

# Penningpolitisk rapport

Oktober 2018





## 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.<sup>1</sup> 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 23 oktober 2018. Rapporten går att ladda ned i pdf format på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) där det också finns mer information om Riksbanken.

---

<sup>1</sup> 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

<b>KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar</b>	<b>5</b>
Svensk inflation vid målet	5
Den aktuella penningpolitiken	6
Osäkerhet och risker	8
<b>FÖRDJUPNING – Varför mått på underliggande inflation?</b>	<b>11</b>
<b>KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden</b>	<b>14</b>
Utvecklingen internationellt	14
Finansiella förhållanden i Sverige	16
<b>FÖRDJUPNING – Vad brukar hända när reporäntan höjs?</b>	<b>19</b>
<b>KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget</b>	<b>23</b>
Inflationen i Sverige	23
Global och svensk konjunktur	24
<b>KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna</b>	<b>28</b>
Omvärlden	28
Sverige	30
<b>FÖRDJUPNING – Kronans utveckling på längre sikt</b>	<b>35</b>
<b>Tabeller</b>	<b>39</b>



## KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Sedan den penningpolitiska rapporten i september har den ekonomiska utvecklingen i stora drag varit som förväntat, både i omvärlden och i Sverige. Osäkerheten har ökat något kring utsikterna för världsekonomin men konjunkturutvecklingen är fortsatt god. Aktiviteten i svensk ekonomi är hög, även om BNP-tillväxten väntas dämpas framöver. Läget på arbetsmarknaden är starkt med stor efterfrågan på arbetskraft. Inflationen steg till 2,5 procent i september, delvis till följd av snabbt stigande energipriser. Olika mått på underliggande inflation är lägre, men det finns tecken på att inflationstrycket stiger i ekonomin. Sammantaget bedöms inflationen ligga nära målet på 2 procent de kommande åren.

De samlade konjunktur- och inflationsutsikterna är i stort sett oförändrade sedan den penningpolitiska rapporten i september. Direktionen har därför, i linje med föregående prognos, beslutat att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Om ekonomin utvecklas på ett sätt som fortsätter att stödja utsikterna för inflationen bedömer direktionen att det snart är lämpligt att börja höja reporäntan i långsam takt. Prognosen för reporäntan är oförändrad sedan det penningpolitiska mötet i september och indikerar att reporäntan höjs med 0,25 procentenheter antingen i december eller i februari. Liksom vid första höjningen kommer penningpolitiken även därefter att anpassas efter utsikterna för inflationen. Återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen fortsätter tillsvidare. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

### Svensk inflation vid målet

#### Positiv utveckling i omvärlden men ökad osäkerhet

Den globala konjunkturutvecklingen är fortsatt positiv även om till exempel utvecklingen i Italien och den upptrappade handelskonflikten mellan USA och Kina innebär att osäkerheten kring utsikterna för världsekonomin har ökat något. Till den ökade osäkerheten bidrar också svaghetstecken i flera framväxande ekonomier som är särskilt sårbara för stramare finansiella förhållanden i amerikansk ekonomi. Tillväxten i världshandeln har dämpats under 2018. Tillsammans med en viss nedgång i tillväxtindikatorer talar detta för en något svagare utveckling i omvärlden jämfört med fjolåret. Men resursutnyttjandet i de utvecklade ekonomierna stiger och i takt med detta väntas löneökningstakten och inflationstrycket fortsätta att stiga gradvis. Penningpolitiken i omvärlden har därför börjat röra sig i en mindre expansiv riktning i ett antal länder. De finansiella förhållandena har blivit något stramare men ger fortsatt stöd till den ekonomiska utvecklingen i såväl Sverige som omvärlden.

#### Aktiviteten i svensk ekonomi fortsatt hög

De senast publicerade nationalräkenskaperna tecknar en bild av en något svagare BNP-tillväxt de senaste åren. Riksbanken bedömer ändå att svensk konjunktur är och har varit stark. Framöver väntas BNP-tillväxten mattas av (se diagram 1:2).

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Positiv utveckling i världsekonomin även om osäkerheten har ökat något. Penningpolitiken i omvärlden har börjat röra sig i en mindre expansiv riktning i allt fler länder.
Fortsatt stark konjunktur i Sverige.
KPIF-inflation och inflationsförväntningar över 2 procent. Underliggande inflation är lägre än KPIF-inflationen men stiger i linje med prognosen i september.
Långsam förstärkning av växelkursen.
Slutsats: Reporäntan behålls oförändrad på -0,50 procent. Utvecklas ekonomin på ett sätt som fortsatt stödjer utsikterna för inflationen väntas reporäntan höjas antingen i december eller i februari. Återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar i Riksbankens obligationsportfölj fortsätter tillsvidare.

Tabell 1:2.

Viktiga prognosrevideringar sedan den penningpolitiska rapporten i september
Något svagare arbetsmarknad och BNP-tillväxt i nuläget, därmed något lägre resursutnyttjande i ekonomin.
Lägre produktivitetstillväxt, därmed högre ökningstakt i arbetskostnad per producerad enhet.
Något långsammare förstärkning av växelkursen under kommande år.
Sammantaget i stort sett oförändrad prognos för KPIF-inflationen.

Detta är en följd av att både utländsk och inhemsk efterfrågan växer lite långsammare, där dämpningen av inhemsk efterfrågan främst beror på minskade bostadsinvesteringar.

Utvecklingen på arbetsmarknaden har varit mycket stark i flera år och både arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden har stigit till historiskt höga nivåer. Nedgången i arbetslösheten har nu bromsat in även om indikatorer tyder på att arbetskraftsefterfrågan är fortsatt god. Men i takt med att sysselsättningsgraden stigit och arbetslösheten sjunkit har det blivit svårare för företag att hitta den personal de söker. Detta återspeglas i höga bristtal och långa rekryteringstider. Framöver väntas en långsammare ökning av sysselsättningen och en något högre arbetslöshet.

Även om BNP-tillväxten och sysselsättningsgraden är något lägre än tidigare antagits, bedöms resursutnyttjandet i svensk ekonomi i nuläget fortfarande vara högre än normalt och det väntas fortsätta att vara relativt högt under de kommande åren.

### Inflationen fortsatt nära 2 procent

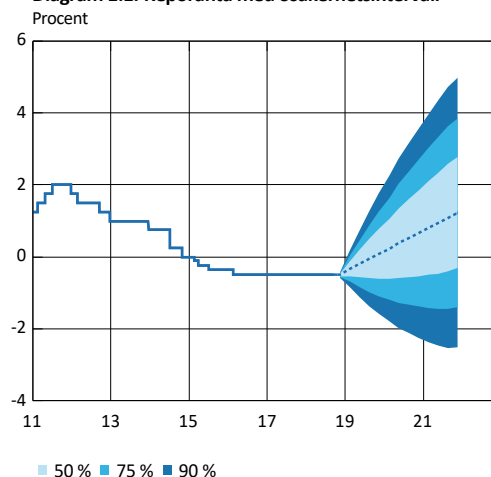
Sedan inledningen av 2017 har KPIF-inflationen varit nära inflationsmålet på 2 procent, och i september uppgick inflationen till 2,5 procent (se diagram 1:3). En förklaring till detta har varit snabbt stigande energipriser. För att få en uppfattning om den varaktiga delen av den uppmätta inflationen kan man studera mått på underliggande inflation (se fördjupning "Varför mått på underliggande inflation?"). Medianen av olika mått på underliggande inflation steg i september till 1,7 procent (se diagram 3:2). Det finns även andra tecken på att inflationstrycket stiger i ekonomin, men det bedöms fortfarande vara relativt måttligt.

Fortsatt höga energipriser och en högre ökningstakt på främst varupriser, till följd av tidigare kronförsvagning, gör att inflationen väntas fortsätta att vara runt 2,5 procent till mitten av 2019. Under 2019 dämpas ökningstakten i energipriserna, och bidrar då till att KPIF-inflationen sjunker tillbaka till strax under 2 procent (se diagram 1:4). Den starka konjunkturen, stigande kostnadstryck i näringslivet och gradvis högre inflationstryck i omvärlden innebär att förutsättningarna för att inflationen ska vara kvar nära 2 procent är goda. Olika undersökningar indikerar även att inflationsförväntningarna är vid 2 procent. Sammantaget bedömer Riksbanken att inflationen kommer att vara nära 2 procent de kommande åren.

## Den aktuella penningpolitiken

Riksbankens penningpolitik med en negativ styrränta och omfattande köp av statsobligationer har de senaste åren haft ett tydligt genomslag på korta och långa marknadsräntor och på kronans växelkurs. Penningpolitiken har bidragit till att inflationen nu är över 2 procent, att inflationsförväntningarna är nära 2 procent, att konjunkturen är stark och att arbetslösheten har fallit tillbaka.

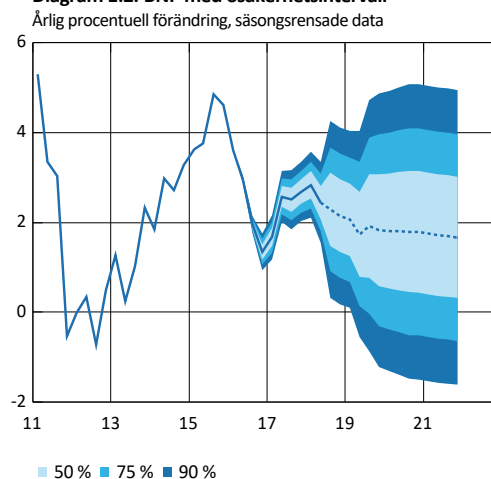
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall



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

Källa: Riksbanken

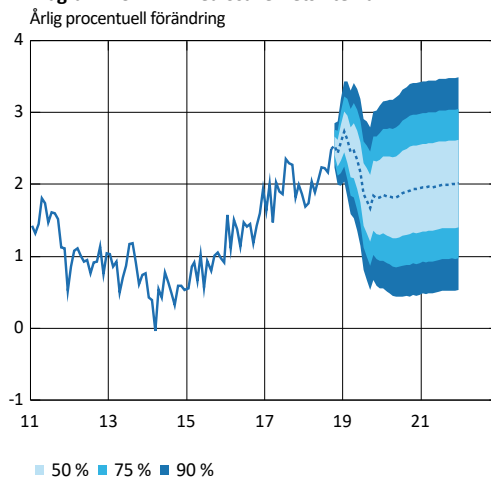
Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken



### Ekonomiska utvecklingen som förväntat

Utvecklingen i omvärlden har så här långt varit god och i linje med Riksbankens prognoser, även om det finns ett antal omständigheter som ökat osäkerheten kring de globala konjunktursiktterna. Så här långt bedöms den ökade osäkerheten endast få marginella effekter på den ekonomiska utvecklingen. Riskerna kan, om de materialiseras, ha stor påverkan på den globala ekonomin framöver men är svåra att siffer-sätta i en prognos.

När det gäller den svenska ekonomin har ny information inte ändrat bilden av att konjunkturen har utvecklats starkt en längre tid och att resursutnyttjandet är högre än normalt. Även läget på arbetsmarknaden är fortsatt stramt. Efterfrågan på arbetskraft är hög och företagen uttrycker svårigheter att hitta den kompetens de efterfrågar.

Framöver bedöms resursutnyttjandet bli lite lägre jämfört med prognosen i september. Samtidigt har tillväxten i produktiviteten varit oväntat svag, vilket sammantaget innebär att utfall och prognos för arbetskostnaderna per producerad enhet har reviderats upp något. Den samlade bilden av inflationsutsiktterna de närmaste åren är i stort sett oförändrad (se diagram 1:5). KPIF-inflationen uppgick till 2,5 procent i september, vilket var i linje med Riksbankens prognos. Under andra halvåret 2019 väntas inflationen sjunka tillbaka men den fortsätter även efter det att ligga nära målet på 2 procent.

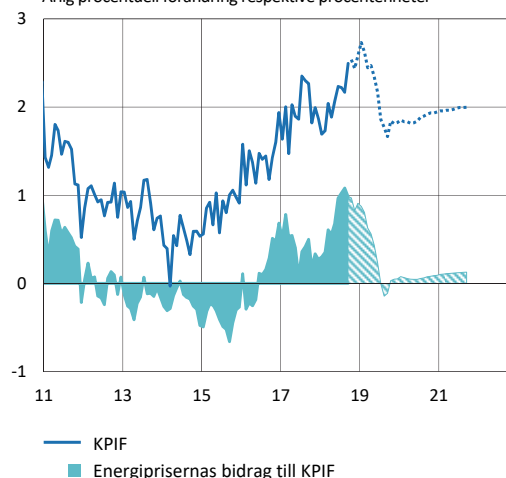
### Om inflationsutsiktterna står sig är det snart lämpligt att börja höja reporäntan

Den ekonomiska utvecklingen har i stora drag varit som förväntat och de samlade konjunktur- och inflationsutsiktterna är i det närmaste oförändrade sedan den penningpolitiska rapporten i september. Direktionen har därför, i linje med föregående prognos, beslutat att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent (se diagram 1:6). Om ekonomin utvecklas på ett sätt som fortsätter att stödja utsiktterna för inflationen bedömer direktionen att det snart är lämpligt att börja höja reporäntan. Inflationsprognosen bygger på att reporäntan höjs med 0,25 procentenheter vid det penningpolitiska mötet i antingen december eller februari. Detta är samma bedömning som i september.

För att inflationen ska vara vid målet även framöver är det viktigt att konjunkturen fortsätter att vara stark och sätter avtryck i prisökningarna. Penningpolitiken behöver därför vara fortsatt expansiv. Prognosen för reporäntan är oförändrad sedan i september. Enligt denna höjs reporäntan långsamt framöver, med ungefär två höjningar per år med 0,25 procentenheter vid varje tillfälle. Liksom vid första höjningen kommer penningpolitiken även därefter att anpassas efter utsiktterna för inflationen.

Riksbanken är fortsatt vaksam på hur inflationstrycket i ekonomin utvecklas. I detta sammanhang är det också viktigt att kronans växelkurs utvecklas på ett sätt som är förenligt

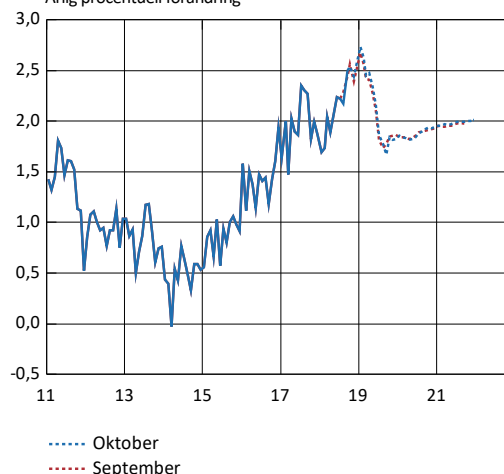
**Diagram 1:4. KPIF och bidrag från energipriser**  
Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Anm. Energiprisbidraget till KPIF är i prognosen beräknat som årlig procentuell förändring i energipriserna multiplicerat med deras nuvarande vikt i KPIF.

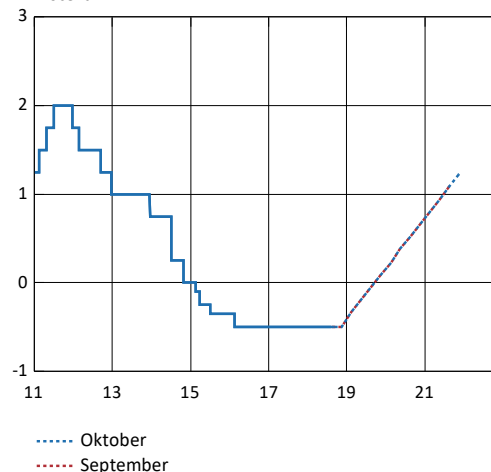
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:5. KPIF**  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:6. Reporänta**  
Procent



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

med att inflationen förblir nära målet. Sammantaget görs bedömningen att penningpolitiken behöver gå försiktigt fram och vara fortsatt expansiv under en lång tid framöver. Den reala reporäntan väntas vara negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:9).

### Statsobligationsköpen bidrar till penningpolitisk expansivitet

Riksbankens innehav av statsobligationer uppgick i slutet av september till knappt 340 miljarder kronor i nominellt belopp (se diagram 1:7). Nettoköpen av statsobligationer avslutades i december 2017, men tillsvidare återinvesteras förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen. I december 2017 beslutade direktionen att återinvesteringarna av de stora förfall som sker under första halvåret 2019 ska fördelas jämnt under perioden från januari 2018 till juni 2019 (se diagram 1:8). Detta innebär att Riksbankens innehav av statsobligationer ökar tillfälligt under 2018 och början av 2019.

## 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 starkare respektive svagare utveckling i princip balanserade. Det är dock svårt att bedöma hur sannolika olika framtida händelser är och vilka konsekvenserna skulle bli om de inträffar.

