är viktigt att slå vakt om inflationsmålets uppgift som nominellt ankare för pris- och lönebildningen. Syftet med penningpolitiken ska fortsatt vara att stabilisera inflationen på 2 procent. Förändringarna har trätt i kraft i samband med det penningpolitiska mötet den 6 september 2017.

³ Inflationsmålet annonserades 1993 men började gälla först från och med 1995. SCB började publicera KPIF i juli 2008 på uppdrag av Riksbanken.

⁴ För en diskussion av begreppen mål- respektive toleransintervall, se "Riksbankens inflationsmål – målvariabel och intervall", Riksbanksstudier, september 2016.

⁵ För en lista med de 50 organisationer och myndigheter som förslaget remitterats till, se Remiss av promemorian "Byte av målvariabel och introduktion av variationsband".

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har marknadens förväntningar på nivån för den framtida amerikanska styrräntan sjunkit och dollarn har försvagats mot de flesta valutor. Svensk makrostatistik har samtidigt varit bättre än väntat och i konkurrensvägda termer är kronan starkare än prognosen i juli. Medan statsobligationsräntor har sjunkit i USA och i euroområdet är de ungefär oförändrade i Sverige. I Europa har aktieindex generellt sjunkit, medan det är oförändrat i USA. I Sverige möter hushåll och företag fortsatt låga räntor samtidigt som kredittillväxten förblir hög. Sammantaget bedöms de finansiella förhållandena i Sverige vara fortsatt gynnsamma på kort sikt.

Utvecklingen internationellt

Lägre förväntningar på Fed att räntan höjs ytterligare i år

Federal Reserve höll styrräntan oförändrad vid det penningpolitiska mötet i juli, vilket var i linje med marknadsaktörernas förväntningar. Centralbanken har kommunicerat att den beräknar påbörja en minskning av sin balansräkning relativt snart, givet att ekonomin utvecklas som förväntat. Federal Reserve har tidigare kommunicerat att nedtrappningen kommer att ske gradvis och annonseras i god tid innan den inleds. Analyser från olika marknadsaktörer indikerar generellt en förväntan om att startpunkten för nedtrappningen kommer annonseras vid det penningpolitiska mötet i september.

Marknadens förväntningar på nivån för den framtida amerikanska styrräntan steg efter presidentvalet i höstas efter signaler om ökade finanspolitiska stimulanser som bland annat fick inflationsförväntningarna i USA att stiga. Uteblivna reformer och makroekonomisk statistik som har kommit in något svagare än marknadsaktörerna hade förväntat sig har under våren fått aktörerna att justera sin syn på den ekonomiska utvecklingen i USA. De långsiktiga inflationsförväntningarna har sjunkit tillbaka under våren (se diagram 2:1). Samtidigt har inflationsutfallen i USA också varit lite lägre än förväntat. I linje med detta har de marknadsmått som speglar förväntningarna på nivån för den framtida styrräntan i USA sjunkit. Marknadspriserna antyder nu knappt 50 procents sannolikhet för en ytterligare räntehöjning i år (se diagram 2:2).

Tabell 2:1.

Utvecklingen på finansiella marknader sedan den penningpolitiska rapporten i juli
Något lägre statsobligationsräntor internationellt medan de svenska obligationsräntorna är ungefär oförändrade.
Kronan är i konkurrensvägda termer starkare än prognosen i juli.
Aktieindex har sjunkit i Sverige och i euroområdet och är på oförändrad nivå i USA.
Fortsatt låga räntor för hushåll och företag.
Fortsatt hög tillväxt i utlåningen till hushåll och icke-finansiella företag.

Transmissionsmekanismen – från reporäntan till räntor för 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.



Vid ECB:s penningpolitiska möte i juli hölls penningpolitiken i euroområdet oförändrad. Inlåningsräntan, som för närvarande är den ränta som styr dagslåneräntan i euroområdet, lämnades kvar på -0,40 procent. Nettotillgångsköpen fortlöper enligt ECB fram till slutet av december 2017, eller längre om så är nödvändigt. Köpen fortsätter till dess att ECB ser en varaktig förbättring av inflationsutsikterna. ECB angav även som tidigare att de vid behov är redo att utöka tillgångsköpen vad gäller storlek eller varaktighet. Man framhöll även att styrräntorna kommer vara på oförändrade nivåer under en lång tid och betydligt längre än slutpunkten för nettotillgångsköpen. ECB har kommunicerat att framtidsplanerna för tillgångsköpsprogrammet kommer att diskuteras mer under hösten. Marknadpriser indikerar något lägre förväntningar på den framtida nivån för ECB:s inlåningsränta sedan juli. En första räntehöjning väntas först i början på 2019 (se diagram 2:2). Enligt marknadsbrev förväntar sig de flesta marknadsaktörer en förlängning av ECB:s obligationsköp under 2018 men att köpen fortlöper i en lägre takt.

Bank of England lämnade sin styrränta oförändrad på 0,25 procent i augusti. Sedan juli har marknadens förväntningar på den framtida brittiska styrräntan sjunkit, vilket främst kan tillskrivas makrostatistik som överlag visat på en svagare ekonomisk utveckling än förväntat. Även Bank of Japan lämnade sin penningpolitik oförändrad vid sitt penningpolitiska möte i juli.

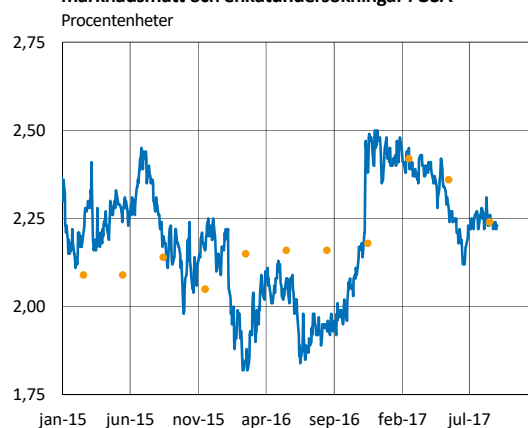
För många centralbanker tar således den penningpolitiska normaliseringen längre tid än vad marknadsaktörerna initialt hade beräknat även om vissa centralbanker som den kanadensiska och den tjeckiska centralbanken höjt sina styrräntor under sommaren.

Dollarn har försvagats mot de flesta valutor

Dollarn stärktes mot de flesta valutor efter presidentvalet i november. I takt med att utlovade stimulanser inte infriats och att marknaden har prissatt en långsammare höjningstakt av den amerikanska styrräntan under våren, har dollarn försvagats och amerikanska långräntor fallit tillbaka något. Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har den amerikanska dollarn försvagats mot de flesta valutor (se diagram 2:3). Samtidigt har euron stärkts, bland annat till följd av att ekonomiska indikatorer har visat på en något ljusare bild än väntat.

Dagarna före Riksbankens besked i juli steg långa statsobligationsräntor internationellt efter kommunikation från den europeiska centralbankschefen, som fick marknaden att tolka ECB:s penningpolitiska avsikter som något mindre expansiva än tidigare. Räntorna har därefter sjunkit igen under sommaren (se diagram 2:4). Räntor på statsobligationer med kortare löptider har sjunkit något i Storbritannien, USA och Tyskland över sommaren, bland annat till följd av lägre förväntningar på styrräntornas nivå.

Diagram 2:1. Långsiktiga inflationsförväntningar enligt marknadsmått och enkätundersökningar i USA

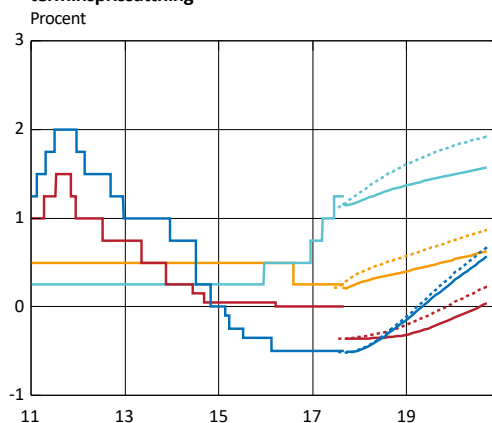


— Inflationsswap
● Enkätundersökningar, SPF

Anm. Linjerna avspeglar olika mått på inflationsförväntningar på 5 till 10-års sikt. Inflationsswap är skillnaden på räntan på en nominell och real statsobligation. En inflationsswap är ett finansiellt instrument som är kopplat till ett inflationsindex. SPF är här ett genomsnitt av inflationsförväntningarna på 5 och 10-års sikt enligt en enkätundersökning.

Källor: Bloomberg, Federal Reserve Bank of Philadelphia och Riksbanken

Diagram 2:2. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprisättning



— Sverige — Euroområdet
— USA — Storbritannien

Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan (för euroområdet refräntan). I Sverige finns ingen publicerad dagslåneränta, men normalt följer den reporäntan väl. Heldragna linjer är skattade 2017-08-31, streckade linjer är skattade 2017-07-03.

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:3. Index för den amerikanska dollarn



— Dollarindex

Anm. Dollarindexet är ett mått på värdet av dollarn relativt sex utländska valutor - Euroområdet, Japan, Kanada, Storbritannien, Sverige och Schweiz. Ett högre värde på indexet innebär en starkare dollar.

Källa: Macrobond

Lägre börskurser i Europa

I euroområdet har börskurserna sjunkit något de senaste månaderna och är tillbaka på de nivåer som sågs i april. Eurons förstärkning mot dollarn, som på sikt kan påverka vissa företags vinster negativt, har varit en anledning till detta. Även den ökade geopolitiska spänningen mellan Nordkorea och USA ledde till sjunkande börser internationellt under sommaren (se diagram 2:5). Den ökade oron fick även mått på volatiliteten i aktiemarknaden att stiga i både USA och Europa. Sett i ett längre perspektiv är måtten på volatiliteten på aktiemarknaden dock alltså jämt på låga nivåer.

I USA är börskurserna kvar på historiskt höga nivåer. Däremot är kostnaden för att försäkra sig mot större börsnedgångar via optionsmarknaden på fortsatt förhöjd nivå. Detta går att se bland annat genom att det så kallade SKEW-indexet, som stiger när säljoptioner blir dyrare i förhållande till köpoptioner, befinner sig på relativt höga nivåer (se diagram 2:6). Det innebär att marknaden, trots låg volatilitet, prissätter en förhöjd risk för ett stort börsfall.

Den ekonomiska återhämtningen som fortskrider i många tillväxtländer speglas i stigande börskurser och det samlade indexet för tillväxtmarknaderna har stigit med ungefär 20 procent sedan årets början (se diagram 2:5).