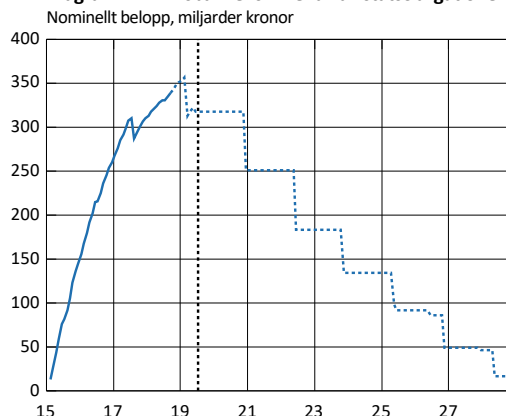
Det är inte heller självklart hur penningpolitiken ska förhålla sig till osäkerhet och risker. Det finns tillfällen då man i den penningpolitiska avvägningen kan vilja ta speciell hänsyn till vissa risker som bedöms kunna få särskilt stora konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen. Men vid andra tillfällen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

### Osäkerhet kring utvecklingen i omvärlden

Sverige är en liten ekonomi med en omfattande handel med omvärlden. Hur den globala ekonomin utvecklas har därför stor betydelse för utvecklingen i Sverige, såväl när det gäller tillväxten som inflationen.

Osäkerheten kring den internationella konjunkturen har ökat något den senaste tiden, vilket bland annat avspeglas i ökad oro på världens börser. En risk är att tillväxten i den globala ekonomin blir svagare än i Riksbankens prognoser. Detta skulle kunna bli fallet exempelvis i ett scenario där de pågående handelskonflikterna trappas upp ytterligare och leder till ökad pessimism bland hushåll, företag och på finansiella marknader (se marginalrutan "Ökad protektionism i världshandeln" i kapitel 4 för en beskrivning av de protektionistiska åtgärder som hittills har vidtagits). Fortsatt osäkerhet kring den ekonomiska utvecklingen i länder som Argentina och Turkiet kan också bidra till ett försämrat stämningssläge och svagare tillväxt i världsekonomin, speciellt om det får effekter på de finansiella marknaderna.

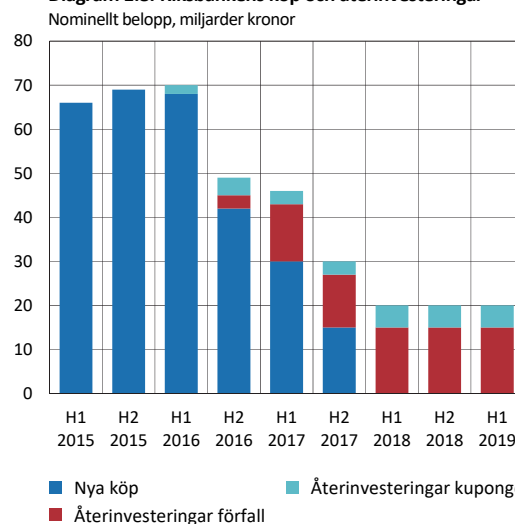
Diagram 1:7. Riksbankens innehav av statsobligationer



Anm. Prognos fram till juni 2019, därefter en teknisk framskrivning under antagandet att inga ytterligare återinvesteringar görs. Utvecklingen för innehavet påverkas också till viss del av obligationernas marknadspriser och vilka obligationer Riksbanken väljer att återinvestera i. Vertikal linje markerar skiftet mellan prognos och teknisk framskrivning.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:8. Riksbankens köp och återinvesteringar



Anm. Utvecklingen för återinvesteringar från och med halvårsskiftet 2018 är en prognos och avser nominella belopp. De slutliga beloppen kommer att bero på aktuella marknadspriser.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:9. Real reporänta

Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Den reala reporäntan är Riksbankens förväntade realränta, beräknad som ett medelvärde av Riksbankens reporänteprognos för det kommande året minus inflationsprognosen (KPIF) för motsvarande period. Utfall baseras på vid tidpunkten aktuella prognoser.

Källa: Riksbanken

Det råder också osäkerhet om huruvida den italienska regeringens budgetförslag kommer att justeras så att det blir förenligt med landets åtaganden gentemot EU. I ett mycket dåligt scenario kan det uppstå oro för hela det europeiska samarbetet, med stora konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen.

Osäkerheten kring de ekonomiska och finansiella effekterna av Storbritanniens utträde ur EU kvarstår också. Detta gäller i synnerhet om Storbritannien skulle lämna EU utan ett utträdesavtal. De långsiktiga tillväxteffekterna i ett sådant scenario bedöms visserligen bli relativt begränsade för EU som helhet. Men effekterna varierar mellan olika länder och på kort sikt kan man inte utesluta betydande störningar, i synnerhet på de finansiella marknaderna.

I ett scenario med svagare global tillväxt blir sannolikt också inflationen i omvärlden lägre än i Riksbankens prognos. Det finns även osäkerhet kring hur sambandet mellan resursutnyttjandet och inflationen ser ut efter finanskrisen. I flera länder har den underliggande inflationen förblivit låg trots att ekonomin återhämtat sig och konjunkturen är relativt gott. Det är framför allt löneökningarna som varit påfallande låga på många håll. Detta har rest frågan om det har skett strukturella förändringar som gjort att sambandet mellan resursutnyttjandet och inflationen har försvagats mer varaktigt. En konsekvens skulle i så fall kunna vara att penningpolitiken behöver vara mer expansiv än tidigare för att uppnå en viss inflationstakt. Det är dock också möjligt att utvecklingen förklaras av att tidsfördröjningen mellan förbättringar av konjunkturen och pris- och löneökningar har varit ovanligt lång efter finanskrisen. Ett tecken på att så skulle kunna vara fallet är att löneökningarna nu tycks börja ta fart i flera länder, exempelvis Tyskland.

I USA är den ekonomiska utvecklingen särskilt stark; arbetslösheten är den lägsta på nästan 50 år och den expansiva finanspolitiken bidrar till att driva upp tillväxten i en redan stark konjunktur. Om inflationen i USA blir högre än väntat eller om det uppstår frågetecken kring de offentliga finanserna kan de amerikanska räntorna stiga snabbt, vilket kan förvärra problemen ytterligare för de framväxande ekonomier som redan påverkats negativt av högre räntor i omvärlden och en starkare dollar. De direkta ekonomiska konsekvenserna för Sverige av en sådan utveckling är sannolikt begränsade, men det kan inte uteslutas att spridningseffekter via de finansiella marknaderna kan få större konsekvenser även för Sverige.

### Osäkerhet kring utvecklingen i Sverige

Sveriges stora omvärldsberoende gör att en svagare utveckling internationellt, till följd av exempelvis en upptrappning av handelskonflikterna, skulle slå igenom även på svensk tillväxt och inflation. Den långsamma inbromsningen av tillväxten som nu prognostiseras skulle i så fall kunna bli mer markerad.

Hur kronan kommer att utvecklas är en annan källa till osäkerhet, i det lite kortare perspektivet framför allt för

### Sidoeffekter av penningpolitiken

Det finns farhågor för att det kan uppstå oönskade sidoeffekter av den historiskt ovanliga penningpolitiken som bedrivits de senaste åren. Riksbanken analyserar kontinuerligt effekterna av den negativa reporäntan och de omfattande obligationsköpen.

En möjlig sidoeffekt av låga räntor är att de kan skapa incitament till ett för stort risktagande i ekonomin. Tillgångar kan bli övervärderade och risker felaktigt prissatta och olika aktörers skuldsättning kan öka på ett ohållbart sätt. Under en lång tid har uppgången i de svenska hushållens skuldsättning oroat. Uppgången beror bland annat på strukturella problem på bostadsmarknaden och att realränteläget fallit trendmässigt i Sverige och omvärlden, men även den expansiva penningpolitiken har bidragit. Många år av snabbt stigande bostadspriser och kraftigt ökad skuldsättning har gjort hushållen känsliga för både prisfall på bostadsmarknaden och stigande räntekostnader. Det är därför angeläget att på olika sätt öka hushållens motståndskraft och begränsa riskerna med hushållens höga skuldsättning.

En annan möjlig sidoeffekt är att de finansiella marknadernas funktionssätt försämras av negativ reporänta och statsobligationsköp. Hittills har dock marknaderna kunnat hantera negativ ränta relativt friktionsfritt. Vad gäller statsobligationsköpen har Riksbankens köp inneburit att en relativt stor andel av stocken inte finns tillgänglig för handel på marknaden och det finns tecken på att det bidrar till att det tar något längre tid att utföra transaktioner. Riksgäldens återförsäljare bidrar dock positivt till likviditeten i marknaden.

De negativa räntorna förefaller inte heller ha lett till ökad efterfrågan på kontanter, värdet av utestående sedlar och mynt är avsevärt lägre nu än när reporäntan först blev negativ. Det är fortfarande bara en mindre del av inlåningen som sker till negativa räntor och då endast från vissa större företag och delar av offentlig sektor. Därutöver skulle bankernas lönsamhet kunna minska till följd av låga och negativa räntor, något som i förlängningen skulle kunna motverka den avsedda effekten med penningpolitiken om utlåningsräntorna blir högre och utbudet av krediter lägre. De svenska bankernas lönsamhet har de senaste åren dock varit hög och stabil. Inte heller bankernas resultat och utlåningskapacitet har påverkats nämnvärt.

Sammantaget bedömer Riksbanken att sidoeffekterna av negativ styrränta och statsobligationsköp hittills varit hanterliga.

inflationen. På lång sikt tenderar visserligen den reala växelkursen, det vill säga växelkursen justerad för relativa prisnivåer, att röra sig mot en mer trögrörlig jämviktsnivå, men inte heller den är lätt att uppskatta (se fördjupningen "Kronans utveckling på längre sikt").

Ett scenario kan vara att Riksbanken har underskattat hur mycket och hur snabbt kronan kommer att stärkas när reporäntan börjar höjas. Med en oväntat kraftig förstärkning av kronan skulle importpriserna dämpas mer än prognostiserat och inflationen bli lägre än väntat. Detta skulle bli särskilt bekymmersamt i ett läge där löneökningarna är fortsatt dämpade och energipriserna vänder nedåt. Det skulle kunna leda till att förtroendet för inflationsmålet på nytt försvagas och inflationsförväntningarna sjunker. Problemen med en sådan utveckling beskrivs i marginalrutan "Risker med för låg inflation".

Det finns givetvis också en möjlighet att prognoserna underskattar inflationen framöver. Detta skulle kunna bli fallet till exempel om konjunkturen internationellt och i Sverige blir starkare än väntat, eller om sambandet mellan resursutnyttjandet och inflationen återgår till att vara mer som före finanskrisen. Riskerna för en allt för låg inflation förtjänar dock särskilt stor uppmärksamhet eftersom det vid rådande räntenivåer är svårare att hantera en inflation som blir för låg än en som blir för hög.

### Fortsatt osäkerhet om utvecklingen på bostadsmarknaden

Den svenska bostadsmarknaden är sedan en tid tillbaka inne i en svagare fas (se diagram 1:10). Utvecklingen framöver är osäker. Det kan inte uteslutas att bostadspriserna framöver faller ytterligare och att inbromsningen i bostadsinvesteringarna blir kraftigare än vad som antas i prognosen. Detta skulle sin tur kunna leda till en svagare utveckling av hushållens konsumtion samt lägre tillväxt och inflation.

Riksbankens prognos innebär att hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna fortsätter att stiga de närmaste åren (se diagram 1:11). För att minska riskerna med hushållens skuldsättning är det viktigt att alla bolån omfattas av en gedigen kreditprövning och att makrotillsynen utformas på ett ändamålsenligt sätt. För att komma till rätta med de mer grundläggande problemen kring hushållens skuldsättning är det framför allt angeläget att åtgärder vidtas inom bostadspolitiken och skattepolitiken. Exempel på tänkbara åtgärder är att se över hyres-sättningsystemet, beskattningen av kapitalvinster vid bostadsförsäljningar samt fastighetsskatten och ränteavdragen.

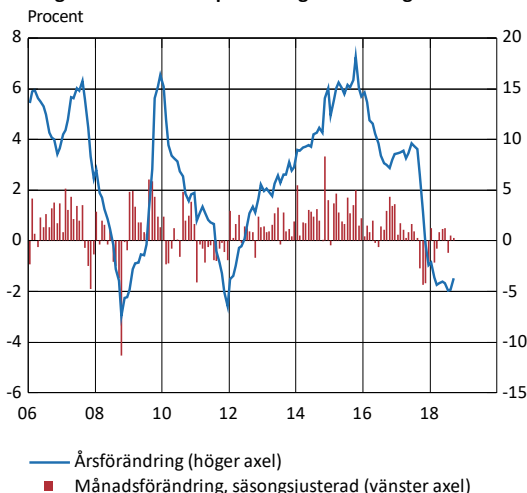
### Risker med för låg inflation

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 mitten av 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 väl fungerande 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 mer varaktigt ligger under målet kommer också den nominella räntan i genomsnitt att bli lägre. Då ökar risken för att reporäntan ska slå i sin nedre gräns, på samma sätt som om inflationsmålet skulle sänkas. Detta innebär att Riksbanken får ett minskat utrymme att sänka reporäntan i framtiden, om inflationen blir låg eller om konjunkturen sviktar. En alltför låg inflation kan dessutom göra det svårt att anpassa reallöner mellan individer i ett företag och mellan olika branscher, eftersom de nominella lönerna vanligtvis stiger och sällan sänks. Detta kan leda till att arbetsmarknaden fungerar sämre och att arbetslösheten blir högre.

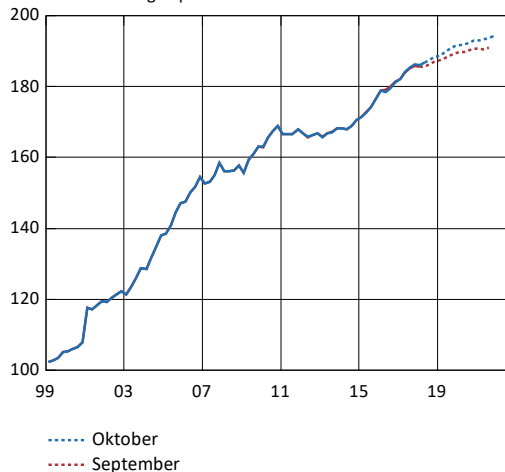
Diagram 1:10. Bostadspriser enligt HOX Sverige



Källor: Valueguard och Riksbanken

Diagram 1:11. Hushållens skulder

Procent av årlig disponibel inkomst



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

Källor: SCB och Riksbanken

## FÖRDJUPNING – Varför mått på underliggande inflation?

Den uppmätta inflationstakten påverkas ofta av tillfälliga prisförändringar, som inte har betydelse för inflationsutvecklingen på sikt. I likhet med andra centralbanker beräknar och publicerar Riksbanken därför olika mått på underliggande inflation. Syftet med att analysera sådana mått är att få en bild av hur hög den mer varaktiga delen av den uppmätta inflationstakten är genom att rensa bort tillfälliga prisförändringar. Inflationen mätt med KPIF ligger i nuläget på 2,5 procent medan mått på underliggande inflation ligger lägre. För att inflationen varaktigt ska ligga nära målet krävs att även mått på underliggande inflation ligger nära 2 procent.

### Penningpolitiken baseras på prognoser

Penningpolitiken inriktas normalt på att inflationen ska vara nära målet på 2 procent på ett par års sikt. Därför baseras penningpolitiken på prognoser för inflationen. Från början var inflationsmålet uttryckt i termer av KPI, men sedan september 2017 är det uttryckt i termer av KPI med fast ränta (KPIF).<sup>2</sup>

Den uppmätta inflationstakten påverkas ofta av prisförändringar av tillfällig karaktär. Det kan till exempel handla om brist på nederbörd som tillfälligt driver upp elpriserna eller en förändring i det så kallade ROT-avdraget som tillfälligt påverkar ökningstakten i hushållens boendekostnader. En viktig del i analysen av inflationen är att försöka bedöma hur stor del av den uppmätta inflationen som är tillfällig respektive mer varaktig. Utöver KPIF-inflationen analyserar Riksbanken därför även regelbundet mått på så kallad underliggande inflation. Syftet med att analysera utvecklingen i sådana mått är framför allt att få en fingervisning om nivån på den varaktiga, eller persistenta, delen av den uppmätta inflationstakten.

Även om många centralbanker använder mått på underliggande inflation i sin kommunikation finns det ingen entydig definition av vad underliggande inflation är och det förekommer olika sätt att beräkna den på. Ett sätt är att exkludera vissa förutbestämda undergrupper i KPIF vars priser anses spegla mer tillfälliga och kortvariga variationer än vad de övriga undergrupperna gör. KPIF exklusive energi är ett exempel på ett sådant mått. Andra sätt att beräkna den underliggande inflationen är att med hjälp av statistiska metoder systematiskt exkludera eller minska betydelsen av undergrupper i KPIF vars priser varierar kraftigt. De av Riksbanken beräknade måtten TRIM85, TRIM1, UND24, KPIFPV och KPIFPC är exempel på sådana mått.

### Mått på underliggande inflation kompletterar prognoser

Eftersom penningpolitiken påverkar inflationen med fördröjning är inflationsprognosen en grundläggande del av det penningpolitiska beslutsunderlaget. Prognoserna visar hur Riksbanken ser på varaktigheten i den uppmätta inflationstakten. Mått på underliggande inflation kompletterar prognoserna genom att på ett bedömningsfritt sätt illustrera hur stor del av inflationstakten som kan förväntas vara varaktig respektive tillfällig.

Energipriserna har till exempel ökat snabbt den senaste tiden och bidrog med nästan en procentenhet till den uppmätta inflationstakten på 2,5 procent i september. Eftersom energipriserna inte väntas fortsätta öka lika snabbt framöver bedöms detta inte vara en varaktig nivå utan KPIF-inflationen väntas falla det närmaste året. Även de senaste utfallen i måtten på underliggande inflation indikerar att den varaktiga delen av KPIF-inflationen ligger lägre än 2,5 procent.

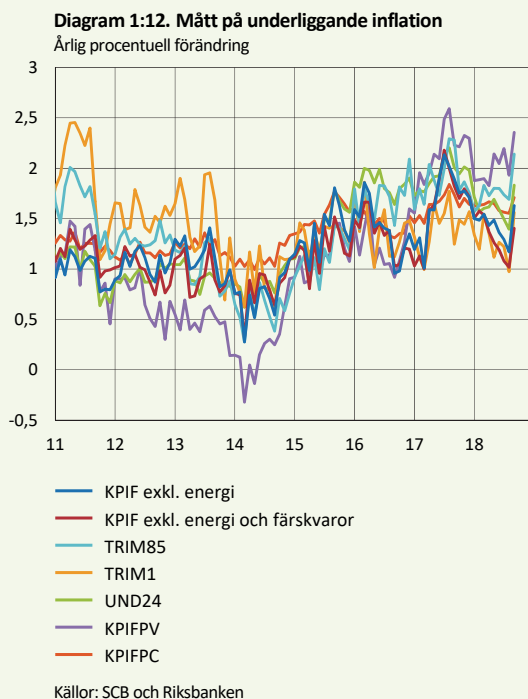
När Riksbanken gör inflationsprognoser används olika typer av information. Måtten på underliggande inflation används som en del i analysen av nivån på den mer varaktiga inflationstakten i utgångsläget. Utöver detta är bland annat detaljerade analyser och bedömningar av konjunkturläget, växelkursen och företagens kostnader i form av löne- och produktivitetsutvecklingen centrala faktorer bakom den slutliga inflationsprognosen.

### Olika sätt att beräkna underliggande inflation

I Riksbankens penningpolitiska rapporter visas måtten på underliggande inflation ofta som ett band där det mått som visar den högsta respektive lägsta ökningstakten respektive månad utgör bandets övre och undre gräns (se diagram 3:2). Bandet inkluderar både mått där undergrupper exkluderas och mått som beräknats med statistiska

<sup>2</sup> Se "KPIF målvariabel för penningpolitiken", fördjupning i Penningpolitisk rapport september 2017.

metoder. Måtten som inkluderas i bandet visas i diagram 1:12.<sup>3</sup>



Två av dessa mått exkluderar några förutbestämda undergrupper från KPIF-inflationen som historiskt visat sig vara särskilt volatila. I **KPIF exklusive energi** exkluderas el och drivmedel från KPIF. I **KPIF exklusive energi och färskvaror** exkluderas förutom energi även kött, fisk, frukt och grönsaker.

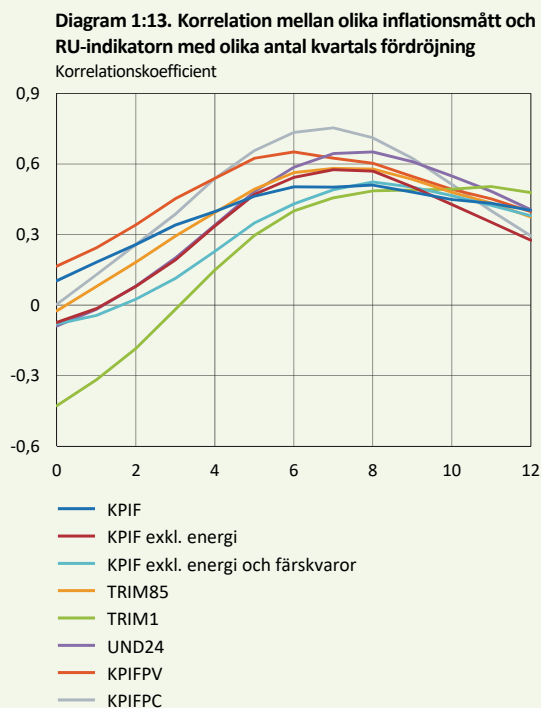
De övriga måtten beräknas med olika statistiska metoder för att systematiskt exkludera eller minska betydelsen av de delar av KPIF vars priser varierar kraftigt. Tanken med dessa mått, som används i olika form även av andra centralbanker, är att ovanligt stora (eller små) prisrörelser i hög utsträckning är tillfälliga. Olika metoder används för att göra denna rensning, men gemensamt är att de utgår från KPIF i en uppdelning i 70 undergrupper. I **Trim85** och **Trim1** tar man varje månad bort de undergrupper som har de högsta respektive lägsta årliga prisförändringstakterna. I **UND24** exkluderas inga undergrupper, men de vägs ihop med andra vikter än i KPIF. Undergrupper vars årliga procentuella prisförändring varierar relativt mycket får en lägre vikt och vice versa. Även i **KPIFPV** finns alla undergrupper kvar. Måttet beräknas genom att ge undergrupperna vikter utifrån hur varaktiga dess årliga procentuella prisförändringstakter tenderar att vara. Ju mer varaktig en undergrupps prisförändring är, desto högre vikt. **KPIFPC** beräknas genom att med hjälp av statistiska metoder estimerar gemensamma trender bland undergrupperna i KPIF.

Syftet med måttet är därmed att tona ner stora prisförändringar i enskilda undergrupper och mer ta fasta på den gemensamma utvecklingen i flertalet undergrupper.

### En utvärdering av måtten på underliggande inflation

Det är vanligt att formulera utvärderingsbara egenskaper som mått på underliggande inflation bör ha.<sup>4</sup> Eftersom måttet idealt ska mäta den mer varaktiga delen av den uppmätta inflationstakten, bör det till exempel samvariera med makroekonomiska variabler som förklarar inflationsutvecklingen, till exempel indikatorer för konjunkturläget. Eftersom måtten idealt ska fånga den varaktiga inflationen, som tenderar att förändras relativt långsamt, bör måttet över tid också kunna säga mer om den framtida inflationsutvecklingen än vad den aktuella KPIF-inflationen gör. Det är även önskvärt att måttet har ett medelvärde som är detsamma som målvariabelns medelvärde. Dessutom, givet att tillfälliga faktorer bidrar till ökad variation i KPIF-inflationen, bör måttet på underliggande inflation även variera mindre än KPIF-inflationen.

Ett mått på konjunkturläget är Riksbankens indikator över resursutnyttjandet (RU-indikatorn). I diagram 1:13 visas samvariationen (korrelationen) mellan respektive inflationsmått och RU-indikatorn med olika grad av tidsförskjutning.



Anm. Skattningsperioden är kvartal 1 1996 till kvartal 2 2018. Diagrammet visar den skattade korrelationskoefficienten mellan respektive inflationsmått och RU-indikatorn med olika antal kvartals fördröjning. Måtten KPIFPC revideras varje gång en ny observation tillkommer. I skattningarna används inflationsmått som är beräknade med realtidsdata.

Källa: Riksbanken

<sup>3</sup> Se Appendix 2 i J. Johansson, M. Löf, O. Sigrist och O. Tysklind, "Mått på underliggande inflation i Sverige", Ekonomiska kommentarer nr 11, 2018, för en teknisk beskrivning av måtten.

<sup>4</sup> Se J. Johansson, M. Löf, O. Sigrist och O. Tysklind, "Mått på underliggande inflation i Sverige", Ekonomiska kommentarer nr 11, 2018, för en diskussion om måttens önskvärda egenskaper.

Att samtliga inflationsmått uppvisar högst korrelation med RU-indikatorn med 5–8 kvartals fördröjning, innebär att det finns en relativt hög samvariation mellan RU-indikatorn ett kvartal och måtten på underliggande inflationen 5–8 kvartal senare. De flesta mått på underliggande inflation är mer korrelerade med RU-indikatorn än vad ökningstakten i KPIF är. Den högsta korrelationen hittas mellan RU-indikatorn och KPIFPC med 7 kvartals fördröjning.

I tabell 1:3 redovisas ett sätt att mäta prognosförmåga. Siffrorna visar hur väl utfallen i de olika måtten stämmer överens med KPIF-inflationen 12 till 24 månader framåt i tiden. Tabellen illustrerar alltså hur väl de olika måtten redan nu speglar utvecklingen i KPIF-inflationen upp till två år framåt. Siffrorna visar den så kallade roten av de genomsnittliga kvadrerade prognosfelen (RMKF), när dagens utfall av respektive inflationsmått används som prognos för den framtida KPIF-inflationen på 12–24 månaders sikt. RMKF är ett vanligt mått på prognosförmåga och ju lägre värde på RMKF desto träffsäkrare prognoser. De värden på RMKF som understiger RMKF för KPIF är fetmarkerade i tabellen. De flesta mått på den underliggande inflationen har en bättre prognosförmåga för framtida KPIF-inflation än KPIF-inflationen själv har, både på ett och två års sikt. Bäst prognosförmåga bland dessa mått har KPIFPC, där dagens nivå på KPIFPC innebär en bättre förutsägelse om KPIF-inflationen om till exempel två år än dagens nivå på KPIF-inflationen. I praktiken använder Riksbanken, liksom andra prognosmakare, mer sofistikerade metoder och mer information i prognosarbetet än enbart dagens nivå på underliggande inflation. Siffrorna i tabell 1:3 kan dock ge en vägledning om hur väl måtten på underliggande inflation fångar den mer varaktiga delen av den aktuella inflationstakten.

**Tabell 1:3. Prognosförmåga för respektive inflationsmått på olika prognoshorisonter**

RMKF, procentenheter

	12	24
KPIF	0,95	1,05
KPIF exkl. energi	<b>0,92</b>	<b>0,98</b>
KPIF exkl. energi och färskvaror	<b>0,91</b>	<b>1,02</b>
TRIM85	<b>0,86</b>	<b>1,01</b>
TRIM1	0,95	1,12
UND24	<b>0,80</b>	<b>0,86</b>
KPIFPV	1,02	<b>0,98</b>
KPIFPC	<b>0,74</b>	<b>0,81</b>

Anm. Måttet KPIFPC revideras varje gång en ny observation tillkommer. I skattningsarna används mått som är beräknade med realtidsdata. De första 5 åren (1995–1999) är dock KPIFPC beräknad med data inom samplet. Prognoser för perioden januari 1995 till juli 2018 ingår i utvärderingen.

Källor: SCB och Riksbanken

I tabell 1:4 redovisas medelvärden och standardavvikelser för de olika måtten på underliggande inflation och KPIF. Den genomsnittliga årliga procentuella förändringen i KPIF är sedan 1995 1,56 procent. Den genomsnittliga inflations-takten enligt de olika måtten ligger relativt nära KPIF-inflationen och de flesta måtten varierar mindre än KPIF-inflationen. Under den här perioden avviker UND24 och KPIFPC minst från den genomsnittliga ökningstakten i KPIF. KPIFPC har också lägst standardavvikelse.

**Tabell 1:4. Medelvärde, bias i förhållande till ökningstakten i KPIF och standardavvikelse 1995–2018**

Årlig procentuell förändring respektive procentenheter

	Medel-värde	Bias	Standard-avvikelse
KPIF	1,56	—	0,72
KPIF exkl. energi	1,38	-0,18	0,65
KPIF exkl. energi och färskvaror	1,39	-0,17	0,62
TRIM85	1,66	0,10	0,68
TRIM1	1,70	0,14	0,70
UND24	1,50	-0,06	0,64
KPIFPV	1,48	-0,08	0,90
KPIFPC	1,62	0,06	0,36

Anm. Måttet KPIFPC revideras varje gång en ny observation tillkommer. I skattningsarna används mått som är beräknade med realtidsdata. De första 5 åren (1995–1999) är dock KPIFPC beräknad med data inom samplet. Standardavvikelsen beräknas för den årliga procentuella förändringen i respektive inflationsmått (procentenheter).

Källor: SCB och Riksbanken

### Olika mått relevanta vid olika tillfällen

När egenskaperna hos olika mått på underliggande inflation jämförs över tid framstår måtten KPIFPC och UND24 som mest användbara. Dessa mått förklarar bland annat framtida KPIF-inflation bäst samtidigt som de samvarierar mest med resursutnyttjandet.

Inget enskilt mått på underliggande inflation bedöms dock i alla lägen ge den mest rättvisande bilden av inflationstrycket, och olika mått på underliggande inflation kan vara användbara vid olika tillfällen eller perioder. För att få en så god uppfattning som möjligt om det aktuella inflationstrycket, och om vart inflationen är på väg på lite sikt, fortsätter Riksbanken att analysera flera olika mått på underliggande inflation. Detta är även praxis bland andra centralbanker.

Inflationen mätt med KPIF ligger i nuläget på 2,5 procent medan mått på underliggande inflation ligger lägre. För att inflationen varaktigt ska ligga nära målet krävs att även mått på underliggande inflation ligger nära 2 procent.

## KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

De finansiella förhållandena i Sverige är expansiva och ger fortsatt stöd till den ekonomiska utvecklingen. De räntor som hushåll och företag möter i Sverige är alltså låga samtidigt som kredittillväxten är på en fortsatt hög nivå. Kronan har utvecklats ungefär i linje med prognosen i september. Den amerikanska centralbanken fortsätter att föra penningpolitiken i en åtstramande riktning och de finansiella förhållandena i USA har blivit mindre expansiva under 2018. Stigande räntor och fallande aktiepriser under den senaste tiden har spätt på denna utveckling. Den Europeiska centralbanken har börjat nedtrappningen av sitt obligationsköpsprogram och väntas höja styrräntan efter sommaren 2019. Osäkerheten kring utvecklingen i Italien består men spridnings-effekterna till resten av Europa har hittills varit begränsade. De finansiella förhållandena i en del tillväxtländer är fortsatt strama jämfört med början av 2018.

### Utvecklingen internationellt

#### Stigande styrränteförväntningar i omvärlden

I samband med sitt penningpolitiska möte i september konstaterade den amerikanska centralbanken Federal Reserve att arbetsmarknaden har fortsatt att stärkas och att den ekonomiska aktiviteten har ökat i snabb takt. Arbetslösheten är på en låg nivå i ett historiskt perspektiv och finanspolitiken väntas bidra till en högre ekonomisk tillväxt de närmaste åren. Samtidigt är de finansiella förhållandena fortsatt expansiva. Mot bakgrund av detta höjdes intervallet för styrräntan till 2,00–2,25 procent. Medianprognosen från ledamöterna i den penningpolitiska kommittén i Federal Reserve indikerar ytterligare en räntehöjning i år med 0,25 procentenheter, tre höjningar nästa år och ytterligare en under 2020. Förväntningarna på den framtida styrräntans nivå har enligt marknadsprissättningen stigit (se diagram 2:1), men indikerar fortsatt något färre räntehöjningar än ledamöternas medianprognos för perioden efter årsskiftet.

I euroområdet gjorde den Europeiska centralbanken (ECB) i september bedömningen att tillväxten är fortsatt bred och att inflationen stiger gradvis. En varaktig uppgång i inflationen behöver dock fortsatt stöd av en expansiv penningpolitik. Därför beslutade ECB vid det penningpolitiska mötet i september att behålla den penningpolitiska inriktning som kommunicerades i samband med det penningpolitiska mötet i juni i år. Det innebär att styrräntorna är oförändrade och att ECB bedömer att de kommer ligga kring dagens nivåer åtminstone över

Tabell 2:1.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i september
Marknadsaktörers förväntningar om framtida styrräntor har stigit i både Sverige och omvärlden.
Statsobligationsräntor har stigit i både Sverige och omvärlden.
Kronans växelkurs är i linje med prognosen från september.
Aktieindex har sjunkit i både Sverige och omvärlden.
Utlåningsräntorna för företag och hushåll har sjunkit något.
Den årliga tillväxttakten för utlåning till hushåll minskade något medan den ökade för 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 längre 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.





sommaren nästa år. Samtidigt har nettoköpen av tillgångar halverats till 15 miljarder euro per månad sedan början av oktober. Nettoköpen väntas avslutas vid slutet av året. Förväntningarna på ECB:s styrränta har skiftat upp något. Enligt marknadsprissättningen väntas styrräntan hållas oförändrad ungefär ett år framåt (se diagram 2:1).