Finansiella förhållanden i Sverige

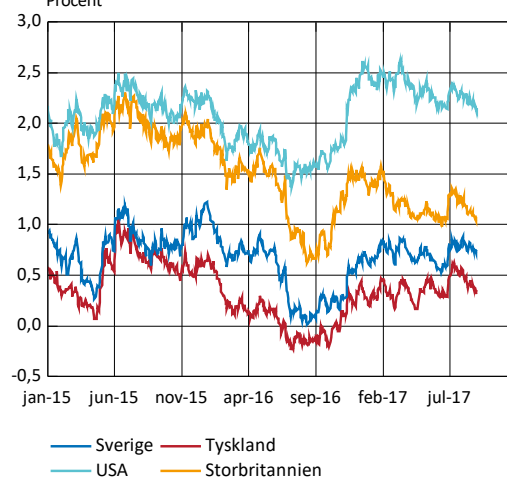
Något högre svenska statsobligationsräntor

Prissättningen på de finansiella marknaderna indikerar att förväntningarna på den framtida reporäntan är relativt oförändrade sedan det penningpolitiska mötet i juli (se diagram 2:2). Termräntorna ligger något över Riksbankens reporäntebana de närmaste åren. Enkätundersökningar av marknadsaktörernas förväntningar ligger också högre än reporäntebanan, framförallt på ett till två års sikt (se diagram 2:7). Sett i ett historiskt perspektiv är dock skillnaderna små.

Svenska statsobligationsräntor med längre löptider steg något i slutet på juni, i linje med den internationella utvecklingen (se diagram 2:4). Sedan beslutet i juli är svenska räntor i princip oförändrade medan internationella räntor är något lägre. Positiv svensk makroekonomisk statistik har varit en bidragande faktor. Ränteskillnaden mot Tyskland har därmed ökat för alla löptider sedan juli, efter att ha minskat under större delen av våren. Räntorna på andra typer av obligationer med längre löptider, såsom säkerställda obligationer och företagsobligationer, har följt statsobligationsräntorna så att ränteskillnaderna mellan olika typer av obligationer har varit oförändrade.

Räntor med kortare löptider är relativt oförändrade sedan juli och räntan på statsskuldväxlar med kort löptid ligger fort-

Diagram 2:4. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent

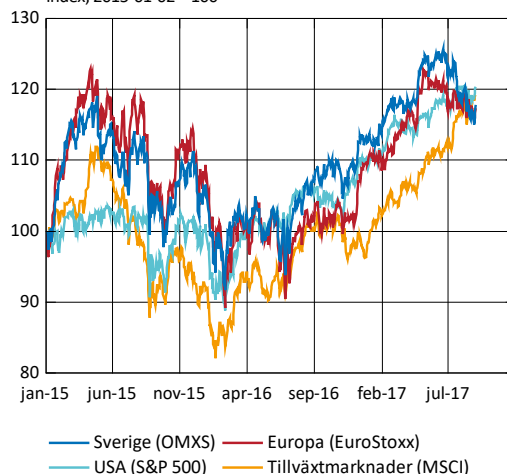


Anm. Nollkupongsräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel-metoden.

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:5. Börsutveckling

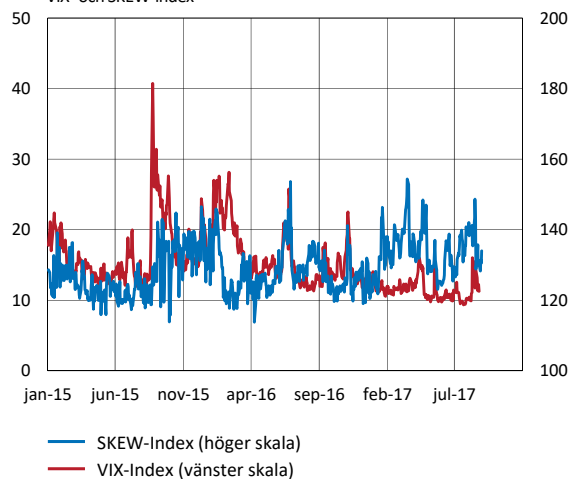
Index, 2015-01-02 = 100



Källor: Macrobond och Thomson Reuters

Diagram 2:6. Volatilitet och risk för stora nedgångar på aktiemarknaden.

VIX- och SKEW-index



Anm. Både VIX och SKEW beräknas utifrån optioner på aktieindexet S&P 500. VIX-indexet mäter den förväntade volatiliteten på aktiemarknaden, medan SKEW-indexet visar hur dyrt det är att köpa skydd mot stora börsfall.

Källa: Thomson Reuters

farande klart under reporäntan (se diagram 2:8). En bidragande orsak till detta är Riksbankens statsobligationsköp.⁶ Av den utestående stocken statsobligationer i svenska kronor innehar Riksbanken numera knappt 20 procent av realränteobligationerna och knappt 40 procent av de nominella obligationerna. Det innebär att en relativt stor andel av statsobligationerna inte finns tillgänglig för handel på marknaden, vilket skulle kunna påverka marknads sätt att fungera. Likviditeten på marknaden stöds dock av Riksgäldens repofacilitet. Faciliteten innebär att Riksgäldens återförsäljare alltid kan vända sig till Riksgälden för att få tag i en obligation, vilket har utnyttjats i högre utsträckning på senare tid.

Riksbanken följer och analyserar löpande utvecklingen på statsobligationsmarknaden och dess funktionssätt. Den samlade bedömningen är att Riksbankens obligationsköp inte nämnvärt påverkat marknads funktionssätt negativt.

Kronan starkare sedan juli

Kronan har i konkurrensvägda termer, enligt kronindex KIX, stärkts under sommaren och ligger nu på samma nivå som för ett år sedan. Detta är en starkare utveckling än Riksbankens prognos i juli. Den breda försvagningen av dollarn och en sekvens av positiv svensk makrostatistik har bidragit till förstärkningen. Exempelvis stärktes kronan märkbart mot flertalet valutor i samband med det överraskande starka BNP-utfallet i slutet av juli och det oväntat höga inflationsutfallet i augusti. Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har kronan stärkts mot de flesta valutor (se diagram 2:9).

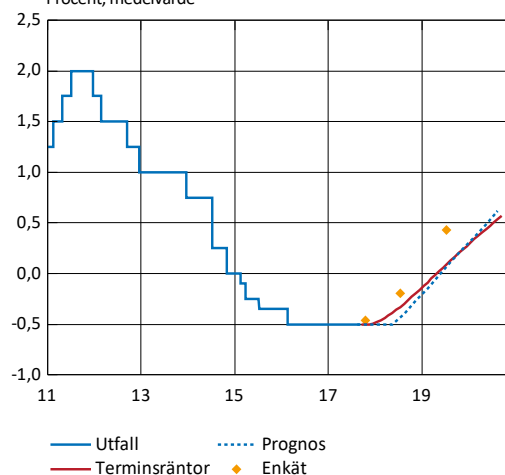
Den svenska börsen har sjunkit under sommaren (se diagram 2:5). Bidragande orsaker har varit kvartalsrapporterna för det andra kvartalet, som inte riktigt levt upp till vad marknadsaktörerna hade förväntat sig, och kronans förstärkning, som innebär lägre vinstförväntningar för vissa företag. Den ökade geopolitiska oron mellan Nordkorea och USA har också tyngt den svenska börsen. Trots detta är vinstutvecklingen för de svenska företagen generellt fortsatt stark och den svenska börsen är kvar på historiskt höga nivåer.

Kredittillväxten för hushåll och företag fortsatt hög

Den expansiva penningpolitiken har bidragit till att bankernas finansieringsvillkor är fortsatt mycket goda och att utlåningsräntorna till hushåll och företag är kvar på historiskt låga nivåer. Den genomsnittliga utlåningsräntan för nya avtal låg i juli på 1,6 procent medan genomsnittsräntan för nya banklån till icke-finansiella företag uppgick till 1,3 procent (se diagram 2:10).

Sedan reporäntan för första gången sänktes under noll i februari 2015 har utlåningsräntorna till hushållen sjunkit något mindre än reporäntan, medan utlåningsräntan till företagen har sjunkit något mer. De genomsnittliga inlånings-

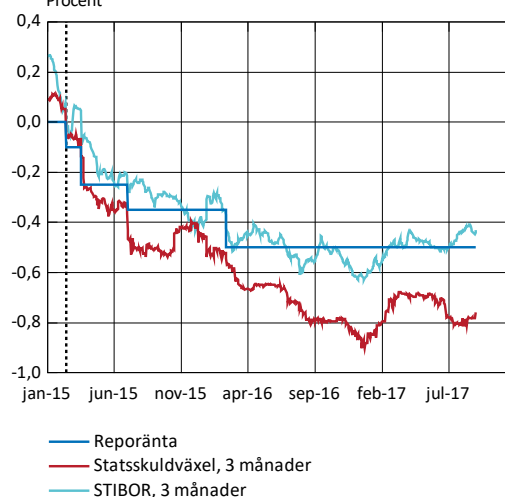
Diagram 2:7. Reporänta och marknadens förväntningar
Procent, medelvärde



Anm. Termräntorna är skattade 2017-08-31 och är ett mått på förväntad reporänta. Enkät svar visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer den 2017-08-02.

Källor: Macrobond, TNS Sifo Prospera och Riksbanken

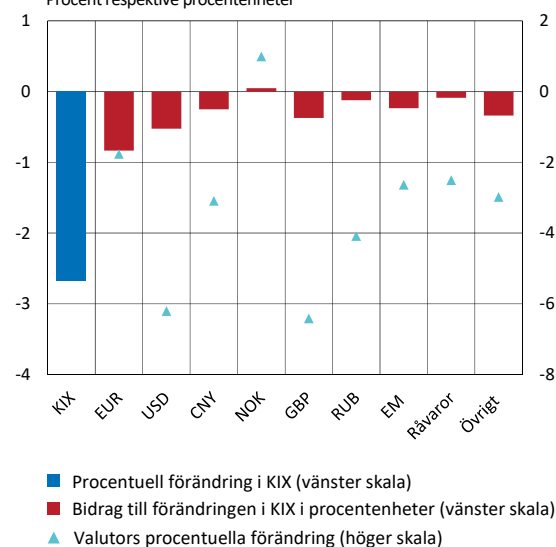
Diagram 2:8. Korta marknadsräntor och reporäntan
Procent



Anm. Streckad linje avser startpunkten för obligationsköpen.

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:9. Bidrag och förändring i KIX-växelkurser
Procent respektive procentenheter



Anm. Diagrammet visar förändring i KIX och bidrag från olika valutor mellan 2017-07-04 och 2017-09-01. EM avser Brasilien, Indien, Mexiko, Polen, Turkiet och Ungern. Rävaror avser Australien, Kanada och Nya Zeeland. Övrigt avser Danmark, Island, Japan, Schweiz, Sydkorea och Tjeckien.