I Storbritannien valde Bank of England att behålla styrräntan oförändrad i september efter att ha höjt den i augusti. Marknadsförväntningarna på framtida styrräntehöjningar har skiftat upp något sedan dess (se diagram 2:1).

### Långa statsobligationsräntor har stigit

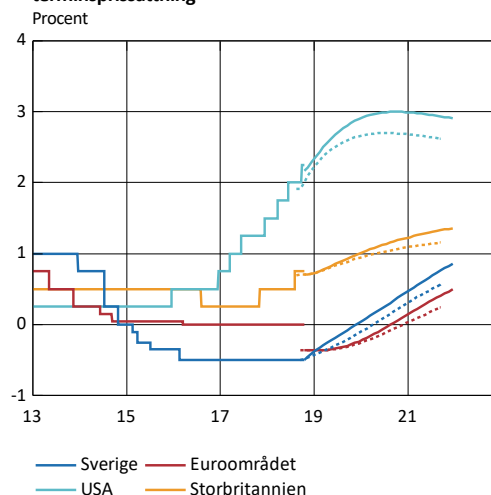
I början på oktober steg amerikanska långa statsobligationsräntor snabbt. Kommunikationen från Federal Reserve om behovet av fortsatta räntehöjningar och makrostatistik som indikerar att inflationen kan bli högre än vad marknaden väntat sig har bidragit till denna utveckling. Även i andra delar av omvärlden har statsobligationsräntor med längre löptider stigit sedan den penningpolitiska rapporten i september (se diagram 2:2 och diagram 2:3). Förväntningar om stigande framtida styrräntor har bidragit till denna utveckling men en del av uppgången kan troligtvis också hänföras till marknadsrörelserna i USA.

I en del europeiska länder har utvecklingen på statsobligationsmarknaderna sedan sommaren även präglats av den politiska osäkerheten i Italien. Ett budgetförslag som ytterligare försämrar de offentliga finanserna i Italien kan enligt marknadsaktörer få negativa effekter på den finansiella stabiliteten och den långsiktiga makroekonomiska utvecklingen i landet med eventuella spridningseffekter till resten av Europa. I ett väldigt dåligt scenario kan det uppstå oro för hela det europeiska samarbetet. Det budgetförslag som annonserats av den italienska regeringen har medfört att italienska statsobligationsräntor stigit kraftigt och att skillnaden mellan räntorna på italienska och tyska statsobligationsräntor ökat. De finansiella förhållandena har därmed blivit mindre expansiva i Italien men spridningen till andra länder i Europa har hittills varit begränsad (se diagram 2:4).

### Fortsatt expansiva finansiella förhållanden i USA

Under 2018 har de finansiella förhållandena i USA blivit mindre expansiva till följd av Federal Reserves räntehöjningar och den starkare dollarn. Stigande räntor och fallande aktiepriser under den senaste tiden har spätt på denna utveckling. De finansiella förhållandena i USA är dock fortsatt expansiva. Till exempel är ränteskillnaderna mellan företags- och statsobligationer låga i ett historiskt perspektiv och värderingarna på aktiemarknaderna höga relativt företagens vinster. Sedan årsskiftet har aktieindex i USA, till skillnad från de i Europa, stigit. Det förklaras främst av att både amerikansk makrostatistik och bolagsrapporter till stor del har överträffat analytikernas prognoser. Aktiemarknaderna i USA har också gynnats av sänkta skatter för företagen.

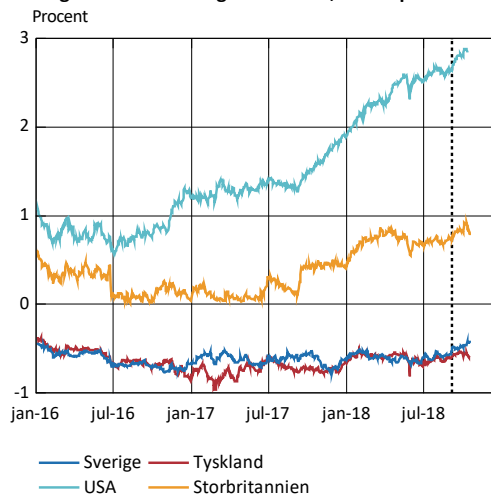
**Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning**



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan (för euroområdet referäntan). Heldragna linjer avser 2018-10-19, streckade linjer avser 2018-09-03.

Källor: Nationella centralbanker, Macrobond och Riksbanken

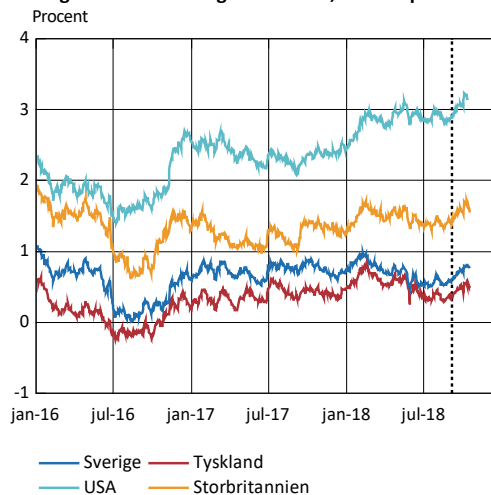
**Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 2 års löptid**



Anm. Nollkupongräntor beräknade från statsobligationer. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i september.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

**Diagram 2:3. Statsobligationsräntor, 10 års löptid**



Anm. Nollkupongräntor beräknade från statsobligationer. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i september.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

Sedan början av oktober har oron ökat på de finansiella marknaderna till följd av en snabb ränteuppgång i USA, utvecklingen i Italien och ett upptrappat handelskrig. Detta har medfört breda nedgångar på aktiemarknaderna (se diagram 2:5).

### Problem i framväxande ekonomier

Utvecklingen i framväxandeekonomier har under året präglats av oro. En viktig orsak till detta är de stigande räntorna i USA och den starkare dollarn. En ytterligare bidragande faktor är oron för ett utökad handelskrig. Ett antal framväxande ekonomier med en svag makroekonomisk situation, präglad av hög inflation, stora bytesbalansunderskott samt betydande skuldsättning i utländsk valuta, har fått särskilt stora problem. De finansiella förhållandena har försämrats kraftigt i dessa länder till följd av högre lånekostnader på grund av högre räntor och svagare växelkurser, samt en negativ utveckling på aktiemarknaderna (se diagram 2:5 och 2:6).

## Finansiella förhållanden i Sverige

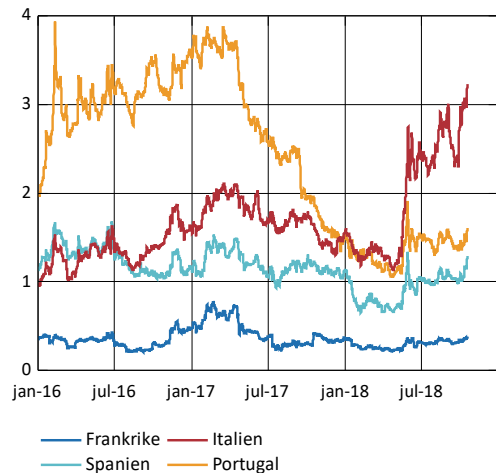
### Stigande ränteförväntningar i Sverige

Före det penningpolitiska beslutet i september skiljde sig förväntningarna avseende både tidpunkten för och storleken på den första höjningen relativt mycket mellan olika marknadsaktörer. Spridningen i prognoserna har minskat avsevärt efter det penningpolitiska beslutet i september och publiceringen av det penningpolitiska protokollet. Både marknadsprissättningen och marknadsaktörernas prognoser indikerar nu att reporäntan höjs antingen i december i år eller i februari nästa år.

Förväntningarna på den framtida reporäntan har också stigit. Det inträffade bland annat i samband med det penningpolitiska beslutet och protokollet i september. Att inflationsutfallet för september blev högre än vad många väntat har också bidragit till att förväntningarna har skiftat upp. Upprevideringen av ränteförväntningarna stämmer ungefär överens med den internationella utvecklingen (se diagram 2:1). Marknadsförväntningarna enligt marknadsprissättningen är dock fortfarande något lägre än Riksbankens reporänteprogno, framför allt på längre sikt, medan förväntningarna enligt enkätundersökningar är i linje med Riksbankens reporäntebana (se diagram 2:7).

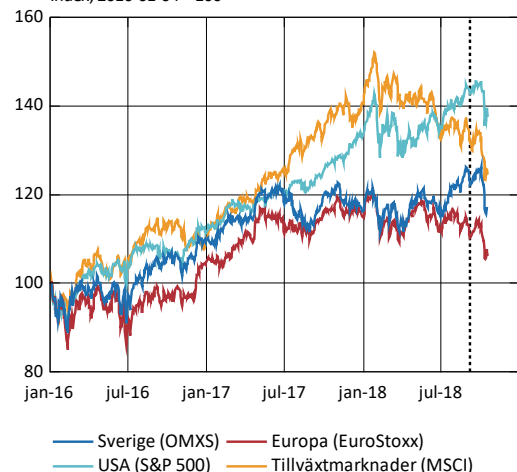
Statsobligationsräntorna i Sverige har följt ungefär samma mönster som i omvärlden. Framför allt räntorna på längre statsobligationer har stigit något (se diagram 2:3). På kreditmarknaderna har räntorna på bostadsobligationer och företagsobligationer utvecklats ungefär som statsobligationsräntorna, vilket innebär oförändrade ränteskillnader.

Diagram 2:4. Ränteskillnader mot Tyskland, 10 år  
Procentenheter



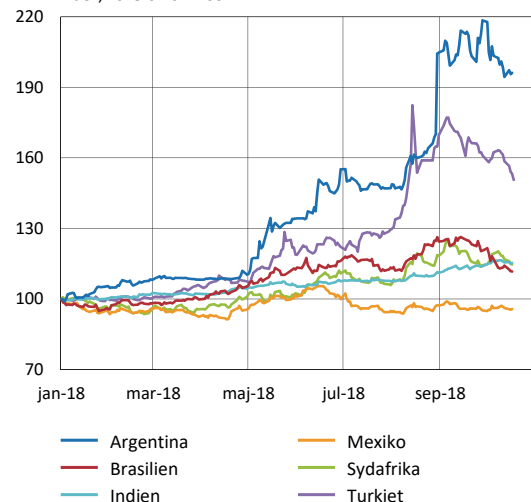
Anm. Ränteskillnaderna avser 10-åriga benchmark-obligationer.  
Källa: Macrobond

Diagram 2:5. Börsutveckling i lokal valuta  
Index, 2016-01-04 = 100



Anm. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i september.  
Källa: Macrobond

Diagram 2:6. Framväxande ekonomiers växelkurs mot dollarn  
Index, 2018-01-01=100



Anm. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.  
Källa: Macrobond

### Riksbankens obligationsköp bidrar till en expansiv penningpolitik

Riksbankens köp av statsobligationer syftar till att pressa ned det allmänna ränteläget i ekonomin. Obligationsköpen bidrar till lägre räntor på statsobligationer men även till lägre räntor på andra obligationer såsom bank- och företagsobligationer. Köpen har således understött den expansiva penningpolitiken och bidragit till en stigande inflation och fallande arbetslöshet. Under 2018 har Riksbanken beslutat att köpa statsobligationer för ungefär 40 miljarder kronor. Riksgälden upprätthåller emissionsvolymen i svenska statsobligationer trots fortsatt överskott i de offentliga finanserna. Enligt Riksgäldens senaste prognos kommer emissionsvolymen i svenska statsobligationer att uppgå till 41 miljarder kronor under 2018.<sup>5</sup>

De senaste åren har omsättningen i den svenska statsobligationsmarknaden sjunkit. Trots en något lägre omsättning bedömer Riksbanken att svenska investerare i statsobligationer kan omsätta de obligationer de har behov av. Detta då Riksgäldens återförsäljare hela tiden erbjuder sig att köpa och sälja obligationer och därmed bidrar med likviditet. Återförsäljarna fortsätter att hjälpa investerare, såsom räntefonder och pensionsbolag, att genomföra köp och försäljningar av statsobligationer.

Den lägre omsättningen på marknaden för dessa obligationer innebär dock att återförsäljarna själva upplever det som svårare att hantera sina egna obligationspositioner och därmed sin riskexponering. Riksbanken följer noga hur statsobligationsmarknaden och närliggande marknader fungerar, både genom analys av data och genom löpande kontakt med marknadens aktörer.

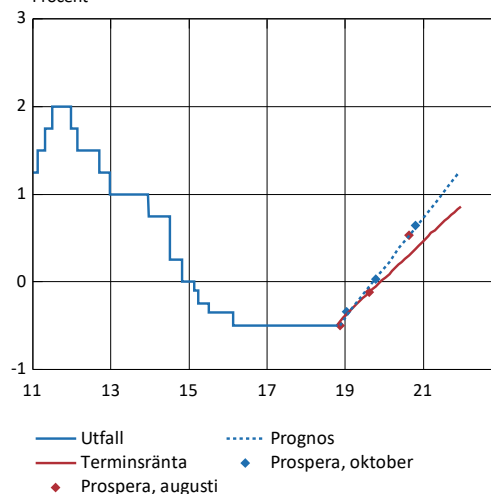
### Kronan är i linje med prognosen i september

Kronan har stärkts något sedan den penningpolitiska rapporten i september, ungefär i linje med Riksbankens prognos. Kronans utveckling har dock inte varit ensidig. Enligt det konkurrensvägda kronindex, KIX, stärktes kronan när förväntningarna på reporäntans framtida nivå steg i samband med det penningpolitiska beslutet och protokollet i september samt efter inflationsutfallet för september. Men under handelsdagarna med ökad oro eller volatilitet i spåren av en snabb räntepågång i USA i oktober, osäkerhet kring budgetförslaget i Italien och oro för ett upptrappat handelskrig har kronan mestadels försvagats (se diagram 2:8).

### Lägre utlåningsräntor och ökad skuldsättning hos hushåll och företag

Bankerna uppvisar hög lönsamhet och har goda möjligheter att skaffa finansiering i såväl Sverige som utlandet. Deras finansieringskostnader har varit förhållandevis oförändrade under 2018. Förutsättningarna för hushållen och företagen

Diagram 2:7. Reporänta och marknadens förväntningar  
Procent



Anm. Terminsräntan avser 2018-10-19 och är ett mått på förväntad reporänta. Prospera-enkätsvaren visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer 2018-08-08 respektive 2018-10-10.

Källor: Macrobond, TNS Sifo Prospera och Riksbanken

Diagram 2:8. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX  
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i september. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

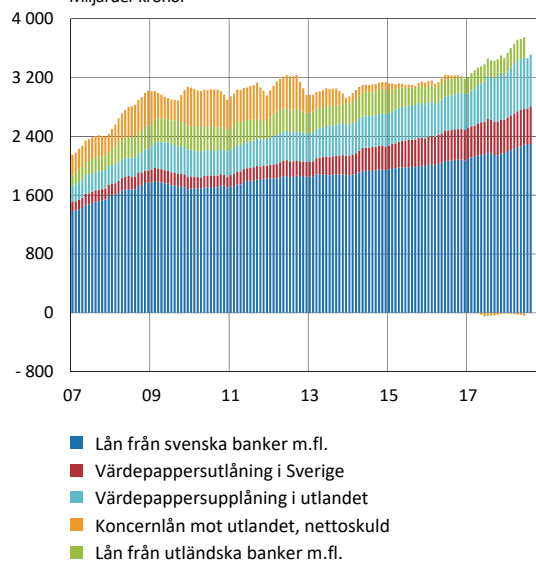
Källa: Riksbanken

<sup>5</sup> Dessa 41 miljarder kronor utgörs av 32 miljarder kronor nominella obligationer och 9 miljarder kronor reala obligationer.

att få krediter är därmed fortsatt gynnsamma. Bankernas utlåningsräntor till hushållen har sjunkit något under 2018 och den genomsnittliga faktiska bolåneräntan för nya avtal var 1,5 procent i augusti. Denna utveckling förklaras delvis av en ökad konkurrens på bolånemarknaden. Nya aktörer på bolånemarknaden har erbjudit konkurrenskraftiga boräntor, något som även etablerade banker har tagit efter. Även ökningstakten i hushållens banklån har successivt mattats av något i år. Det är troligtvis en utveckling som följer av en dämpad prisutveckling på bostadsmarknaden. Skuldkvoten fortsätter dock att stiga eftersom hushållens skulder fortfarande ökar snabbare än inkomsterna (se diagram 4:11).

De icke-finansiella företagens skulder fortsätter också att stiga. Banklån, som alltjämt utgör den primära finansieringskällan för svenska företag, ökade med 7,2 procent i augusti i årstakt, att jämföra med knappt 5 procent i genomsnitt de senaste åren. Även värdepappersupplåningen har ökat snabbt och motsvarar nu runt en tredjedel av den totala företagsskulden. Det senaste utfallet i september, som visar en tillväxt på ungefär 12 procent i årstakt, innefattar också värde- och växelkursförändringar (se diagram 2:9). Genomsnittsräntan för nya banklån till icke-finansiella företag har också sjunkit något den sista tiden och var 1,3 procent i augusti. De genomsnittliga inlåningsräntorna till hushåll och företag har varit i stort sett oförändrade under de senaste åren och ligger nära noll (se diagram 2:10).<sup>6</sup> Sammantaget är tillgängligheten till krediter för företag och hushåll fortsatt god samtidigt som räntorna är låga.

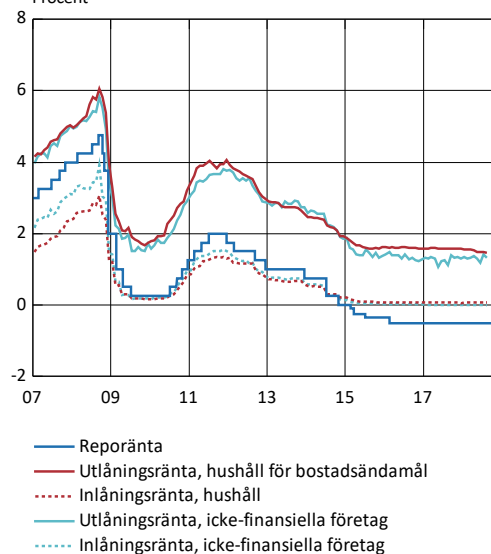
**Diagram 2:9. Svenska företags räntebärande låneskuld**  
Miljarder kronor



Anm. Utfallet för lån från utländska banker samt koncernlån sträcker sig fram till juni. Utfallet för övrig statistik sträcker sig fram till augusti.

Källor: SCB och Riksbanken

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



Anm. MFI:s genomsnittliga in- och utlåningsränta är ett volymviktat genomsnitt av räntor på samtliga löptider.

Källor: SCB och Riksbanken

<sup>6</sup> De flesta finansiella företag samt vissa större icke-finansiella företag och kommuner möter negativa inlåningsräntor. Av tekniska skäl redovisas den negativa inlåningsräntan dock 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.

## FÖRDJUPNING – Vad brukar hända när reporäntan höjs?

Penningpolitiken i Sverige och i omvärlden har varit expansiv under en lång tid. Utvecklas ekonomin på ett sätt som fortsatt stödjer utsikterna för inflationen bedömer direktionen att det snart är lämpligt att börja höja reporäntan i långsam takt. Såväl marknadsprissättning som enkäter bland aktörer på de finansiella marknaderna och hushåll indikerar förväntningar på stigande räntor. Som följd väntas de finansiella förhållandena i Sverige successivt bli mindre expansiva. Den här fördjupningen beskriver hur finansiella förhållanden har påverkats i tidigare episoder när reporäntan har höjts. Under tidigare räntehöjningsperioder i Sverige har de finansiella förhållandena gradvis blivit mindre expansiva med god följsamhet av både marknadsräntor och räntor till hushåll och företag.

### Penningpolitiken påverkar de finansiella förhållandena i Sverige

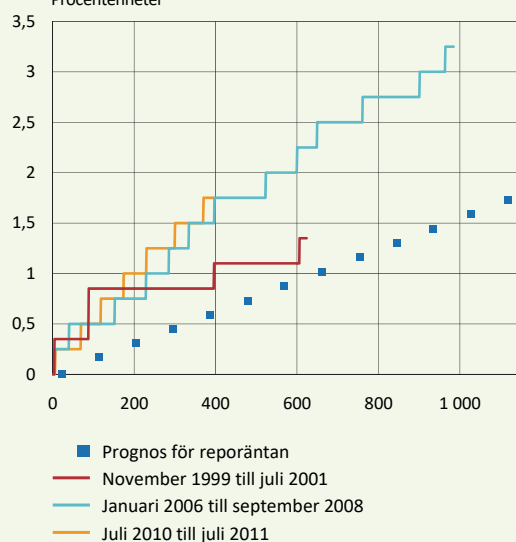
De finansiella förhållandena är en sammanfattning av tillståndet på finansiella marknader och av de räntor och villkor som hushåll och företag möter när de behöver låna eller placera kapital. Riksbankens penningpolitik har en direkt påverkan på de finansiella förhållandena i Sverige. Med reporäntan styr Riksbanken den riskfria korta ränta som är utgångspunkten för räntebildningen i Sverige. Det allmänna ränteläget är därför följsamt för ändringar av reporäntan. Riksbanken påverkar också de finansiella förhållandena i en bredare mening då marknadsräntor med längre löptid, aktiepriser samt växelkursen i olika grad är känsliga för reporäntans nivå. Eftersom finansmarknaderna i hög grad är internationella så påverkar också händelser i vår omvärld de finansiella förhållandena i Sverige.

Den här fördjupningen beskriver hur finansiella förhållanden i Sverige har påverkats i tidigare episoder när reporäntan har höjts.

### Tidigare räntehöjningsperioder i Sverige

Under de senaste 20 åren har reporäntan höjts vid 26 tillfällen. I alla fall utom två har reporäntan höjts i steg om 0,25 procentenheter och en höjning har normal följts av ytterligare höjningar.<sup>7</sup> Under den här 20-årsperioden finns bara tre längre höjningsperioder samt en mycket kort period under 2002.<sup>8</sup> I diagram 2:11 visas hur reporäntan har höjts under de tre längre höjningsperioderna, tillsammans med höjningarna enligt den nuvarande prognosen för reporäntan. Jämfört med de tidigare perioderna väntas höjningen av reporäntan framöver ske i en långsammare takt, med ungefär 0,25 procentenheter två gånger per år under de kommande tre åren.

Diagram 2:11. Förändring av reporäntan under räntehöjningsperioder i Sverige  
Procentenheter



Anm. Den horisontella axeln anger antal veckodagar efter den första höjningen av reporäntan. Reporänteprognosen avser kvartalsmedelvärden och punkterna är placerade i mitten av varje kvartal. Den första punkten är placerad efter 22 dagar, motsvarande mitten av fjärde kvartalet 2018.

Källa: Riksbanken

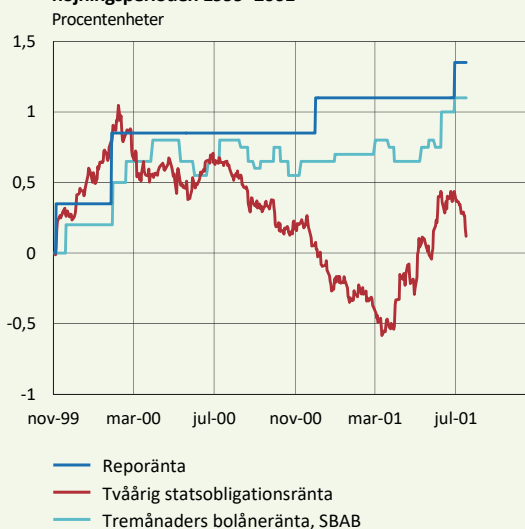
### Höjningsperioden från november 1999 till juli 2001

Från november 1999 till juli 2001 höjdes reporäntan från 2,9 procent till 4,25 procent. Detta motsvarar en total höjning med 1,35 procentenheter (se diagram 2:11). Under den här höjningsperioden steg den svenska tvååriga statsobligationsräntan initialt men föll tillbaka i takt med att penningpolitiken i omvärlden, i synnerhet i USA, gjordes mer expansiv under början av 2001. Sett över hela höjningsperioden steg bostadsutlåningsräntorna till hushållen något mindre än reporäntan (se diagram 2:12). Den effektiva växelkursen stärktes något i början men försvagades sett över perioden som helhet.

<sup>7</sup> Undantagen är höjningen i november 1999 som var 0,35 procentenheter och höjningen i februari 2000 som var 0,5 procentenheter.

<sup>8</sup> Även då reporäntan sänks så tenderar den första sänkningen att följas av ytterligare sänkningar. Antalet höjningar och sänkningar är dessutom ungefär lika många. Att reporäntan successivt blivit lägre sedan 1999 beror alltså på att sänkingsstegen i genomsnitt varit större än höjningsstegen.

**Diagram 2:12. Förändring av reporäntan, tvåårig statsobligationsränta samt kort bolåneränta under höjningsperioden 1999–2001**



Källor: SBAB, Macrobond och Riksbanken

#### **Höjningsperioden från januari 2006 till september 2008**

Från januari 2006 till september 2008 höjdes reporäntan från 1,5 procent till 4,75 procent. Det motsvarar en total höjning med 3,25 procentenheter (se diagram 2:11). Den tvååriga obligationsräntan följde utvecklingen under knappt två år. I likhet med den tidigare höjningsperioden gick penningpolitiken i Sverige och omvärlden i viss mån i otakt. Riksbanken höjde reporäntan mer än ECB höjde sin styrränta. Federal Reserve började sänka sin styrränta i september 2007, drygt ett och ett halvt år efter att Riksbanken påbörjat sina räntehöjningar. Under den här perioden uppvisade utlåningsräntorna till både hushåll och företag en god följsamhet till reporäntan och bostadsutlåningsräntan ökade i linje med reporäntan (se diagram 2:13). Att utlåningsräntorna ökade i linje med reporäntan indikerar att banker och bostadsfinansieringsinstitut höll sina utlåningsmarginaler relativt oförändrade. Växelkursen stärktes framförallt i början av perioden.

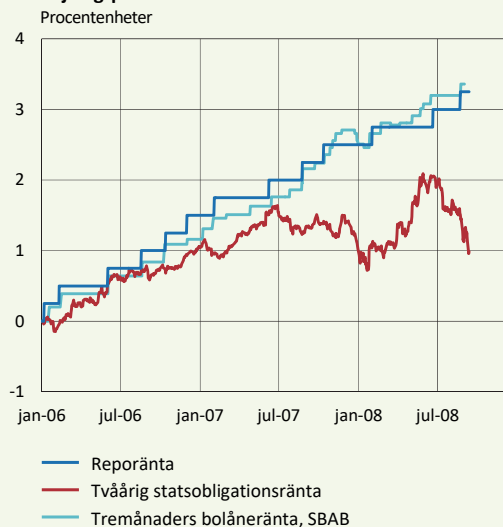
#### **Höjningsperioden från juli 2010 till juli 2011**

Mellan juli 2010 och juli 2011 höjdes reporäntan från 0,25 procent till 2,0 procent, med totalt 1,75 procentenheter (se diagram 2:11). Under den här perioden steg bostadsutlåningsräntorna till hushåll snabbare än vad reporäntan höjdes (se diagram 2:14). Det indikerar att bankerna höjde utlåningsmarginalerna.<sup>9</sup> Under den här perioden höll också de stora utländska centralbankerna sina styrräntor relativt oförändrade. ECB höjde visserligen styrräntan med 0,5 procentenheter, men denna höjning reverserades i takt med att den europeiska statsskuldskrisen

<sup>9</sup> Se Finansinspektionens kvartalsvisa undersökning av bankernas marginal på bolån på länken <https://www.fi.se/sv/publicerat/statistik/bankernas-marginal-pa-bolan/>

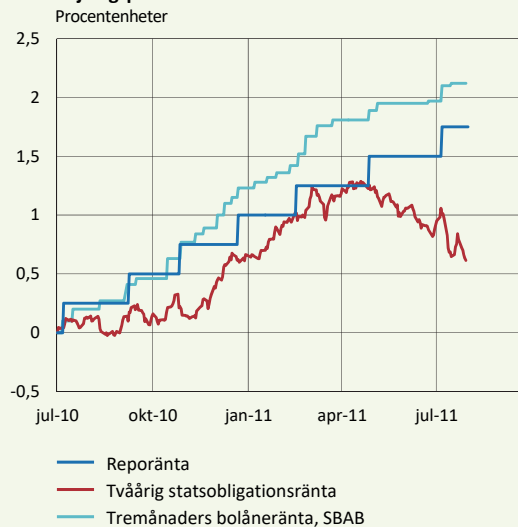
tilltog. Under perioden stärktes kronan mot både den amerikanska dollarn och euron.

**Diagram 2:13. Förändring av reporäntan, tvåårig statsobligationsränta samt kort bolåneränta under höjningsperioden 2006–2008**



Källor: SBAB, Macrobond och Riksbanken

**Diagram 2:14. Förändring av reporäntan, tvåårig statsobligationsränta samt kort bolåneränta under höjningsperioden 2010–2011**



Källor: SBAB, Macrobond och Riksbanken

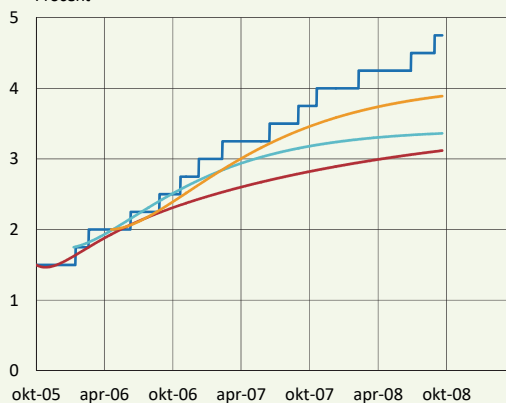
#### **Räntehöjningar brukar vara väntade**

Det är inte ovanligt att marknadsaktörerna justerar sina förväntningar om den framtida reporäntan i takt med att reporäntan fortsätter att höjas. Om förväntningarna på reporäntan förändras så kan man vänta sig att de finansiella förhållandena också förändras. Ett vanligt mått på marknadens ränteförväntningar är terminspriseringen.<sup>10</sup>

<sup>10</sup>För en beskrivning av en metod för att beräkna terminsräntor, se L.E.O. Svensson, "Estimating Forward Interest Rates with the Extended Nelson & Siegel Method" Penning- och valutapolitik nr3, 1995, Sveriges riksbank.

Diagram 2:15 visar förväntningarna på den framtida reporäntan enligt terminsprissättningen 100 dagar före den första höjningen, vid dagen för beslutet och 100 dagar efter den första höjningen under höjningsperioden från januari 2006 till september 2008.

**Diagram 2:15. Reporäntan och terminsprissättningen under höjningsperioden från januari 2006 till september 2008**  
Procent



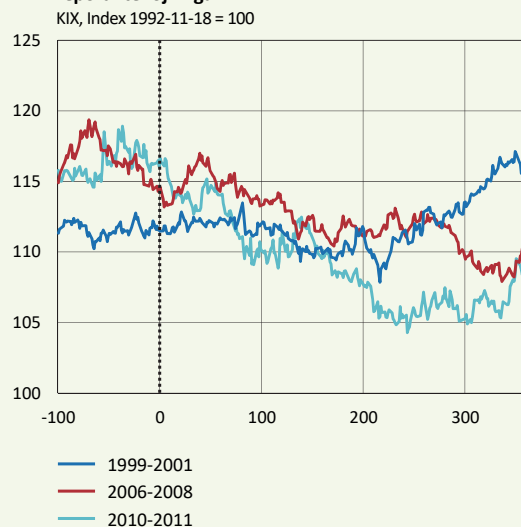
- Reporänta
- Termin 100 dagar före
- Termin beslutstillfället
- Termin 100 dagar efter

Källa: Riksbanken

Under den här perioden höjdes räntan mer och under en längre tid jämfört med de två andra perioderna. Den röda linjen i diagram 2:15 indikerar dock att höjningarna i en betydande utsträckning var väntade redan innan reporäntan höjdes för första gången. Under perioden kom också marknadsaktörerna att successivt revidera upp sina förväntningar på den framtida reporäntan. Dessa revideringar ledde däremot inte till några dramatiska förändringar av de finansiella förhållandena.

En viktig bestämningsfaktor för den svenska kronan är hur förväntningar om den svenska penningpolitiken utvecklas i relation till förväntningar om de utländska centralbankernas penningpolitik. Också utvecklingen av växelkursen under de tidigare höjningsperioderna indikerar att räntehöjningarna var väntade. I diagram 2:16 ses att kronan, i termer av kronindex, KIX, stärktes redan innan den första räntehöjningen. Framförallt är detta tydligt i de två senaste perioderna. Att räntehöjningar är helt eller delvis förväntade är en viktig förklaring till att anpassningen till mindre expansiva finansiella förhållanden sker gradvis och på ett förutsägbart sätt.

**Diagram 2:16. Utvecklingen av kronans växelkurs i perioder av reporäntehöjningar**  
KIX, Index 1992-11-18 = 100



Anm. Horisontell axel avser antal dagar från den första räntehöjningen.