Källor: Thomson Reuters och Riksbanken

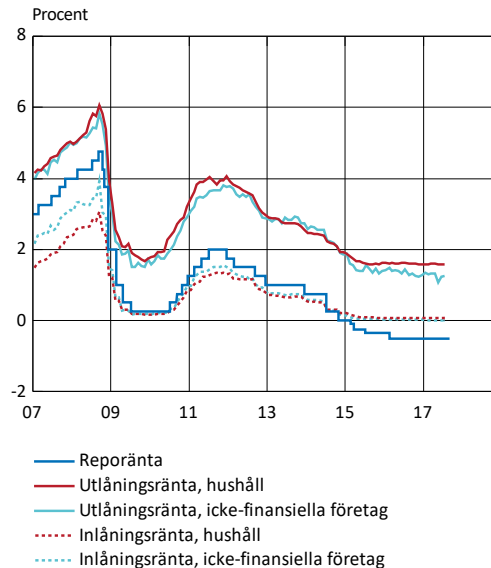
⁶ För mer information se "Statsobligationsköpen pressar ner lång- och korträntor" i Penningpolitisk rapport, oktober 2016.

räntorna till hushåll och företag har varit i stort sett oförändrade sedan mitten av 2015 och ligger nära noll.⁷ Sammantaget har genomslaget från reporäntan till in- och utlåningsräntorna varit i linje med Riksbankens förväntningar.

Kredittillväxten hos hushållen är fortsatt hög, även om den har mattats av något sedan mitten av 2016. I juli var den årliga tillväxttakten i banklån till hushåll 7 procent. Utlåningen till hushållen i form av rena konsumtionslån utan säkerhet har ökat allt snabbare och i juli uppgick den årliga tillväxttakten till 8 procent. Dessa lån utgör dock en relativt liten andel av den totala utlåningen, runt 5 procent, vilket bidrar till att den totala utlåningen trots allt dämpas. Ökningstakten i utlåningen till icke-finansiella företag har minskat något de senaste månaderna men steg igen i juli och uppgick till 5 procent (se diagram 2:11). Ökningstakten i samtliga företags upplåning genom emission av värdepapper har ökat tre månader i rad och uppgick till 18 procent i juli. Denna del av företagets finansiering har blivit allt viktigare och utgör nu runt en tredjedel av den totala företagsupplåningen. Det är främst de icke-finansiella företagen som valt denna upplåningsform, och särskilt för fastighetsbolagen har den ökat i betydelse under de senaste åren. Enkätundersökningar visar på fortsatt goda finansieringsvillkor för företagen.

Ökningstakten i bostadspriserna har successivt stigit under 2017. I juli steg bostadspriserna med en årstakt på 9,6 procent. Enkätundersökningar visar på att allmänheten och mäklarna fortsätter att tro på stigande bostadspriser även framöver.

Diagram 2:10. Reporänta samt in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:11. 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

⁷ De flesta finansiella företag samt vissa större icke-finansiella företag och kommuner möter negativa inlåningsräntor. Av tekniska skäl redovisas dock den negativa inlåningsräntan ofta som en avgift och syns därför inte alltid i statistiken från SCB. Inlåning till negativa räntor utgör dock en liten andel av den totala inlåningen från icke-finansiella företag. Se fördjupningen "Perspektiv på den negativa reporäntan" i Penningpolitisk rapport, juli 2016.

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Den svenska konjunkturen är stark. Uppgången i inflationen har fortsatt och varit snabbare än väntat. I juli var inflationen 2,4 procent enligt KPIF och 2,1 procent enligt KPIF rensat för energipriser. BNP-tillväxten var oväntat hög andra kvartalet. Månadsindikatorer talar för att den starka utvecklingen håller i sig under andra halvåret. Inflationsutfallet för juli förklaras visserligen främst av tillfälligt höga priser på utrikes resor, men även den underliggande utvecklingen ser starkare ut än väntat. Inflationen under resten av året bedöms därför bli något högre än i bedömningen i juli.

Inflation

Inflationen har stigit snabbare än väntat

Uppgången i inflationen har fortsatt och inflationen steg snabbare än förväntat i både juni och juli. I juli var inflationen 2,4 procent enligt KPIF och 2,1 procent enligt KPIF rensat för energipriser.

Det var främst tjänstepriserna som ökade oväntat snabbt i juli (se diagram 3:2). Detta skedde trots att hyrorna, som utgör cirka en fjärdedel av tjänstepriserna, fortfarande ökar långsamt. En stor del av uppgången i juli förklaras av tillfälliga faktorer, som en ovanligt stark ökningstakt för priserna på utrikes resor. En del av prisökningen beror på att mätningen av charterresor nu görs med en annan metod som ger ett nytt säsongsmönster för denna komponent, men också på att priserna på utrikes flygresor blivit högre än normalt under sommaren. Men även bortsett från detta har tjänstepriserna utvecklats starkare än prognosen i juli. Inflationen väntas därför förbli något högre än i juli prognosen under hösten.

Såväl KPIF-inflationen som olika mått på den underliggande inflationen har stigit trendmässigt sedan 2014 (se diagram 3:3). Inflationsuppgången speglar bland annat den allt starkare konjunkturen eftersom det stigande resursutnyttjandet och den höga efterfrågan bedöms göra det lättare för företagen att höja priserna. Att inflationen stiger är också i viss utsträckning en följd av tidigare kronförsvagningar, som bland annat påverkar priserna på livsmedel och varor. Kronan har dock förstärkts sedan den penningpolitiska rapporten i juli och väntas därmed bidra mindre till inflationen framöver.

Inflationen nära 2 procent resten av året

Flera indikatorer tyder på att inflationen kommer att ligga nära 2 procent under de närmaste månaderna. Efterfrågan väntas vara fortsatt hög och priserna på konsumtionsvaror i producentledet ökar relativt snabbt. Tidigare kronförsvagningar har bidragit till att importpriserna på konsumtionsvaror har stigit. Men även prisökningstakten för de konsumtionsvaror som produceras i Sverige har, enligt hemmamarknadsprisindex, stigit gradvis de senaste åren.

Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR juli	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 1,8 procent i juli.	Mycket högre än förväntat. KPIF-inflationen blev 2,4 procent.
BNP-tillväxten 2,9 procent andra kvartalet.	Mycket starkare än förväntat. BNP-tillväxten blev 7,1 procent.
Arbetslösheten 6,7 procent andra kvartalet.	I linje med prognos. Arbetslösheten blev 6,7 procent.
BNP-tillväxten i euroområdet 2,2 procent andra kvartalet.	I linje med prognos. BNP-tillväxten blev 2,5 procent.
BNP-tillväxten i USA 2,9 procent andra kvartalet.	I linje med prognos. BNP-tillväxten blev 3,0 procent.

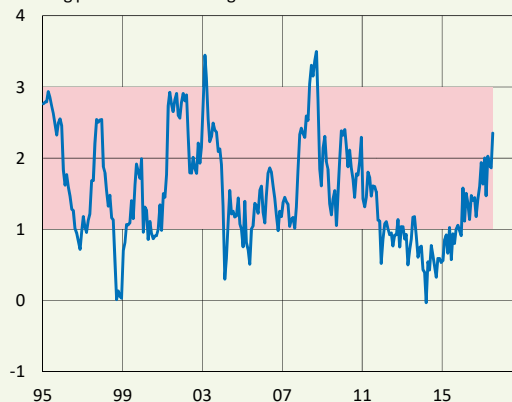
Anm. PPR avser Penningpolitisk rapport. KPIF är KPI med fast ränta. Inflationen avser årlig procentuell förändring. BNP-tillväxten avser säsongsrensad kvartalsförändring i procent uppräknad till årtakst. Arbetslöshet avser procent av arbetskraften, säsongsrensad.

Inflationen 2,4 procent i juli

I juli uppgick KPIF-inflationen till 2,4 procent. Utfallet var något högre än inflationsmålet på 2,0 procent. Det går inte att med penningpolitiken styra inflationen med stor precision och KPIF kommer inte att vara exakt 2 procent varje enskild månad. Historiskt har ungefär tre fjärdedelar av utfallen hamnat mellan 1 och 3 procent, det vill säga inom det så kallade variationsbandet (se fördjupningen "KPIF målvariabel för penningpolitiken" i kapitel 1). Variationsbandet är ett sätt att visa om avvikelser från inflationsmålet är ovanligt stor eller mer normal. I ett historiskt perspektiv var avvikelser från 2 procent i juli inte anmärkningsvärt stora (se diagram 3:1).

Diagram 3:1. KPIF och variationsband

Årlig procentuell förändring



Anm. Det rosa fältet visar Riksbankens variationsband och täcker ungefär tre fjärdedelar av utfallen 1995:01 – 2017:07. KPIF är KPI med fast ränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Riksbankens kortsiktsmodeller för inflationen, som sammanfattar informationen i ett stort antal indikatorer, tyder på att inflationen enligt KPIF exklusive energi kommer att mer eller mindre ligga still de närmaste månaderna för att därefter stiga ytterligare (se diagram 3:4). Riksbankens prognos för denna period ligger dock något lägre än modellprognosen. Detta hänger bland annat samman med att priserna på charterresor och utrikes flygresor väntas falla tillbaka från sina höga nivåer i juli, vilket modellerna inte bedöms kunna fånga fullt ut. Inflationen sjunker alltså tillbaka något den närmaste tiden, men väntas ligga kvar relativt nära 2 procent under resten av året. Jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli är prognosen för inflationen mätt med KPIF exklusive energi uppreviderad på kort sikt. Energipriserna bedöms också stiga snabbare och inflationen mätt med KPIF är därför även den uppreviderad jämfört med prognosen i juli. Utvecklingen i hushållens räntekostnader bidrar fortsatt till att hålla ner inflationen mätt med KPI jämfört med KPIF.

Svagt stigande inflationsförväntningar

Inflationsförväntningarna har stigit de senaste åren efter att ha varit mycket låga nivåer i början av 2015 (se diagram 3:5). De långsiktiga inflationsförväntningarna har legat nära 2 procent det senaste året. Enligt Prosperas undersökning för augusti var inflationsförväntningarna på fem års sikt 2,1 procent enligt penningmarknadens aktörer. Inflationsförväntningarna på ett och två års sikt var 1,8 respektive 2,0 procent. Även de långsiktiga inflationsförväntningarna såsom de prissätts i finansiella instrument har stigit de senaste åren.⁸

Global och svensk konjunktur

Den globala konjunkturen fortsätter att stärkas

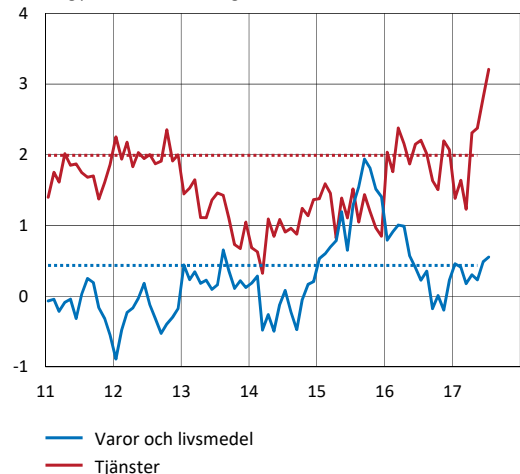
BNP-tillväxten för euroområdet, USA och Kina under andra kvartalet var högre än normalt, men i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli. Indikatorer på månadsfrekvens talar för en stark tillväxt även under andra halvåret och de indikatorer som publicerats under sommaren pekar på optimism hos hushåll och företag. Världshandeln med varor har fortsatt att stärkas och arbetsmarknaden har förbättrats i många länder och regioner.