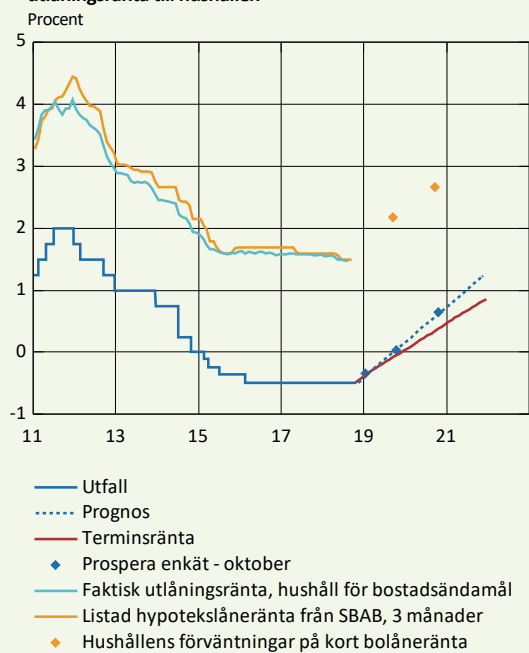
Källa: Riksbanken

### Gradvis stigande ränteläge framöver

Riksbankens reporäntebana indikerar en första reporäntehöjning med 0,25 procentenheter i närtid och därefter ungefär två höjningar per år över den kommande treårsperioden. Reporäntan väntas vara ungefär 0,7 procent om två år, vilket är i linje med enkätundersökningar av marknadsaktörernas förväntningar. Prissättningen på den svenska räntemarknaden tyder på en reporäntenivå runt 0,4 procent om två år (se diagram 2:17). Även hushållen förväntar sig att ränteläget stiger gradvis under de kommande åren. Enligt Konjunkturinstitutets undersökning räknar hushållen med att den korta bolåneräntan stiger med drygt 0,4 procentenheter mellan hösten nästa år och hösten 2020. Det finns alltså en samstämmighet kring att ränteläget kommer att stiga framöver och att detta sker i en långsammare takt än under tidigare höjningsperioder.

Penningpolitiken har varit mycket expansiv under en lång tid i både Sverige och omvärlden. I den meningen så skiljer sig dagens utgångsläge jämfört med utgångsläget i de tidigare höjningsperioderna. Det kan därför inte uteslutas att räntehöjningar kommer att påverka de finansiella förhållandena på ett annat sätt än tidigare. Men i flera länder där styrräntan har höjts (USA, Storbritannien, Kanada, Tjeckien och Norge) har utvecklingen hittills varit i linje med tidigare höjningsperioder. Riksbankens prognos för reporäntan är också betingad på att ekonomin och inflationen utvecklas som förväntat. Om förutsättningarna för inflationen ändras behöver också penningpolitiken anpassas.

**Diagram 2:17. Reporänta, marknadens förväntningar och utlåningsränta till hushållen**



Anm. Terminsräntan avser 2018-10-19 och är ett mått på förväntad reporänta. Enkätsvaren visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer 2018-10-10. MFI:s genomsnittliga utlåningsränta är ett volymviktat genomsnitt av räntor på samtliga löptider. Hushållens förväntningar på kort bolåneränta är enligt Konjunkturbarometern i september.

Källor: Macrobond, TNS Sifo Prospera, SCB, Konjunkturinstitutet och Riksbanken



## KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Den höga BNP-tillväxten i omvärlden förra året har följts av en något svagare utveckling hittills i år. Det är en utveckling som överensstämmer med Riksbankens bedömning att den globala tillväxten dämpas framöver. Inflationen i omvärlden har samtidigt ökat den senaste tiden. Den svenska ekonomin växte relativt snabbt under andra kvartalet även om utfallet reviderades ned jämfört med SCB:s tidigare publicering. Tillfälliga faktorer bidrar till att tillväxten väntas sjunka något tredje kvartalet men indikatorer tyder samtidigt på en relativt god utveckling i svensk ekonomi. Arbetslösheten tycks nu ha bottnat, men indikatorer som är kopplade till sysselsättningen tyder på att efterfrågan på arbetskraft är hög. Fortsatt hög årlig förändring i energipriser gör att KPIF-inflationen väntas överstiga 2 procent resten av året. Olika mått indikerar att den underliggande inflationen är lägre.

### Inflationen i Sverige

#### Inflationen 2,5 procent i september

I september uppgick inflationen mätt med KPIF till 2,5 procent (se diagram 3:1). Det var i linje med i prognosen i den penningpolitiska rapporten i september. Inflationen exklusive energipriser, som sjunkit tillbaka det senaste året, uppgick till 1,6 procent, vilket också var i linje med prognosen i september.

Det starka konjunkturläget i Sverige har bidragit till att inflationen har stigit gradvis sedan 2014 och nu är över 2 procent. En svagare krona, som påverkar bland annat priserna på livsmedel och andra importerade varor, har också bidragit till inflationsuppgången, liksom snabbt stigande energipriser.

För att få en så god uppfattning som möjligt om den varaktiga delen av den uppmätta inflationstakten kan man studera olika mått på underliggande inflation (se fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?"). Dessa mått indikerar att den varaktiga delen av den uppmätta inflationstakten är lägre än KPIF-inflationen. Två av de mått som framstår som mest användbara, enligt de utvärderingskriterier som presenterades i fördjupningen är UND24 och KPIFPC. De uppgick till 1,8 respektive 1,7 procent, enligt det senaste utfallet. Medianen för samtliga mått som diskuteras i fördjupningen uppgick till 1,7 procent i september (se diagram 3:2).

#### Inflationen överstiger 2 procent resten av året

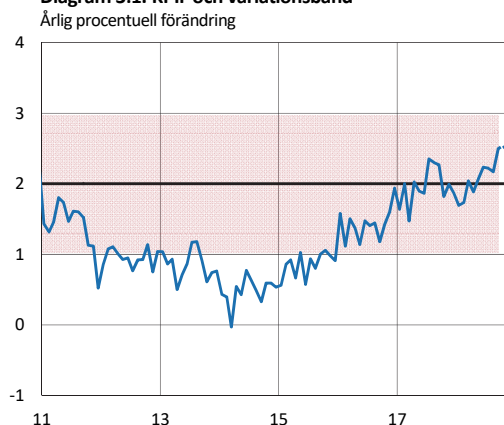
Det varma och torra vädret under sommaren har medfört att nivån i vattenkraftmagasin är ovanligt låg, vilket har fått elpriserna att stiga i Sverige. Dessa påverkas också av priset i övriga Europa. Där har elpriserna stigit främst till följd av högre priser på kol och utsläppsrätter. Sammantaget har detta gjort att elpriset är kvar på en hög nivå. Även drivmedelspriserna är klart högre än förra året. Riksbanken förutser inga stora rörelser i inflationen på kort sikt. Den årliga ökningstakten i tjänstepriserna har dämpats jämfört med förra året (se diagram 3:3).

Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR september	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 2,4 procent och KPIF exklusive energi 1,6 procent i september.	KPIF-inflationen blev 2,5 procent och KPIF exklusive energi 1,6 procent.
BNP-tillväxten 4,2 procent andra kvartalet.	BNP-tillväxten blev 3,1 procent.
Arbetslösheten 6,3 procent tredje kvartalet.	Arbetslösheten blev 6,5 procent.

Anm. PPR avser Penningpolitisk rapport. Inflationen avser årlig procentuell förändring. BNP-tillväxten avser säsongsrensad kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt. Arbetslöshet avser procent av arbetskraften.

Diagram 3:1. KPIF och variationsband



Anm. Det rosa fältet visar Riksbankens variationsband och täcker ungefär tre fjärdedelar av utfallen sedan januari 1995. Variationsbandet är ett sätt att visa om avvikelser från inflationsmålet är ovanligt stora. Den streckade linjen avser prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

De närmaste månaderna väntas endast en måttlig uppgång i ökningstakten såväl tjänste- som varupriserna. Samtidigt sjunker ökningstakten i energi- och livsmedelspriserna. Sammantaget gör det att KPIF-inflationen väntas ligga kvar kring 2,5 procent under resten av året.

Riksbankens modellprognos, som sammanfattar informationen från ett stort antal modeller och indikatorer, tyder på att KPIF exklusive energi kommer att stiga i en något snabbare takt under slutet av året (se diagram 3:4). Enligt Konjunkturbarometern förväntar sig också fler företag än normalt att priserna ska öka de närmaste tre månaderna, i synnerhet inom handeln (se diagram 3:5). Prisökningstakten på importerade varor i producentledet har stigit i takt med att kronan har försvagats, men även ökningstakten i hemmamarknadspriserna har stigit något de senaste månaderna.

Inflationen enligt KPIF exklusive energi väntas stiga i linje med modellprognoserna. Ökningstakten når 1,8 procent mot slutet av året, vilket är marginellt högre än prognosen i september. Även KPIF-inflationen har reviderats upp något jämfört med prognosen från september.

### Inflationsförväntningarna uppgår till 2 procent

Inflationsförväntningarna ligger nära 2 procent på samtliga horisonter. Förväntningarna på längre sikt har legat nära 2 procent under de senaste åren. I takt med att inflationen har blivit högre har förväntningarna stigit även på kortare sikt.

Enligt undersökningen av TNS Sifo Prospera i oktober ökade inflationsförväntningarna bland penningmarknadens aktörer marginellt jämfört med mätningen i september. På fem års sikt förväntas att inflationen, mätt enligt KPI, ska vara 2,0 procent (se diagram 3:6). De långsiktiga inflationsförväntningarna för KPIF uppgick också till 2,0 procent.

## Global och svensk konjunktur

### Svagare ekonomisk utveckling i omvärlden hittills i år

Den höga BNP-tillväxten i omvärlden 2017 har följts av en något svagare utveckling i de flesta regioner hittills i år. Även tillväxten i världshandeln har dämpats sedan årsskiftet. Den informationen tillsammans med lägre nivåer på olika världshandelsindikatorer är förenlig med den mer normala tillväxt som Riksbanken förväntar sig i omvärlden framöver.

Den globala tillväxten väntas ändå vara relativt god under andra halvåret i år. Trots något lägre utfall på senare tid är företagens och hushållens förtroende fortsatt högt. Sysselsättningen har stigit och arbetslösheten har fallit i de flesta länder. De finansiella förhållandena, som hushållens och företagens räntor och kreditvillkor, ger fortsatt stöd till den ekonomiska utvecklingen.

Handelskonflikten mellan USA och Kina har trappats upp under de senaste månaderna. Osäkerheten är fortfarande stor kring USA:s handelspolitik och vilka konsekvenser den för

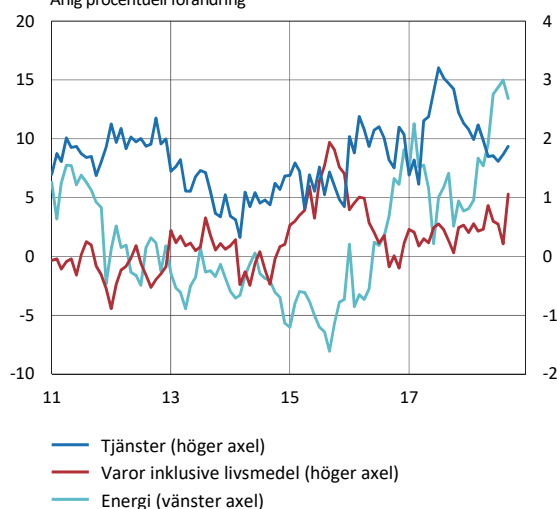
**Diagram 3:2. KPIF och olika mått på underliggande inflation**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Linjen avser KPIF. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland olika mått på underliggande inflation. Inkluderade mått är KPIF exkl. energi, UND24, Trim85, KPIF exkl. energi och färskvaror, persistensviktad inflation (KPIFPV), faktor från principalkomponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1). Den röda punkten avser medianvärdet i september 2018 för måtten på underliggande inflation.

Källor: SCB och Riksbanken

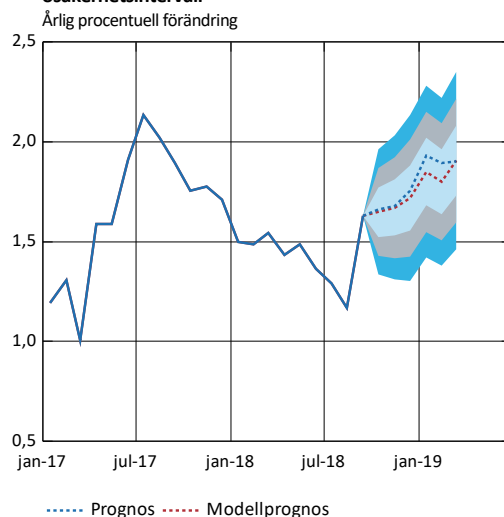
**Diagram 3:3. Tjänste-, varu- och energipriser i KPIF**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Varor inklusive livsmedel utgör tillsammans 45 procent av KPIF, tjänster 45 procent och energi 7 procent av KPIF.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:4. KPIF exklusive energi, modellprognos med osäkerhetsintervall**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervall 50, 75 respektive 90 procent, baserade på modellernas historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

med sig, men Riksbankens bedömning av utvecklingen den närmaste tiden har ännu bara påverkats marginellt av detta (se marginalruta "Ökad protektionism i världshandeln" i kapitel 4).

BNP ökade med 1,8 procent i euroområdet andra kvartalet jämfört med första kvartalet, uppräknat till årstakt. Fallande detaljhandelsomsättning i juli och augusti samt en fallande industriproduktion i juli indikerar en svagare BNP-tillväxt tredje kvartalet, även om industriproduktionen återigen steg i augusti. Förtroendet bland företag och hushåll har dämpats successivt, men är alltså högre än normalt. Det tillsammans med en fortsatt stark utveckling på arbetsmarknaden indikerar en återgång till en mer normal tillväxttakt mot slutet av året. Arbetslösheten, som har minskat tydligt, väntas fortsätta sjunka under resten av året. Detta sker dock i en allt långsammare takt nu, eftersom tillväxten är mer måttlig än under de senaste åren.

I USA var BNP-tillväxten över 4 procent under andra kvartalet, uppräknat till årstakt. Den starka tillväxten kan bero på att den expansiva finanspolitiken haft större effekter än väntat. Sedan juli har hushållens förtroende stärkts och ligger nu på en av de högsta nivåerna sedan finanskrisen. Även om exportorderingsgången har dämpats under inledningen av tredje kvartalet är förtroendet bland företagen fortsatt mycket högt. Tillväxten väntas dämpas något under andra halvåret i takt med att resursutnyttjandet blir allt mer ansträngt. Arbetslösheten är på den lägsta nivån sedan slutet av 1960-talet.

### Låg underliggande inflation i euroområdet

Råvarupriserna har överlag sjunkit sedan början av året, delvis till följd av oron för att skärpta handelshinder ska dämpa tillväxten. Efter en viss nedgång under sommaren har oljepriset stigit igen under september och oktober, bland annat beroende på minskad produktion i USA och sanktioner mot Iran.

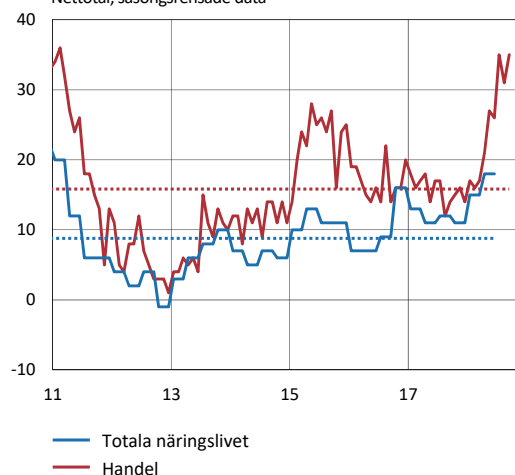
Inflationen i de för Sverige viktigaste regionerna har ökat den senaste tiden (se diagram 4:6). I euroområdet hålls inflationen uppe av stigande energipriser. Inflationen exklusive priser på energi och livsmedel sjönk till 0,9 procent i september (se diagram 3:7). De närmaste kvartalen bedöms det inflationsmättet dock stiga tack vare en fortsatt god utveckling på arbetsmarknaden och en högre lönetillväxt.

I USA har inflationen stigit successivt det senaste året, men den sjönk något i augusti. Underliggande inflation, mätt enligt deflatorn för konsumtionen exklusive energi och livsmedel, uppgick i augusti till nära 2,0 procent (se diagram 3:7).

### Svensk tillväxt nedreviderad

Nya publicerade nationalräkenskaper tecknar en något svagare bild av de senaste årens ekonomiska utveckling. BNP-tillväxten justerades ned från 2016 och framåt. Att den historiska tillväxten revideras i takt med att mer information blir tillgänglig är normalt och det är inte ovanligt att korrigeringarna är betydande.

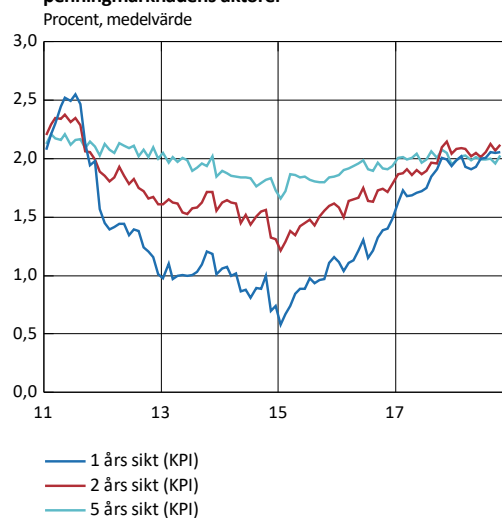
**Diagram 3:5. Prisplaner inom näringslivet och handeln**  
Nettototal, säsongsrensade data



Anm. Nettototalet är skillnaden mellan andelen företag som uppgett att de förväntar sig högre försäljningspriser respektive lägre de närmaste tre månaderna. Streckade linjer avser medelvärden sedan maj 2003.

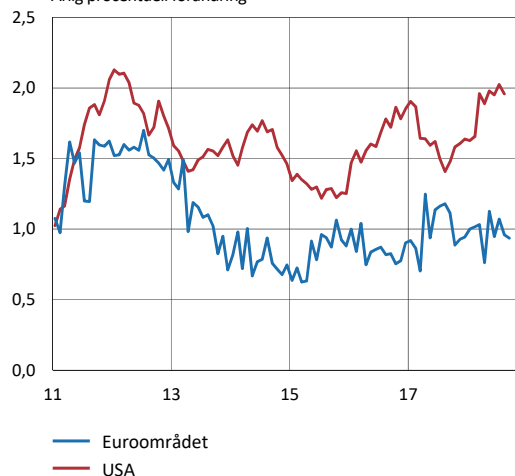
Källa: Konjunkturinstitutet

**Diagram 3:6. Inflationförväntningar bland penningmarknadens aktörer**  
Procent, medelvärde



Källa: TNS Sifo Prospera

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



Anm. För euroområdet visas HIKP exklusive energi, mat, alkohol och tobak. För USA visas deflator för privat konsumtion exklusive energi och livsmedel.

Källor: Bureau of Economic Analysis och Eurostat

De nya siffrorna innebär att BNP-nivån andra kvartalet 2018 är en dryg procent lägre och att tillväxten 2016 och 2017 i genomsnitt är 0,4 procentenheter lägre per år jämfört med föregående publicering (se diagram 3:8). Den svagare BNP-utvecklingen beror framförallt på att importen och investeringarna nu är högre respektive lägre än vad som tidigare publicerats. Även produktiviteten är nedreviderad. Riksbanken gör fortfarande, med stöd av en mängd indikatorer, bedömningen att svensk konjunktur är och har varit stark de senaste åren.

Även om SCB justerade ned andra kvartalets tillväxt växte svensk ekonomi snabbt och BNP-tillväxten uppgick till drygt 3 procent uppräknat till årstakt. Den jämförelsevis höga tillväxten förklarades främst av en snabbt växande hushållskonsumtion och ett tydligt bidrag från företagens lagerinvesteringar. Den höga tillväxten beror dock delvis på tillfälliga faktorer. Till exempel ledde ändrade skatteregler till en kraftig uppgång i försäljningen av personbilar i juni, vilket gav ett betydande bidrag till konsumtionstillväxten.

Indikatorer visar på en svagare BNP-utveckling under tredje kvartalet, till stor del på grund av en kraftigt minskad personbilsförsäljning. Konjunkturbarometern signalerar dock fortsatt optimism i näringslivet, speciellt inom tillverkningsindustrin. Inköpschefsindex, som är en mindre undersökning och innehåller andra frågor, tecknar samtidigt bilden av en mer normal tillförsikt bland industriföretagen.

Riksbankens modell för prognoser på kort sikt tyder på att BNP växer med nära 1,5 procent under tredje kvartalet, uppräknat till årstakt (se diagram 3:9). Riksbankens bedömning ligger något lägre än modellprognosen bland annat eftersom denna inte fullt ut bedöms kunna fånga den pågående avmattningen i bostadsbyggandet. BNP-tillväxten uppskattas minska till drygt 1 procent, uppräknat till årstakt, under tredje kvartalet för att därefter åter öka till drygt 2 procent under fjärde kvartalet. Sammantaget bedöms svensk ekonomi vara nära toppen av konjunkturcykeln.

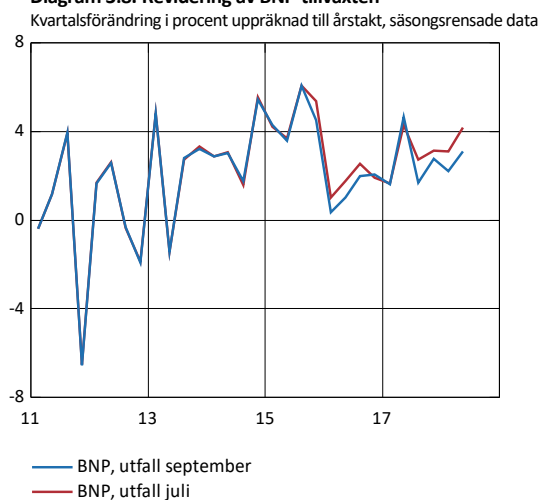
### Sysselsättningsgraden och arbetskraftsdeltagandet på rekordhöga nivåer

Antalet sysselsatta fortsatte att öka under tredje kvartalet. Arbetskraften ökade dock något mer vilket gjorde att arbetslösheten steg, jämfört med första halvåret i år, från 6,2 till 6,5 procent.

Efterfrågan på arbetskraft är hög och kortsiktiga indikatorer pekar på att utvecklingen kommer att vara stark under återstoden av året. Anställningsplanerna i näringslivet enligt Konjunkturbarometern är på en hög nivå. Statistik från Arbetsförmedlingen visar att antalet nyanmälda lediga jobb sjönk i september, men nivån är fortsatt hög. Samtidigt är antalet varsel om uppsägning få (se diagram 3:10).

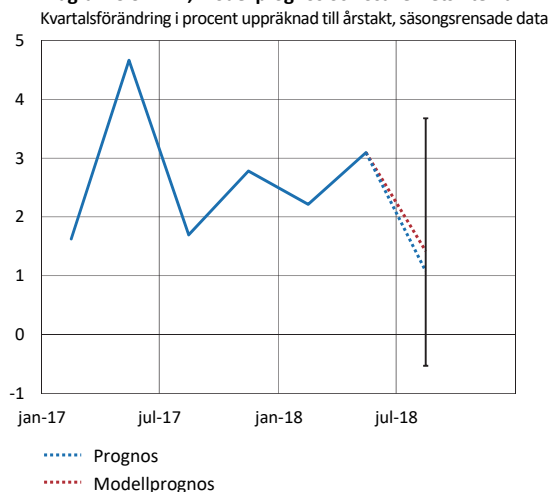
Antalet sysselsatta och antalet i arbetskraften väntas fortsätta att öka under fjärde kvartalet och arbetslösheten minskar något.

Diagram 3:8. Revidering av BNP-tillväxten



Källa: SCB

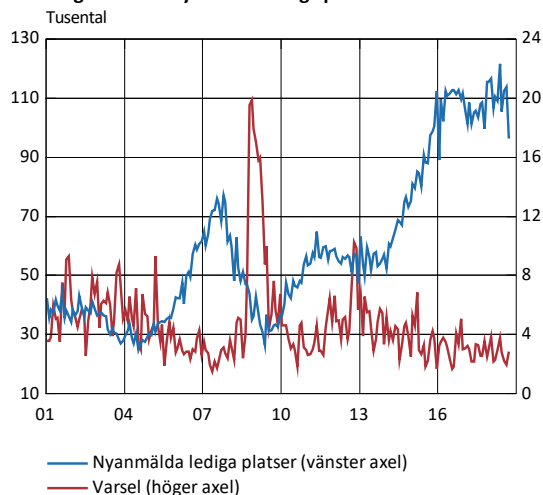
Diagram 3:9. BNP, modellprognos och osäkerhetsintervall



Anm. Modellprognosen är ett medelvärde av prognoser gjorda med olika statistiska modeller. Vertikal linje avser ett 50-procentigt osäkerhetsintervall baserat på modellernas historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:10. Nyanmälda lediga platser och varsel



Anm. Säsongrensade data för nyanmälda lediga platser.

Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken

### Resursutnyttjandet i ekonomin högre än normalt

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar utvecklingen av löner och priser, om än med en viss eftersläpning. Resursutnyttjandet i ekonomin kan dock inte mätas exakt. För att kunna göra en bedömning följer Riksbanken därför en mängd olika indikatorer.

Enligt Konjunkturbarometern uppger en stor andel företag att de har brist på arbetskraft (se diagram 3:11). Bristen är stor inom samtliga branscher. Tillverkningsindustrin rapporterar brist på både tekniska tjänstemän och yrkesarbetare. I viss utsträckning kan de höga bristtalen förklaras av att sysselsättningen ökar snabbt, men även andra indikatorer pekar på att de lediga resurserna på arbetsmarknaden är få. Bland annat är vakansgraden, som mäter antalet obemannade jobb som behöver tillsättas omedelbart, på en hög nivå samtidigt som den genomsnittliga rekryteringstiden i näringslivet är relativt lång.

Jämfört med Riksbankens bedömning i september är nu resursutnyttjandet något lägre, men det är fortfarande högre än normalt. Den bilden stöds även av Riksbankens indikator för resursutnyttjandet (se diagram 3:12).

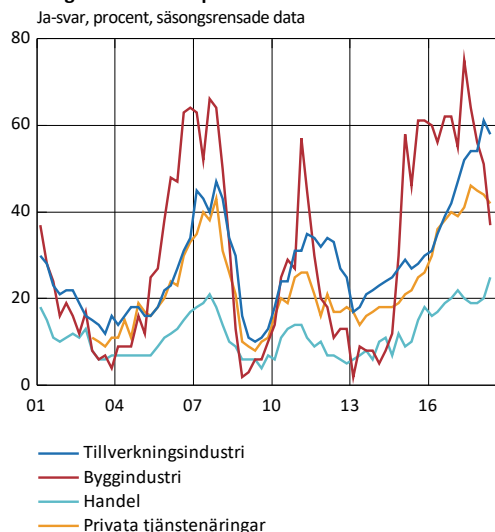
### Svag produktivitetstillväxt och långsamt stigande löneökningar

Statistik för konjunkturlönerna har publicerats till och med juli. Preliminära utfall tyder på att den årliga procentuella löneökningstakten var 2,6 procent i genomsnitt under årets sju första månader. Löneökningarna i näringslivet har varit låga de senaste åren men har stigit något i år (se diagram 3:13).

Nationalräkenskapernas ordinarie utfall innebar revideringar för de senaste årens tillväxt i arbetskostnader och produktivitet. Den procentuella tillväxten i produktiviteten har reviderats ned med 0,5 procentenheter sedan 2016, vilket bidragit till att arbetskostnaderna per producerad enhet reviderats upp i motsvarande grad per år i genomsnitt. Kostnadsutvecklingen har således varit något högre än enligt tidigare utfall.

Löneökningstakten har varit låg i Sverige under de senaste åren, särskilt i förhållande till den starka konjunkturen. Produktiviteten, som enligt nya beräkningar ökat med endast 0,5 procent i genomsnitt per år sedan finanskrisen, kan till viss del förklara den dämpade löneutvecklingen.

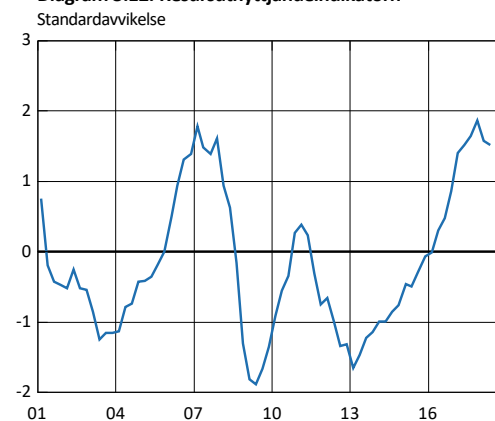
**Diagram 3:11. Brist på arbetskraft**



Anm. Byggindustrin avser andel företag som angett brist på arbetskraft som främsta hindret för ökat byggande. Övriga branscher avser andelen företag som svarat ja på en fråga om det råder brist på arbetskraft.

Källa: Konjunkturinstitutet

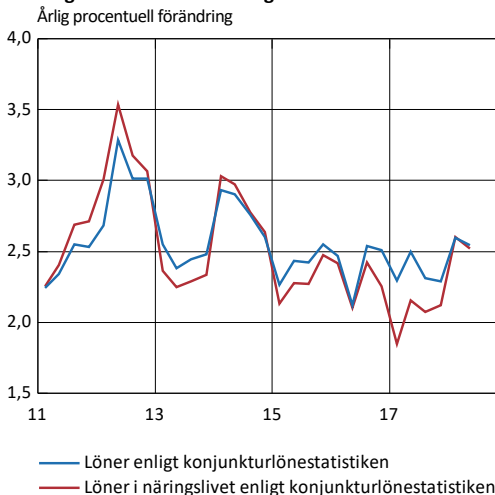
**Diagram 3:12. Resursutnyttjandeindikatorn**



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

Källa: Riksbanken

**Diagram 3:13. Löner i näringslivet och hela ekonomin**



Anm. Medlingsinstitutets prognos på definitivt utfall 2017 kv3-2018 kv2.

Källa: Medlingsinstitutet.

## KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Handelskonflikten mellan USA och Kina har trappats upp, men omvärldskonjunkturen är fortsatt stark. I takt med att resursutnyttjandet i de utvecklade ekonomierna stiger framöver väntas också löneökningstakten och den underliggande inflationen öka gradvis. Tillväxten i omvärlden dämpas dock de kommande åren då allt fler ekonomier uppnår fullt resursutnyttjande och penningpolitiken blir mindre expansiv. Den svenska konjunkturen har stärkts de senaste åren och bedöms vara starkare än normalt. Detta beror både på den gynnsamma globala tillväxten och den expansiva penningpolitiken som har stimulerat inhemsk efterfrågan. Även svensk tillväxt dämpas något de närmaste åren, men konjunkturen fortsätter att vara stark. Den starka efterfrågan på arbetskraft bidrar till att löneökningstakten väntas stiga gradvis framöver, vilket i sin tur bidrar till stigande inflation. En förstärkning av kronan tillsammans med en långsammare ökningstakt i energipriserna inverkar däremot dämpande på inflationen framöver. Sammantaget bedöms KPIF-inflationen vara kring 2 procent under prognosperioden. Detta är i princip samma bedömning som i den penningpolitiska rapporten i september.

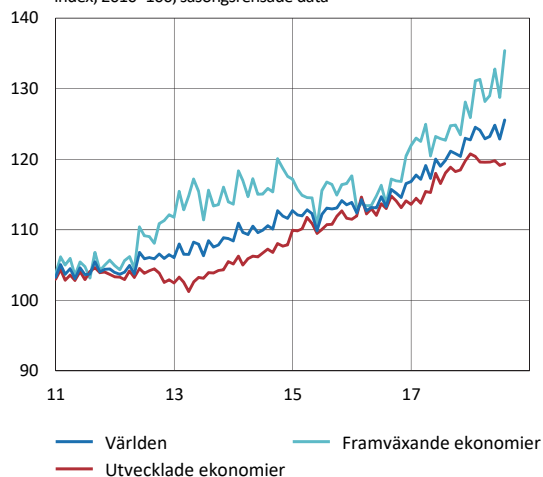
### Omvärlden

#### Fortsatt gynnsam global konjunktur

Efter en stark BNP-tillväxt under 2017 har tillväxten under det första halvåret i år sammantaget dämpats något i de länder som är viktigast för svensk handel. Den uppåtgående importtrenden för utvecklade ekonomier har planat ut (se diagram 4:1). Framöver väntas den senaste tidens ökade handelskonflikter få en marginell negativ inverkan på ekonomin i några länder. Hittills har införda tullar och nya hot om handelshinder haft små effekter på förtroendet bland hushåll, företag och finansiella marknader globalt.

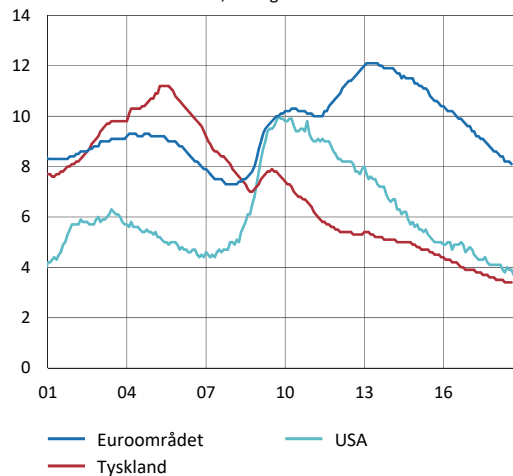
Konjunkturen är fortsatt stark i många utvecklade ekonomier vilket har lett till att arbetslösheten har fortsatt att minska (se diagram 4:2). Såväl hushåll som företag är optimistiska, även om förtroendet har dämpats i en del länder. Resursutnyttjandet ökar i omvärlden och väntas bidra till att den underliggande inflationen stiger framöver. Samtidigt blir penningpolitiken successivt mindre expansiv och BNP-tillväxten hos Sveriges viktigaste handelspartners, mätt med KIX, dämpas gradvis från 2,6 procent i år till 2,1 procent 2021. Tillväxten i efterfrågan på svensk export väntas därför mattas av från ungefär 4 procent i år till 3,5 procent 2021. Denna efterfrågan är normalt mycket väl korrelerad med den svenska exporten (se diagram 4:3). Den volatila tjänsteexporten kan periodvis bidra till ett mindre starkt samband. Under 2015 steg tjänsteexporten ovanligt mycket i förhållande till omvärldsefterfrågan men den senaste tiden har denna utveckling reverserats. Den totala svenska exporten har därför vuxit något långsammare än omvärldsefterfrågan de senaste åren, men den väntas framöver växa i linje med omvärldsefterfrågan. I framväxande ekonomier väntas en fortsatt hög tillväxt och

**Diagram 4:1. Global import av varor**  
Index, 2010=100, säsongrensade data



Källa: CPB World Trade Monitor

**Diagram 4:2. Arbetslöshet i olika länder och regioner**  
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Källa: OECD

den globala tillväxten väntas uppgå till knappt 4 procent per år 2018–2021.