I euroområdet steg BNP under andra kvartalet med 2,5 procent jämfört med det första kvartalet uppräknat till årstakt. Detta är en något högre BNP-tillväxt än under det första kvartalet och högre än de senaste årens genomsnittliga tillväxt på strax över 1,5 procent. Förtroendeindikatorerna är fortsatt starka och indikerar en tillväxt över den normala de närmaste kvartalen. Den tidigare skillnaden mellan utfallen i förtroendeindikatorerna och produktionen har minskat något

⁸ Beräkningarna utgår från skillnaden mellan en nominell och en real statsobligationsränta med samma löptid, där den reala obligationen är kopplad till den framtida utvecklingen i KPI.

Diagram 3:2. Varu- och tjänstepriser i KPI

Årlig procentuell förändring



Anm. Varor och livsmedel är en sammanvägning av aggregaten varor och livsmedel i KPI. Dessa utgör tillsammans 43 procent av KPI. Tjänstepriserna utgör 45 procent av KPI. Streckade linjer avser medelvärde sedan januari 1995.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:3. KPIF och olika mått på underliggande inflation

Årlig procentuell förändring

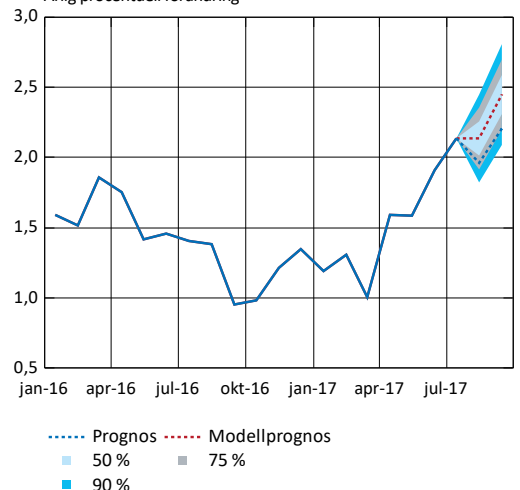


Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland olika mått på underliggande inflation. De mått som inkluderas är KPIF exklusive energi, KPIF med konstant skatt, UND24, Trim85, HIKP exklusive energi och icke förädlade livsmedel, persistensviktad inflation, faktor från principalkomponentanalys och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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:4. KPIF exklusive energi, modellprognos med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på modellernas historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

i och med att industriproduktion och försäljning inom detaljhandeln har stigit (se diagram 3:6). Arbetslösheten fortsätter att sjunka, men är alltså hög.

I USA steg BNP-tillväxten betydligt under andra kvartalet, till 3,0 procent i uppräknad årstakt. Hushållens konsumtion bidrog mest till BNP-tillväxten, men även investeringarna utvecklades relativt starkt. Arbetsmarknaden har fortsatt att stärkas med en arbetslöshet på drygt 4 procent, en stark sysselsättningstillväxt och en stigande sysselsättningsgrad. Förtroendet i tjänstesektorn har dämpats något, men är, liksom inom tillverkningsindustrin, fortfarande högt.

Fortsatt låg inflation i omvärlden

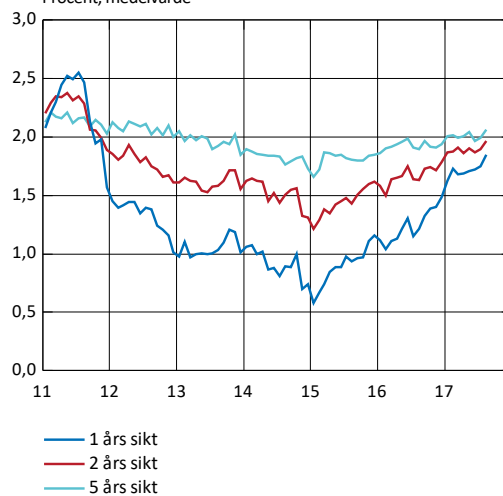
Den underliggande inflationen har stigit i de flesta euroländer. Men i USA och Norge har den sjunkit. I euroområdet var inflationen oförändrad på 1,3 procent i juli medan den underliggande inflationen, KPI exklusive energi och livsmedel, steg med en tiondels procentenhet till 1,2 procent. I USA var den underliggande inflationen oförändrad på 1,7 procent medan KPI-inflationen steg från 1,6 till 1,7 procent (se diagram 3:7). Den amerikanska inflationen dämpas bland annat av tillfälliga faktorer som har påverkat flyg- och hotellpriser. Till följd av bland annat förstärkningen av den norska kronan har inflationen fallit i Norge. I juli sjönk KPI-inflationen från 1,9 till 1,5 procent. Även den underliggande inflationen sjönk med fyra tiondelar och uppgick till 1,2 procent i juli.

Den starka utvecklingen på arbetsmarknaden i omvärlden har hittills inte resulterat i någon snabb uppgång i lönerna, vilket bland annat beror på svag prisutveckling och låg produktivitet. Oljepriset och andra råvarupriser har stigit mer än vad som förväntades i juli vilket bidrar till att pressa upp KPI-inflationen något framöver. Sammantaget är inflationsprognosen för omvärlden i princip oförändrad jämfört med prognosen i juli och KIX-vägd KPI-inflation väntas uppgå till strax under 2 procent i år.

Hög svensk tillväxt

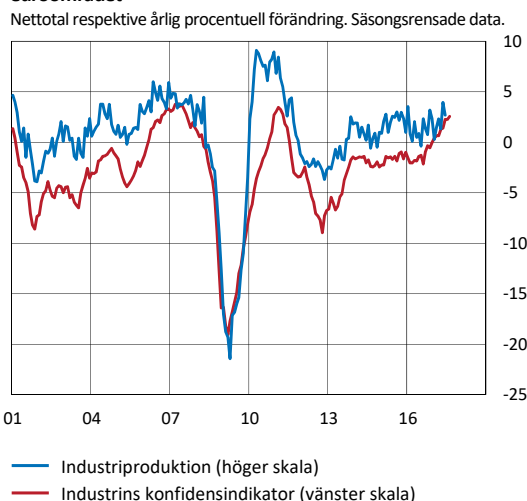
Enligt den tidiga sammanställningen av nationalräkenskaperna ökade svensk BNP mycket snabbt andra kvartalet. BNP-tillväxten uppgick till 7,1 procent jämfört med föregående kvartal och uppräknat till årstakt. Det är troligt att den höga tillväxttakten delvis berodde på tillfälliga faktorer och svårigheter att helt fånga variationen i antalet arbetsdagar mellan första och andra kvartalet. Utfallet kan också komma att revideras när SCB får ett mer heltäckande underlag. Men utfallet för andra kvartalet tyder på att utvecklingen i svensk ekonomi blivit starkare än förväntat, i linje med den optimism företagen uppvisat hittills under året. Den tidiga sammanställningen pekade på att produktiviteten var särskilt hög under andra kvartalet. Även den inhemska efterfrågan, i synnerhet bostadsinvesteringarna, utvecklades starkt under andra kvartalet. I denna tidiga beräkning är dock utvecklingen för de enskilda efterfrågekomponenterna mer osäker än normalt.

Diagram 3:5. Inflationförväntningar bland penningmarknadens aktörer
Procent, medelvärde



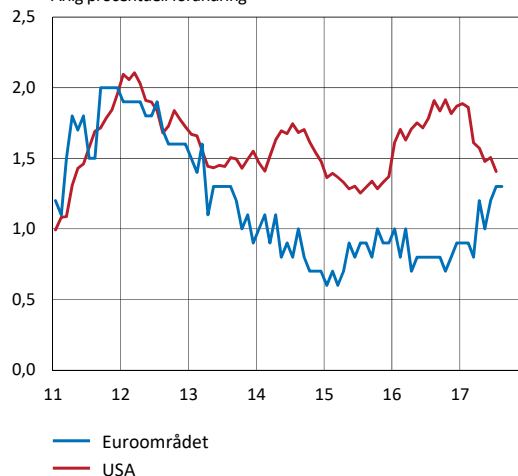
Källa: TNS Sifo Prospera

Diagram 3:6. Industrins konfidensindikator samt produktion i euroområdet



Källor: Europeiska kommissionen (DG ECFIN) och Eurostat

Diagram 3:7. Underliggande inflation i omvärlden
Årlig procentuell förändring



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

Källor: Bureau of Economic Analysis och Eurostat

Förtroendeindikatorerna tyder på att den goda utvecklingen under det senaste året består under andra halvåret 2017. Konjunkturbarometern visar på en betydande optimism i näringslivet, medan hushållens förtroendeindikator ligger i linje med sitt historiska genomsnitt (se diagram 3:8). Månadsindikatorer för efterfrågan det tredje kvartalet ger inte samma starka bild. Detaljhandeln ökade visserligen i snabb takt i juli, men varuexporten föll.

Riksbankens kortsiktiga modellprognoser, som sammanfattar informationen i ett stort antal indikatorer, tyder på att BNP växer snabbare än sitt historiska genomsnitt under tredje kvartalet. Riksbankens prognos är dock något lägre än modellprognosen (se diagram 3:9). Detta beror bland annat på att en del av de tillfälliga faktorer som lyfte BNP-tillväxten under andra kvartalet försvinner. Bland annat bedöms företagen öka sina lager i något långsammare takt än under inledningen av 2017, vilket väntas dämpa BNP-tillväxten under andra halvåret. BNP väntas öka med i genomsnitt 2,6 procent under tredje och fjärde kvartalet jämfört med närmast föregående kvartal och uppräknat till årstakt.

Stark produktivitetstillväxt i år

Efter en mycket stark produktivitetstillväxt 2015 ökade produktiviteten långsammare ifjol.⁹ Den överraskande höga BNP-tillväxten under andra kvartalet och den svaga timutvecklingen medförde dock att produktiviteten åter steg kraftigt. Sammantaget stiger produktiviteten i år snabbare än den historiskt genomsnittliga utvecklingen. Den starka produktivitetstillväxten under andra kvartalet bidrog till att arbetskostnaderna per producerad enhet utvecklades överraskande svagt och minskade med 0,7 procent jämfört med motsvarande kvartal ifjol.¹⁰ Sammantaget medför det att utvecklingen av arbetskostnaderna per producerad enhet är relativt dämpad i år. Det svagare kostnadstrycket bidrar i viss mån till att inflationen hålls tillbaka framöver.

Anställningsplanerna inom näringslivet på höga nivåer

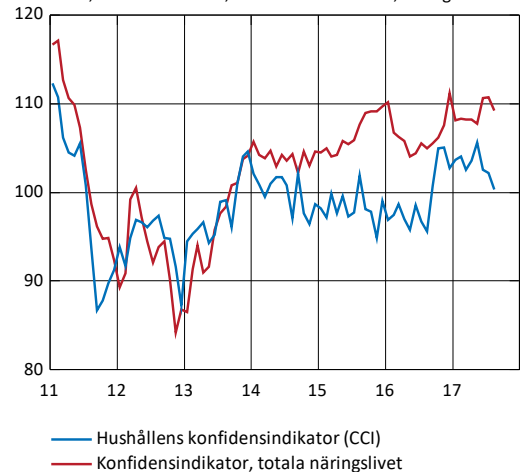
Det har varit stora variationer i arbetsmarknadsstatistiken under sommaren. I juni steg antalet sysselsatta i relativt snabb takt och arbetslösheten sjönk. I juli minskade istället antalet sysselsatta och arbetslösheten steg. Statistik för utvecklingen på arbetsmarknaden under sommaren kan vara volatil och ska tolkas med försiktighet, bland annat till följd av att bortfallet i arbetskraftsundersökningarna då är högre än i genomsnitt. Kortsiktiga indikatorer för efterfrågan på arbetskraft pekar på att utvecklingen på arbetsmarknaden kommer att vara

⁹ Sedan PPR juli har ett fel i statistikunderlaget till antalet arbetade timmar enligt nationalräkenskaperna (NR) hittats. NR beaktade inte detta i samband med den tidiga sammanställningen av det andra kvartalet i år, men väntas göra det i samband med den ordinarie publiceringen i september. Det kommer bland annat att medföra att antalet arbetade timmar 2016 revideras upp och att produktiviteten revideras ned om inga andra ändringar görs samtidigt.

¹⁰ Sedan NR:s publicering av den första sammanställningen av andra kvartalet har Skatteverket och SCB publicerat nya uppgifter för lönesumman för juni. Den nya informationen tyder på en större ökning i arbetskostnader och enhetsarbetskostnader än vad som hittills rapporterats för andra kvartalet.

Diagram 3:8. Konfidensindikatorer

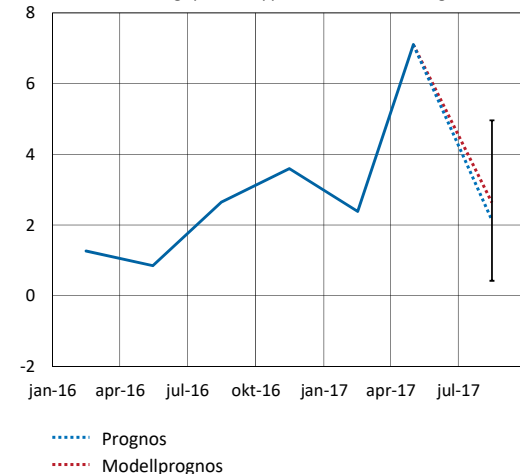
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10, säsongrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:9. BNP, modellprognos med osäkerhetsintervall

Kvartalsförändring i procent uppräknad i årstakt, säsongrensade data

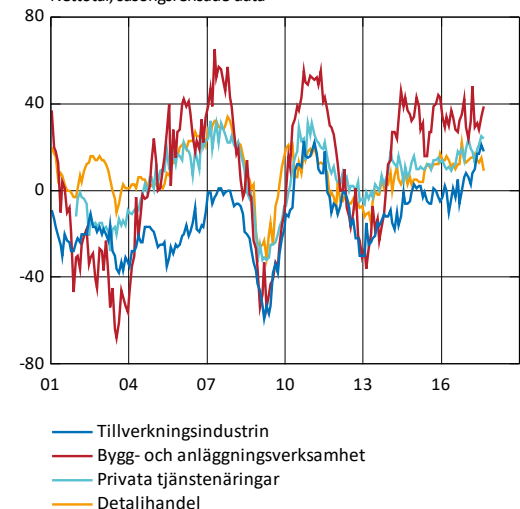


Anm. Modellprognosen är ett medelvärde av prognoser gjorda med olika statistiska modeller. Den vertikala linjen avser 50 procentigt osäkerhetsintervall. Osäkerhetsintervall är baserat på modellernas historiska prognosfel. En förklaring till bredden i osäkerhetsintervall är den stora variationen i utfall mellan olika kvartal.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:10. Antal anställda, förväntningar

Nettotal, säsongrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

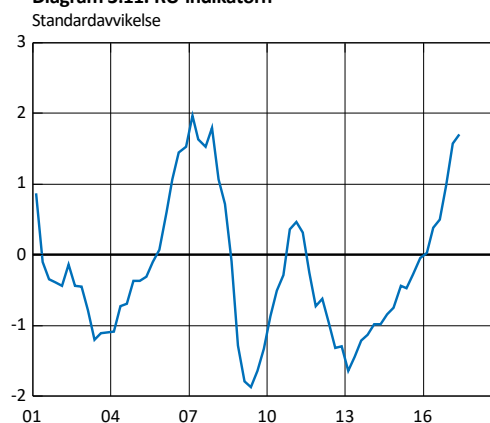
gynnsam under återstoden av året. Exempelvis ligger anställningsplanerna i näringslivet enligt Konjunkturbarometern på en hög nivå inom samtliga branscher. I förhållande till historiska samband är nivån särskilt hög inom tillverkningsindustrin (se diagram 3:10). Både antalet personer i arbetskraften och antalet sysselsatta väntas öka under hösten. Sammantaget medför utvecklingen att sysselsättningsgraden fortsätter att stiga (se diagram 4:8). Till följd av utfallet i juli väntas arbetslösheten vara relativt oförändrad det tredje kvartalet för att sedan minska något det fjärde kvartalet.

Resursutnyttjandet i ekonomin högre än normalt

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar BNP-tillväxten, men också utvecklingen av löner och priser, om än med viss eftersläpning. I takt med att sysselsättningen ökat och arbetslösheten fallit har även indikatorerna för resursutnyttjandet i ekonomin stigit. Andelen företag som rapporterar om brist på arbetskraft steg ytterligare under andra kvartalet och är nu på en mycket hög nivå. Vakansgraden, som mäter andelen obemannade jobb som behöver tillsättas omedelbart, är också på en hög nivå samtidigt som den genomsnittliga rekryteringstiden i näringslivet är lång. Detta pekar sammantaget på att det i nuläget är svårare än normalt för företagen att få tag på den arbetskraft de efterfrågar. Enligt SCB är kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin högre än sitt historiska genomsnitt och anställningsplanerna pekar på att företagen måste utöka sin personalstyrka för att kunna möta efterfrågan.

Riksbankens RU-indikator, som är ett samlat mått på mängden lediga resurser i ekonomin, steg ytterligare under andra kvartalet och ligger på en historiskt hög nivå (se diagram 3:11). Sammantaget bedömer Riksbanken att resursutnyttjandet i ekonomin är högre än normalt.

Diagram 3:11. RU-indikatorn



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

Källa: Riksbanken

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Återhämtningen i den globala ekonomin fortsätter och omfattar alltfler länder. Inflationstrycket i omvärlden är fortfarande måttligt, men väntas successivt stiga i takt med att resursutnyttjandet blir mer ansträngt. Den svenska ekonomin utvecklas starkt och konjunkturen förbättras ytterligare de kommande åren. Efterfrågan på arbetskraft är fortsatt stor men det blir allt svårare för arbetsgivare att rekrytera personal med rätt kompetens. Sysselsättningstillväxten dämpas därför framöver samtidigt som löneökningarna stiger gradvis. Den oväntat stora uppgången i inflationen de senaste månaderna har delvis drivits av tillfälliga faktorer och den väntas falla tillbaka något framöver. Inflationen väntas dock ligga kvar nära 2 procent under resten av prognosperioden.

Omvärlden

Starkare global konjunktur

Återhämtningen i den globala ekonomin har tagit fart under 2017. Tillväxten har också breddats både vad gäller länder och sektorer. Tidigare var det främst hushållens konsumtion och tjänsteproduktionen som bidrog till tillväxten, men efter hand har investeringar och industriproduktion spelat en allt större roll. Dessutom har världshandeln ökat tydligt efter en svacka under 2016.

Trots den cykliska återhämtningen väntas den globala tillväxten bli relativt dämpad. Global BNP väntas öka med drygt 3,5 procent per år 2018 och 2019, vilket i stort sett är i linje med det historiska genomsnittet. Åldrande befolkningar, en svag underliggande produktivitetstillväxt och fortsatt stor skuldsättning bidrar till att hålla tillbaka BNP-tillväxten. I KIX-länderna, det vill säga de länder som spelar störst roll för svensk ekonomi, bedöms BNP-tillväxten stiga från i genomsnitt cirka 2 procent 2016 till 2,5 procent i år för att sedan mattas av något de närmaste åren (se diagram 4:1). Prognosen är i stort sett oförändrad jämfört med bedömningen i juli.

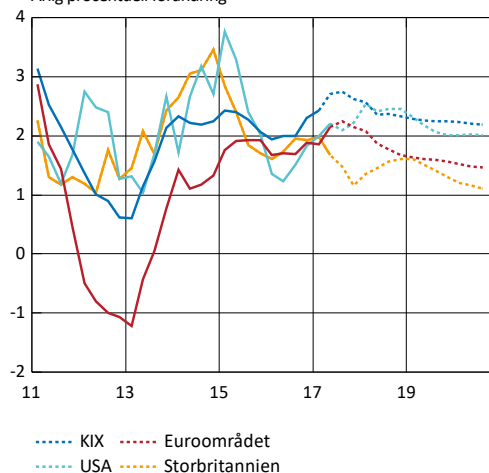
Fortsatt långsam konjunkturuppgång i USA

Tillväxten i den amerikanska ekonomin växlade upp andra kvartalet efter en svacka i början av året. Den fortsatta starka utvecklingen på arbetsmarknaden och de goda förutsättningarna för investeringar, bland annat till följd av stigande vinst, talar för en fortsatt återhämtning. Relativt höga nivåer på olika förtroendeindikatorer pekar i samma riktning även om optimismen i tjänstesektorn har dämpats något på senare tid. Viss återhållsamhet i hushållens konsumtion har också noterats, till exempel vad gäller bilförsäljningen. Samtidigt ligger hushållens optimism på en hög nivå och fortsatt ökad sysselsättning och något stigande löneökningar stärker hushållens inkomster och konsumtion. En god förmögenhetsställning och minskad arbetslöshetsrisk talar också för att hushållen kan minska sparandet ytterligare något framöver. BNP-tillväxten väntas stiga från 1,5 procent 2016 till 2 respektive 2,5 procent

Tabell 4:1.

Prognosen i korthet
Det cykliska uppsvinget i den globala ekonomin fortsätter. Tillväxten förblir dock relativt måttlig.
Inflationstrycket i omvärlden är lågt, men ett alltmer ansträngt resursutnyttjande gör att inflationen successivt stiger.
Det starka konjunkturläget i Sverige väntas bestå men tillväxten dämpas något de kommande åren.
Efterfrågan på arbetskraft fortsätter att vara god, men ökade matchningsproblem och långsammare befolkningstillväxt gör att sysselsättningstillväxten mattas av.
Den starka konjunkturen i Sverige har bidragit till att kronan stärkts mer än väntat. Framöver förutses en viss ytterligare förstärkning.
Inflationen dämpas på kort sikt men ligger nära 2 procent under hela prognosperioden.

Diagram 4:1. Tillväxt i olika länder och regioner
Årlig procentuell förändring



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

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

under 2017 och 2018. Därefter faller tillväxten tillbaka något när stimulansen från penningpolitiken avtar och utrymmet för att öka sysselsättningen minskar i takt med arbetslösheten sjunker ytterligare.

Bättre tillväxtutsikter i euroområdet

Förutsättningarna för den ekonomiska tillväxten i euroområdet har förbättrats det senaste året och konjunkturuppgången omfattar alltfler länder. Den politiska osäkerheten har minskat efter bland annat det franska presidentvalet. Arbetslösheten i euroområdet fortsätter att sjunka och sysselsättningstillväxten har stigit ytterligare något på senare tid, vilket i sin tur stärkt hushållens framtidstro. Också företagen har blivit påtagligt mer optimistiska under 2017, även om vissa indikatorer fallit tillbaka något den senaste tiden. De starka indikatorerna har dock inte fullt ut motsvarats av en lika stor uppgång i faktiska utfall för produktionen, även om gapet minskat något på senare tid. BNP-tillväxten väntas stiga från 1,7 procent i fjol till 2,1 procent i år.

De kommande åren väntas tillväxten mattas något, bland annat till följd av avtagande stimulans från tidigare euroförsvagning samt att det blir svårare att rekrytera personal med rätt kompetens i framför allt Tyskland. Tillväxten bedöms dock vara tillräckligt stark för att resursutnyttjandet ska fortsätta att stiga och arbetslösheten falla. Trots de ljusa kortsiktiga utsikterna för euroområdet kvarstår många problem såsom en bräcklig banksektor och en hög skuldsättning. Detta riskerar att hålla tillbaka tillväxten på lite längre sikt.

Svag tillväxt i Storbritannien

Tillväxten var svag i Storbritannien under första halvåret. Investeringarna hämmas av det osäkra läget kring Storbritanniens kommande utträde ur EU, medan hushållens reala inkomster pressas av hög inflation i spåren av pundets försvagning och dämpade löneökningar. Att konsumtionen ändå hållits uppe hyggligt beror i första hand på att arbetsmarknaden varit stark och att hushållen dragit ned på sitt sparande. Utrymmet för att minska sparandet ytterligare är dock begränsat då det nu ligger på en historiskt låg nivå. Även arbetslösheten har sjunkit till låga nivåer, vilket innebär att det blir svårare att öka sysselsättningen i samma takt som tidigare. Uppsvinget i exporten bedöms inte heller bli tillräckligt starkt för att kompensera för den svagare tillväxten i inhemsk efterfrågan.

I förhandlingarna med EU:s medlemsstater om att lämna EU tycks britterna nu sträva efter att behålla en tullunion även efter att tidsfristen i förhandlingarna löpt ut. Om man lyckas med detta finns förutsättningar för att utträdet kan ske utan stora negativa effekter på den ekonomiska utvecklingen jämfört med vad som annars skulle varit fallet.

Starkare i framväxande ekonomier

Tillväxten i framväxande ekonomier väntas stiga i år. Orsaken är framför allt att länder som Brasilien och Ryssland går från

recession till svagt positiv tillväxt, bland annat tack vare återhämtningen i råvarupriserna. I Kina steg BNP-tillväxten under årets första halvår, delvis på grund av en expansiv finanspolitik, stora investeringar i infrastruktur och en stark utländsk efterfrågan. Framöver väntas dock tillväxten bromsa in, bland annat till följd av att myndigheterna genomfört åtgärder för att dämpa kredittillväxten. Sammantaget bedöms den kinesiska ekonomin växa något snabbare än regeringens mål på 6,5 procent i år, för att därefter successivt mattas av till drygt 6 procent 2019. Företagens höga skuldsättning utgör fortfarande ett hot mot en balanserad utveckling av den kinesiska ekonomin. Kommunikationen från den politiska ledningen, i kombination med regleringar i särskilt fastighets- och finanssektorn, tyder dock på en växande insikt om problemen. Kredittillväxten har också dämpats på senare tid och väntas bromsa in ytterligare framöver.

Lågt men stigande inflationstryck i omvärlden

Inflationen i omvärlden steg påtagligt i slutet av 2016 och början av 2017, i första hand på grund av stigande energipriser. Under 2017 har de positiva bidragen från energipriserna dock minskat och inflationstakten har fallit tillbaka. Enligt terminspriseringen kommer oljepriset att vara stabilt framöver (se diagram 4:2). Det är framförallt priser som är mer kopplade till resursutnyttjandet som kommer att öka snabbare framöver.

I USA, där konjunkturcykeln är långt framskriden, har såväl löneökningar som underliggande inflation stigit. Uppgången i löneökningstakten har dock varit relativt måttlig och på senare tid har den underliggande inflationen fallit tillbaka något. Bedömningen är ändå att den uppåtgående trenden i inflationen kommer att återupptas framöver i takt med att arbetslösheten faller och resursutnyttjandet blir mer ansträngt. I euroområdet finns det mer ledig kapacitet och någon tydlig uppgång i den underliggande inflationen väntas inte förrän under nästa år. Förstärkningen av euron innebär dessutom att denna uppgång kan fördröjas något. Sammantaget väntas inflationen i omvärlden stiga från 1,1 procent 2016 till 1,8 procent 2017 och till 2,2 procent 2019 (se diagram 4:3).

Sverige

Fortsatt stark svensk konjunktur

Den svenska ekonomin fortsätter att utvecklas starkt och resursutnyttjandet bedöms vara högre än normalt. Det gynnsamma konjunkturläget väntas bestå tack vare såväl en fortsatt god utveckling av den inhemska efterfrågan som en förbättring på svenska exportmarknader. Även om konjunktoren fortsätter att vara stark mattas tillväxten av något 2018 och 2019 då efterfrågan på exportmarknaderna växer lite långsammare och ökningstakten i bostadsbyggandet dämpas. Av-

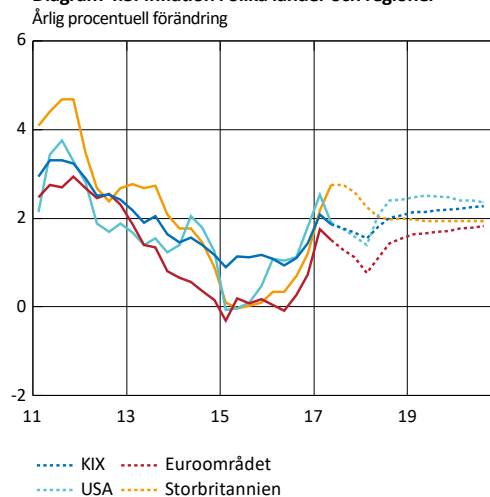
Diagram 4:2. Pris på råolja



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 4:3. 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

mattningen förklaras också av att befolkningen i arbetsför ålder växer långsammare och att ökningstakten i antalet arbetade timmar minskar.

En fortsatt stabil utveckling av inhemsk efterfrågan, och en med internationella mått mätt stark produktivitetstillväxt, bedöms lägga grunden för en tillväxt nära det historiska genomsnittet de kommande åren. Den goda konjunkturutvecklingen har medfört att hushållens tillgångar har ökat i värde de senaste åren. Hushållen har också sparat en stor del av sina inkomstökningar. Framöver bidrar en allt långsammare tillväxt i antalet sysselsatta och gradvis stigande bolåneräntor till en mer dämpad utveckling av hushållens disponibla inkomster. Trots detta väntas hushållen öka sin konsumtion ungefär i linje med de senaste årens utveckling genom att de drar ned på sitt höga sparande (se diagram 4:4).

Företagens behov av nyinvesteringar väntas öka i spåren av uppgången i den internationella konjunkturen och ett fortsatt högt kapacitetsutnyttjande. Den del av investeringarna som ökat mest de senaste åren har varit bostadsbyggandet. Bostadsinvesteringarna utgör nu en historiskt hög andel av BNP och enligt Boverkets bedömning kommer i genomsnitt drygt 70 000 bostäder att byggas i år och nästa år. Kapacitetsbegränsningar hos byggföretagen bedöms göra det svårt att öka bostadsbyggandet så mycket ytterligare. Dessutom väntas också efterfrågan på bostäder öka i långsammare takt vilket bidrar till att bostadsinvesteringarna förväntas minska något under 2019.

Den förbättrade industrikonjunkturen i omvärlden innebär att utländsk efterfrågan på svenska varor och tjänster stiger, men ökningen bedöms bli måttlig jämfört med tidigare uppgångsfaser eftersom tillväxten på svenska exportmarknader förblir förhållandevis låg i ett historiskt perspektiv (se diagram 4:5).

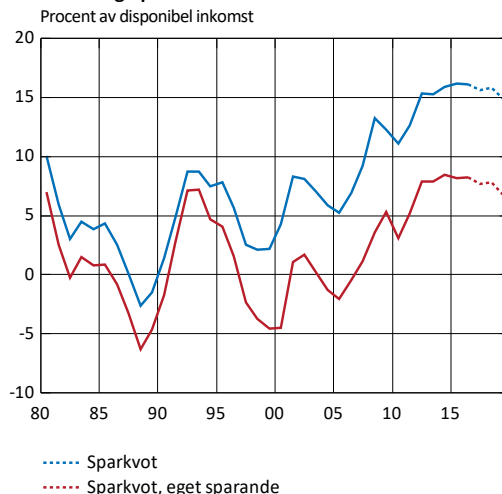
Sammantaget väntas svensk BNP växa med drygt 3 procent i år för att därefter öka med i genomsnitt 2,5 procent per år 2018–2019 (se diagram 4:6). Jämfört med bedömningen i juli innebär detta en upprevidering av BNP-prognosen för 2017.

Det offentliga finansiella sparandet har stärkts de senaste åren och väntas uppvisa överskott motsvarande närmare en procent av BNP under prognosperioden. Under 2018 antas reformer motsvarande 40 miljarder genomföras i linje med vad regeringen aviserat. Det nya överskottsmålet på 1/3 procent av BNP som väntas gälla från och med 2019 bedöms uppfyllas.

Bostadspriser och skulder växer snabbare än hushållens inkomster

Med en långsammare ökningstakt för hushållens inkomster och stigande bolåneräntor väntas efterfrågan på bostäder växa långsammare de kommande åren. Samtidigt färdigställs ett stort antal bostäder, vilket också bedöms bidra till att priserna på bostäder ökar i långsammare takt. Sammantaget

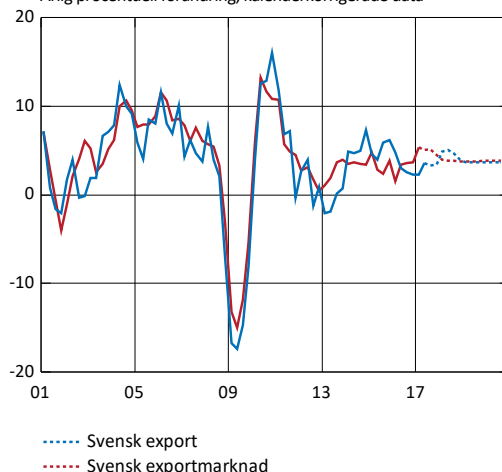
Diagram 4:4. Hushållens sparkvot med och utan kollektivt försäkringsparande



Anm. I hushållens totala sparande ingår kollektivt försäkringsparande. I den äldre definitionen, som också kallas hushållens egna totala sparande, är det kollektiva försäkringsparandet exkluderat och sparandet utgörs av skillnaden mellan inkomster och konsumtionsutgifter.

Källor: SCB och Riksbanken

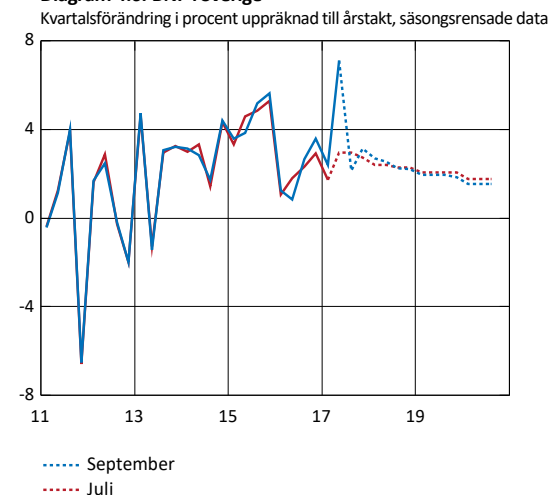
Diagram 4:5. Export och svensk exportmarknad
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:6. BNP i Sverige



Källor: SCB och Riksbanken

ökar dock både bostadspriser och skulder snabbare än hushållens inkomster. Hushållens skulder i procent av den disponibla inkomsten, den så kallade skuldkvoten, väntas därmed stiga ytterligare de närmaste åren, till nära 200 procent 2020 (se diagram 4:7).

Hög sysselsättningsgrad

Läget på arbetsmarknaden har förbättrats kontinuerligt sedan början av 2013 med stigande sysselsättningsgrad och sjunkande arbetslöshet (se diagram 4:8). Det starka konjunkturläget gör att efterfrågan på arbetskraft är fortsatt stor. Företagens anställningsplaner ligger på höga nivåer och sysselsättningsstillväxten ligger på drygt 2 procent. Som en följd av att invandringen minskar och att den inrikes födda befolkningen åldras, ökar befolkningen i arbetsför ålder långsammare de kommande åren.¹¹ Även efterfrågan på arbetskraft mattas av något, vilket bidrar till att tillväxten i arbetskraften och sysselsättningen dämpas. Sysselsättningsgraden och arbetskraftsdeltagandet väntas dock ligga kvar på historiskt höga nivåer samtidigt som arbetslösheten faller ytterligare något.

Bristen på arbetskraft ökar ytterligare

Samtidigt som läget på arbetsmarknaden förbättrats har det blivit allt svårare för arbetsgivarna att rekrytera den personal de efterfrågar. Andelen företag som anger brist på arbetskraft steg enligt Konjunkturbarometern ytterligare det andra kvartalet. I synnerhet inom tillverkningsindustrin och byggbranschen ligger nu bristtalen på historiskt höga nivåer. Andra tecken på att det är svårt att få tag i arbetskraft är att rekryteringar nu i stor utsträckning sker bland de som redan har en anställning (se diagram 4:9). Detta väntas påverka den lokala lönebildningen och medföra stigande löneökningar utöver de centralt avtalade löneökningarna.

Riksbanken bedömer att resursutnyttjandet i svensk ekonomi för närvarande är högre än normalt. Trots att tillväxten dämpas nästa år väntas den ändå vara tillräckligt stark för att resursutnyttjandet i ekonomin ska stiga ytterligare något (se diagram 4:10).

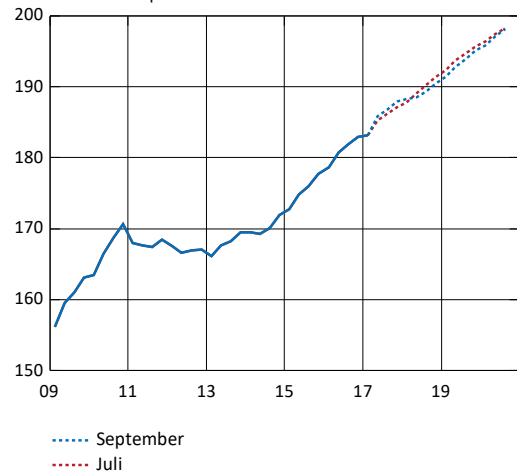
Stramare arbetsmarknad ger stigande löneökningstakt

I slutet av mars i år träffade parterna inom industrin nya kollektivavtal med en kostnadsram på 6,5 procent under tre år. Fram till och med början av juli hade närmare 300 kollektivavtal slutits och inrapporterats till Medlingsinstitutet, vilket innebär att tre av fyra anställda som ska få nya avtal i år nu har fått det. De avtal som hittills slutits har också varit i linje med de normerande avtalen inom industrin.

Preliminära utfall enligt konjunkturlönestatistiken har publicerats för första halvåret i år. Löneökningstakten bedöms

Diagram 4:7. Hushållens skulder

Procent av disponibel inkomst

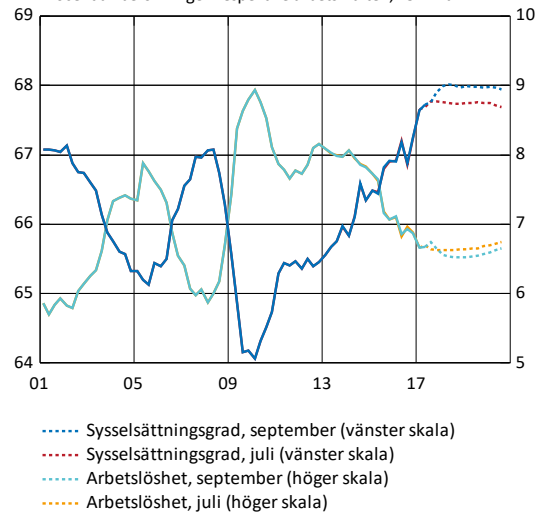


Anm. Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster summerade över de senaste fyra kvartalen.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:8. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet

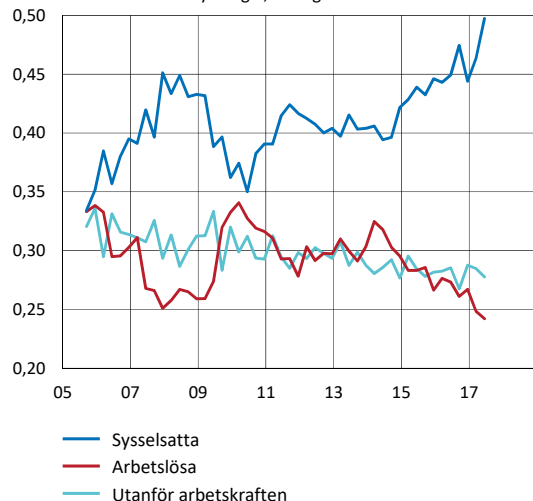
Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15–74 år



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:9. Rekryteringar efter tidigare arbetskraftstillhörighet

Andel av totala rekryteringar, säsongsrensade data



Anm. Rekryteringar avser enbart rekryteringar utanför företag/organisationen.

Källor: SCB och Riksbanken

¹¹ Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har Migrationsverket reviderat ned bedömningen av antalet beviljade uppehållstillstånd de kommande åren. Riksbanken har beaktat denna revidering och justerat ned prognosen för befolkningstillväxten. Även Riksbankens bedömning av den trendmässiga utvecklingen av arbetskraftsutbudet har justerats ned.

enligt denna statistik uppgå till cirka 2,7 procent i årlig procentuell förändring i år, vilket innebär att löneökningar utöver avtalen stigit något jämfört med fjolåret. De förhållandevis låga avtalen samt svaga löneökningar i omvärlden väntas bidra till att löneökningstakten förblir relativt måttlig, men att den ändå stiger i takt med att arbetsmarknaden blir allt stramare. För en stigande löneökningstakt talar dessutom en starkt produktivitetstillväxt och en återhämtning i företagens vinstandel.

Nationalräkenskapernas utfall för de totala arbetskraftskostnaderna, det vill säga summan av löner och arbetsgivaravgifter, under första halvåret var i linje med den bedömning som gjordes i föregående prognos i juli. Utfallen väntas dock bli högre under det andra halvåret. Det beror på att många som fick nya löneavtal under perioden april till och med juni inte får de nya lönerna utbetalade förrän under andra halvåret.

Under prognosperioden bedöms timlönerna och arbetskraftskostnaderna enligt nationalräkenskaperna stiga i linje med prognoserna för lönerna enligt konjunkturstatistiken. Produktiviteten väntas i år växa med 2 procent för att under resterande del av prognosperioden öka i något långsammare takt. Till följd av den relativt starka produktivitetstillväxten bedöms tillväxten i arbetskraftskostnaderna per producerad enhet minska något i år för att därefter stiga till en tillväxttakt omkring 2 procent per år (se diagram 4:11).

Viss ytterligare förstärkning av kronan framöver

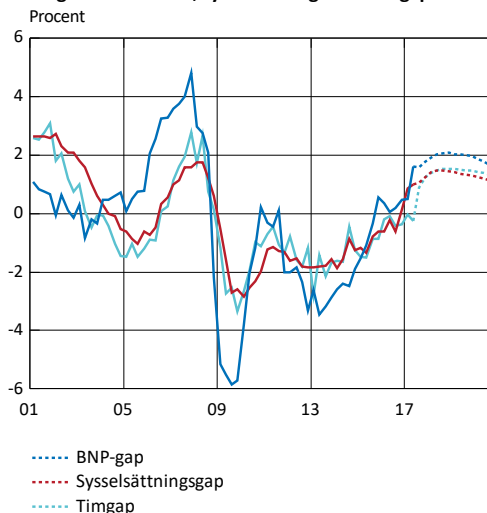
Kronan har förstärkts på senare tid och är starkare jämfört med prognosen i juli. Den makrostatistik som publicerats sedan förra prognosen har generellt varit bättre än väntat vilket bedöms vara en viktig orsak till kronförstärkningen. En ytterligare bidragande orsak är den allmänna försvagningen av dollarn som har skett under samma period. Jämfört med prognosen i juli bedöms kronan vara starkare fram till och med slutet av 2019 för att sedan återgå till samma nivå som prognosen i juli (se diagram 4:12).

Inflationen faller tillbaka på kort sikt

Inflationen mätt med KPIF har stigit trendmässigt sedan 2014 och uppgick till 2,4 procent i juli. Under det senaste året har stigande energipriser bidragit till uppgången. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi är därför lägre och uppgick till 2,1 procent i juli.

Den senaste tidens tydliga uppgång i inflationen beror delvis på tillfälliga faktorer, i huvudsak kraftiga prisökningar på utrikes resor, och en viss nedgång i inflationen väntas därför under resten av 2017. Samtidigt har det varit en relativt bred uppgång i tjänstepriserna och Riksbanken bedömer att det finns förutsättningar för att inflationen ska ligga kvar nära 2 procent framöver. Detta motiveras framför allt av att resursutnyttjandet i ekonomin har stigit och väntas vara fortsatt

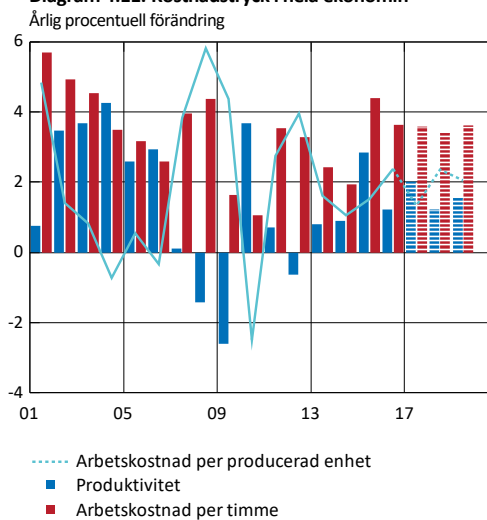
Diagram 4:10. BNP-, sysselsättnings- och timgap



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

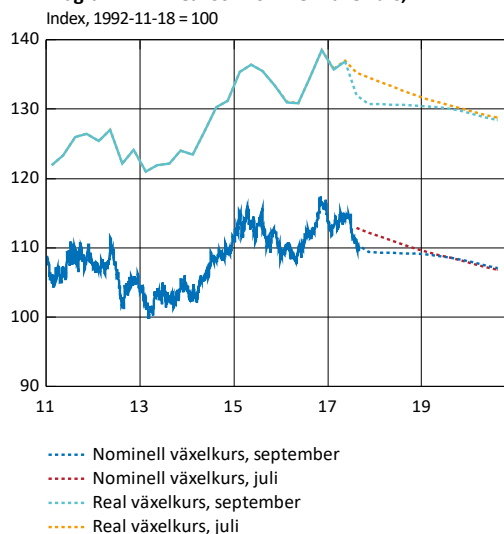
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:11. Kostnadstryck i hela ekonomin



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:12. Real och nominell växelkurs, KIX



Anm. Real växelkurs är deflaterad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. KPIF är KPI med fast ränta. 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

högre än normalt under prognosperioden. En starkare konjunktur, både i Sverige och i omvärlden, leder vanligen till att företagens kostnader ökar allt snabbare och att det blir lättare för företagen att höja sina priser. Samtidigt har produktivitetstillväxten varit högre än väntat på senare tid vilket bidrar till att hålla tillbaka kostnadstrycket i ekonomin.

En annan faktor som bidrar till att dämpa inflationen framöver är kronans växelkurs. Kronan har förstärkts på senare tid och väntas stärkas ytterligare något under prognosperioden. Dessutom bedöms bidraget från energipriserna till inflationen bli något mindre framöver. Sammantaget är det främst det högre resursutnyttjandet, med stöd från en fortsatt expansiv penningpolitik, och ett högre internationellt pristryck som gör att inflationen håller sig nära 2 procent.

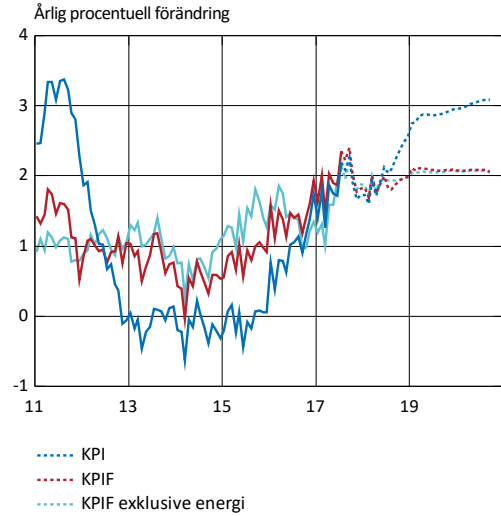
Inflationen nära 2 procent de kommande åren

Jämfört med prognosen i juli är inflationsprognosen uppreviderad. Även om KPIF-inflationen väntas falla tillbaka något den närmaste tiden bedöms den ändå hålla sig nära 2 procent under resten av prognosperioden (se diagram 4:13). I likhet med förra prognosen väntas energipriserna öka snabbare än övriga priser i år och bidra till att inflationen mätt med KPIF blir något högre än KPIF exklusive energi. På längre sikt bedöms de öka ungefär i samma takt.

Inflationen enligt KPIF väntas bli högre än inflationen med det EU-harmoniserade måttet HIKP de närmaste åren (se diagram 4:14). Värdet på hushållens fastighetsstock bedöms öka snabbare än övriga priser kommande år, vilket påverkar KPIF med inte HIKP.

KPI ökar snabbare än KPIF under prognosperioden (se diagram 4:13). När reporäntan, och därmed också bostadsräntorna börjar stiga under 2018 stiger också hushållens räntekostnader allt snabbare, vilket påverkar KPI men inte KPIF.

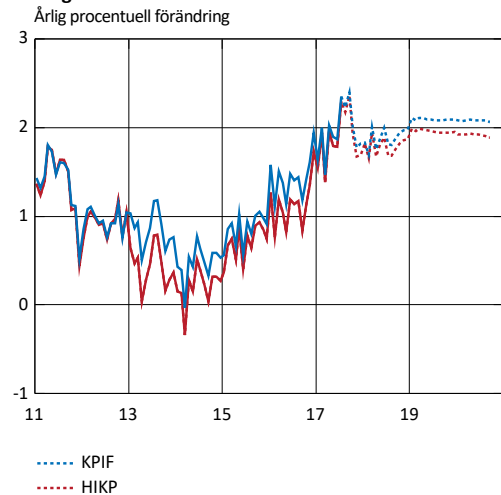
Diagram 4:13. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi



Anm. KPIF är KPI med fast ränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:14. KPIF och HIKP



Källor: SCB och Riksbanken

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos
Procent, kvartalsmedelvärden

	2017 kv 2	2017 kv 3	2017 kv 4	2018 kv 3	2019 kv 3	2020 kv 3
Reporänta	-0,5	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,5)	-0,4 (-0,4)	0,1 (0,1)	0,6

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

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

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 (-0,5)	-0,4 (-0,4)	0,0 (0,0)
10-årsränta	0,8	0,5	0,8 (0,8)	1,5 (1,5)	2,2 (2,1)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	112,6	111,7	111,9 (113,2)	109,2 (110,7)	108,7 (108,8)
Offentligt finansiellt sparande*	0,3	0,9	0,9 (0,8)	0,7 (0,8)	0,8 (0,9)

* 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	0,12	0,47	1,9	1,7	2,1 (2,0)	1,8 (1,7)	1,6 (1,6)
USA	0,15	0,08	2,9	1,5	2,1 (2,2)	2,5 (2,4)	2,1 (2,1)
Japan	0,04	0,02	1,1	1,0	1,9 (1,2)	1,1 (0,9)	0,8 (0,8)
Kina	0,18	0,08	6,9	6,7	6,8 (6,6)	6,3 (6,2)	6,1 (6,0)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,3	2,1	2,6 (2,5)	2,4 (2,3)	2,3 (2,3)
Världen (PPP-vägd)	1,00	-	3,4	3,2	3,6 (3,5)	3,7 (3,7)	3,7 (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 2014 som används för 2017 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	1,4 (1,4)	1,2 (1,3)	1,7 (1,7)
USA	0,1	1,3	1,9 (1,9)	2,1 (2,1)	2,5 (2,5)
Japan	0,8	-0,1	0,6 (0,6)	1,1 (1,2)	1,5 (1,6)
KIX-vägd	1,1	1,1	1,8 (1,9)	1,9 (1,9)	2,2 (2,2)

	2015	2016	2017	2018	2019
Styrränta i omvärlden, procent	0,1	-0,1	-0,1 (-0,1)	0,0 (0,1)	0,2 (0,3)
Råoljepris, USD/fat Brent	53,5	45,1	52,0 (50,2)	51,7 (49,3)	52,3 (50,6)
Svensk exportmarknad	3,5	3,0	5,0 (4,9)	3,9 (3,9)	3,8 (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	2,3 (1,8)	2,6 (2,3)	2,4 (2,4)
Offentlig konsumtion	2,5	2,9	0,4 (0,5)	2,1 (1,6)	1,3 (1,3)
Fasta bruttoinvesteringar	7,0	5,3	7,6 (5,3)	4,3 (3,8)	2,1 (2,4)
Lagerinvesteringar*	0,3	0,1	0,0 (-0,2)	-0,1 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	5,6	3,5	2,7 (3,4)	4,4 (4,1)	3,6 (3,6)
Import	5,5	3,8	2,5 (3,4)	4,7 (4,4)	3,9 (3,8)
BNP	4,1	3,2	3,2 (2,2)	2,7 (2,4)	2,0 (2,1)
BNP, kalenderkorrigerad	3,8	2,9	3,4 (2,5)	2,8 (2,5)	2,1 (2,2)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	3,5	3,1	3,0 (2,2)	2,7 (2,4)	2,0 (2,0)
Nettoexport*	0,3	0,0	0,2 (0,2)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	4,7	5,1	5,2 (4,9)	5,1 (4,8)	5,0 (4,7)

* 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, 15–74 år	0,7	0,9	1,1 (1,1)	0,7 (0,7)	0,5 (0,5)
Potentiellt arbetade timmar	0,9	0,8	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)	0,5 (0,6)
BNP, kalenderkorrigerad	3,8	2,9	3,4 (2,5)	2,8 (2,5)	2,1 (2,2)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,0	1,7	1,4 (1,6)	1,6 (1,1)	0,5 (0,6)
Sysselsatta, 15–74 år	1,4	1,5	2,1 (2,1)	1,0 (0,8)	0,4 (0,5)
Arbetskraft, 15–74 år	0,8	1,0	1,8 (1,8)	0,9 (0,7)	0,4 (0,5)
Arbetslöshet, 15–74 år*	7,4	6,9	6,7 (6,7)	6,5 (6,6)	6,5 (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	2,4	2,7 (2,7)	3,1 (3,0)	3,3 (3,2)
Timlön, NR	3,5	3,2	3,4 (3,2)	3,4 (3,2)	3,5 (3,4)
Arbetsgivaravgifter*	0,9	0,5	0,2 (0,2)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)
Arbetskostnad per timme, NR	4,4	3,6	3,6 (3,4)	3,4 (3,3)	3,6 (3,5)
Produktivitet	2,8	1,2	2,0 (0,8)	1,2 (1,4)	1,6 (1,5)
Arbetskostnad per producerad enhet	1,5	2,4	1,6 (2,5)	2,2 (1,9)	2,0 (1,9)

* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken



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

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