### Stark konjunktur i USA

I USA är BNP-tillväxten god (se diagram 4:4). Arbetslösheten är mycket låg och förtroendet är fortsatt högt bland de amerikanska företagen och hushållen. Den expansiva finanspolitiken med skattesänkningar och ökade offentliga utgifter väntas bidra till högre BNP-tillväxt i år och nästa år. De finansiella förhållandena är fortsatt gynnsamma för tillväxten även om Federal Reserve höjt styrräntan och minskat sitt obligationsinnehav. I ljuset av minskad finanspolitisk och penningpolitisk stimulans väntas BNP-tillväxten bli knappt 3 procent i år för att minska gradvis till drygt 1,5 procent 2021.

Handelskonflikten mellan USA och Kina har tilltagit under hösten (se marginalrutan "Ökad protektionism i världshandeln"). De hittills införda tullarna har lett till en oro som bidragit till att vissa företag i ett antal distrikt i USA har dragit ner på sina investeringar eller skjutit dem på framtiden.<sup>11</sup> Den amerikanska ekonomin som helhet är dock fortsatt stark och den negativa effekten väntas bli begränsad. Om handelskonflikten mellan USA och andra länder eskalerar ytterligare, och särskilt om förtroendet påverkas tydligt och räntorna på företagsobligationer stiger, skulle denna effekt kunna bli betydligt större för såväl USA som andra länder.<sup>12</sup>

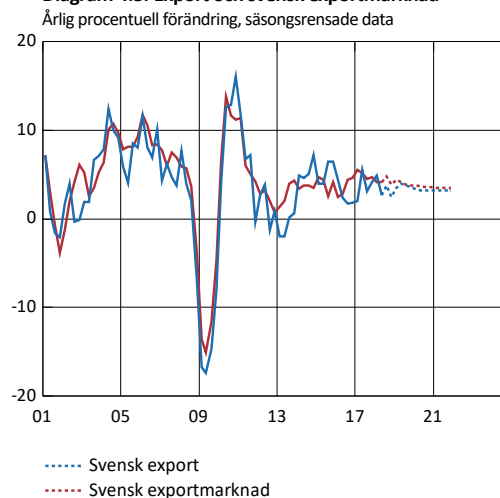
### Lägre BNP-tillväxt i euroområdet

Tillväxten i euroområdets BNP minskade det första halvåret i år jämfört med 2017 och den senaste tidens makroekonomiska utfall tyder sammantaget på en fortsatt inbromsning det tredje kvartalet. Förtroendet bland företag och hushåll har dämpats, men är alltså högt. Arbetslösheten har minskat stadigt de senaste åren och väntas fortsätta att sjunka framöver. Det höga förtroendet och den starka arbetsmarknaden väntas leda till att BNP-tillväxten återhämtar sig framöver och uppgår till en långsiktig normal takt när uppdämda behov i konsumtion och investeringar har tillgodosetts.

### Fortsatta utmaningar för vissa framväxande ekonomier

Under sommaren och hösten har en del framväxande ekonomier påverkats av det stigande oljepriset, den starkare dollarn och USA:s handelsrestriktioner. Oljeexporterande ekonomier som Ryssland har gynnats av att oljepriset stigit (se diagram 4:5), men den ryska ekonomin tyngs samtidigt av de sanktioner som USA har infört. Stigande amerikanska räntor och en starkare dollar har bidragit till oro i de länder som är beroende av dollarfinansiering, som exempelvis Argentina och Turkiet. I båda dessa länder har valutan försvagats kraftigt i år till följd av ett lågt förtroende för den förda ekonomiska politiken.

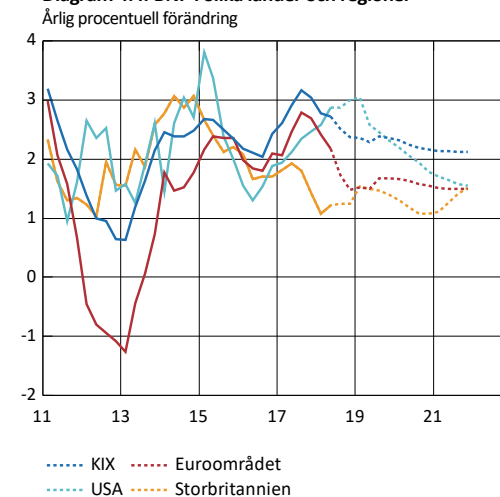
**Diagram 4:3. Export och svensk exportmarknad**



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

Källor: SCB och Riksbanken

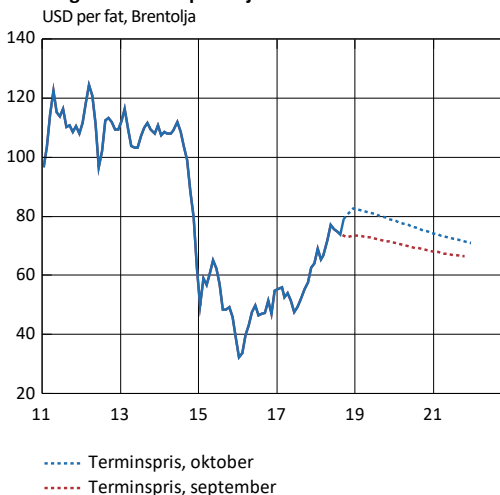
**Diagram 4:4. BNP i olika länder och regioner**



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

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

**Diagram 4:5. Pris på råolja**



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

<sup>11</sup> Se Federal Reserve, Beige Book, 12 september 2018.

<sup>12</sup> Se fördjupningsruta i IMF World Economic Outlook, kapitel 1, oktober 2018.

I Kina ses tecken på en något lägre tillväxt i inhemsk efterfrågan. En bidragande orsak är att nya regleringar har medfört att kreditillväxten dämpats och infrastrukturinvesteringarna fallit. De senaste månadernas försvagning av den kinesiska växelkursen gentemot dollarn motverkar dock de negativa effekterna av större handelshinder. Myndigheterna har indikerat att man kommer att föra en mer expansiv finanspolitik framöver till följd av handelshindren och dämpningen av efterfrågetillväxten. Penningpolitiken har också gjorts mer expansiv genom sänkta reservkrav på bankerna. Detta bedöms sammantaget leda till att den kinesiska BNP-tillväxten i år blir i linje med regeringens tillväxtmål på runt 6,5 procent, för att därefter bli gradvis lägre. År 2021 väntas tillväxten uppgå till 6 procent.

### Långsamt stigande inflationstryck i omvärlden

Ett högre oljepris har bidragit till att inflationen stigit i omvärlden (se diagram 4:5 och 4:6). I euroområdet väntas inflationen vara kring 2 procent mot slutet av året, men sedan successivt sjunka när bidraget från energipriserna dämpas under loppet av 2019. Den underliggande inflationen i euroområdet är fortsatt låg. Avtalsrörelsen har dock lett till högre löneavtal för de sektorer där avtal träffats i Tyskland och även i euroområdet totalt har löneökningstakten stigit. Ett mer ansträngt resursutnyttjande bedöms leda till att kärninflationen i euroområdet stiger gradvis, från omkring 1 procent i dagsläget till strax under 2 procent i slutet av prognosperioden, vilket är i linje med ECB:s inflationsmål. I USA är den underliggande inflationen i linje med Federal Reserves inflationsmål. Prognosen är att den ska förbli så under de kommande åren, till följd av ett fortsatt högt resursutnyttjande.

### Svag krona förstärks gradvis

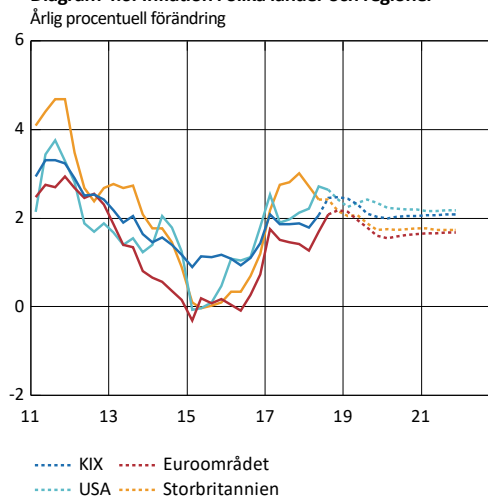
Den rådande osäkerheten om den internationella utvecklingen, med hot om ökad protektionism och oro för utvecklingen i exempelvis Turkiet och Italien, har under året sannolikt bidragit till att försvaga kronan (se diagram 4:7). Riksbanken bedömer fortfarande att kronan är svag i reala termer jämfört med de nivåer som motiveras av långsiktiga faktorer och en förstärkning förutses framöver. Prognosen innebär dock en något mindre förstärkning på sikt än vad som antogs i samband med den penningpolitiska rapporten i september (se fördjupningen "Kronans utveckling på lång sikt", kapitel 4).

## Sverige

### Stark konjunktur, men tillväxten mattas av

Efter de senaste årens höga BNP-tillväxt, driven av en stark utländsk efterfrågan, höga bostadsinvesteringar i Sverige och expansiv penningpolitik väntas utvecklingen mattas av något framöver. Den globala ekonomin går in i en lugnare tillväxtfas och bostadsinvesteringarna förutses växa långsammare i

Diagram 4:6. Inflation i olika länder och regioner



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

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

### Ökad protektionism i världshandeln

Den 30 mars i år införde USA importtullar på stål och aluminium på 25 respektive 10 procent. EU införde den 22 juni motåtgärder som bland annat inkluderar utökade tullar på motorcyklar och stål-, aluminium- och jordbruksprodukter. Under juli och augusti införde USA 25-procentiga tullar för ett urval av importvaror från Kina för totalt 50 miljarder dollar. Kina svarade med en motsvarande tullhöjning på varor från USA. Den 24 september utökade USA åtgärderna mot Kina genom att införa tullar på 10 procent på importvaror från Kina till ett värde av 200 miljarder dollar. Tullsatsen höjs vid årsskiftet till 25 procent. Kina har i sin tur svarat att man som motåtgärd inför tullar på 10 procent på amerikansk export till Kina motsvarande 60 miljarder dollar. Värdet av de varor som nu omfattas av höjda tullar utgör ungefär hälften av USA:s totala import av varor från Kina och omkring 85 procent av USA:s export till Kina. USA har aviserat att de kan komma att höja tullarna på varor motsvarande ytterligare 267 miljarder dollar, vilket i så fall skulle innebära att tullarna höjs på all import från Kina.

Amerikanska myndigheter utreder även möjligheten att införa tullar på import av fordon och fordonskomponenter vilket skulle beröra länder där produktionen av fordon utgör en relativt stor del av ekonomin, exempelvis Sverige, Tyskland och Japan. Dessa tullar väntas dock inte införas så länge det pågår förhandlingar i syfte att minska handelshindren mellan EU och USA. Sammantaget bedöms de åtgärder som hittills införts ha en begränsad påverkan på den globala tillväxten. Det finns dock en risk för att effekterna blir betydligt större. Det skulle kunna ske om handelskonflikten mellan USA och andra länder eskalerar eller involverar fler länder, eller om den får tydliga negativa effekter på förtroendet bland hushåll, företag och på finansiella marknader.



Sverige. Sammantaget väntas svensk BNP öka med 2,3 procent i år varefter tillväxten dämpas till i genomsnitt knappt 2 procent per år 2019–2021 (se diagram 4:8).

### Prisnedgång på bostäder dämpar tillväxten i inhemsk efterfrågan

Det höga kapacitetsutnyttjandet i industrin och den höga efterfrågan på svenska varor och tjänster bidrar till ett ökat investeringsbehov i näringslivet. Samtidigt är utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden inne i en svagare fas. Bostadspriserna i augusti var ungefär 5 procent lägre mätt med prisindexet HOX än samma månad föregående år. Den svagare prisutvecklingen bedöms bland annat bero på de senaste årens stora nytillskott av bostäder. Det är även troligt att den sammantagna effekten av amorteringskraven som infördes 2016 och de skärpta reglerna i år har haft en dämpande effekt på priserna, särskilt i Stockholm där hushållens så kallade skuldkvot är högst. Även om prisnedgången på bostadsmarknaden föregicks av en mycket snabb prisuppgång åren innan väntas den leda till att nybyggnationen av bostäder sjunker något de kommande åren.<sup>13</sup> Detta, tillsammans med en fortsatt hög efterfrågan, understödd av låga räntor och fortsatt sysselsättningstillväxt, bidrar till att stabilisera utvecklingen av bostadspriserna i år och prisökningstakten framöver väntas vara måttlig.

Nedgången i bostadsinvesteringarna dämpar den inhemska efterfrågan och BNP-tillväxten. Detta står i stark kontrast till perioden 2013–2017, då bostadsinvesteringarna bidrog till efterfrågetillväxten med i genomsnitt drygt 0,5 procent av BNP per år. År 2021 väntas bostadsinvesteringarnas andel av BNP ha sjunkit med cirka en procentenhet till knappt 5 procent (se diagram 4:9). Andelen är fortsatt relativt hög i ett historiskt perspektiv, men inte i en internationell jämförelse.<sup>14</sup>

Prisnedgången för bostäder är måttlig och kan ställas mot prisuppgången åren innan. Även om utvecklingen på bostadsmarknaden bedöms ha dämpat hushållens förtroende något, väntas effekterna på deras konsumtion sammantaget bli små och den väntas öka i en jämn takt de kommande åren. Hushållen har de senaste fem åren sparat en historiskt hög andel av sina inkomster. När deras konsumtionsutrymme utvecklas svagare de kommande åren, bland annat till följd av lägre tillväxt i sysselsättningen och högre räntor på bolånen, väntas de minska sitt sparande (se diagram 4:10). Högre bolåneräntor bedöms i sammanhanget därför få en relativt begränsad effekt på hushållens konsumtion.<sup>15</sup>

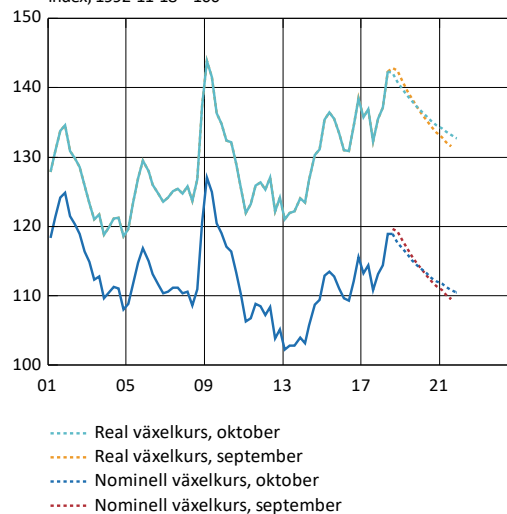
<sup>13</sup> Se fördjupning "Minskat bostadsbyggande dämpar BNP-tillväxten", Penningpolitisk rapport, februari 2018.

<sup>14</sup> Se "Residential investment and economic activity: evidence from the past five decades, BIS Working Papers No 726, juni 2018.

<sup>15</sup> Se fördjupning "Hur påverkas hushållen av stigande räntor?", Penningpolitisk rapport, december 2017.

Diagram 4:7. Real och nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100

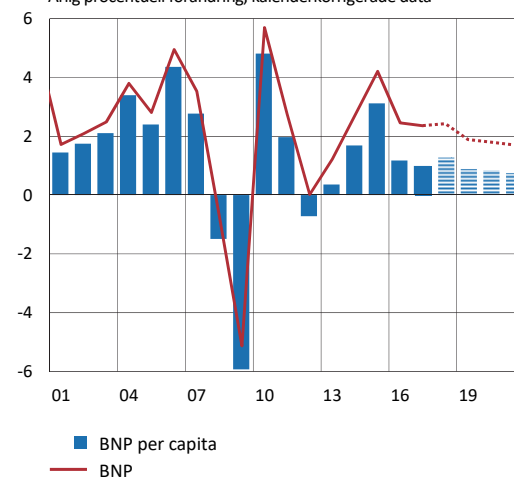


Anm. Real växelkurs är beräknad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. KIX är en sammanvägning av 32 länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

Diagram 4:8. BNP och BNP per capita

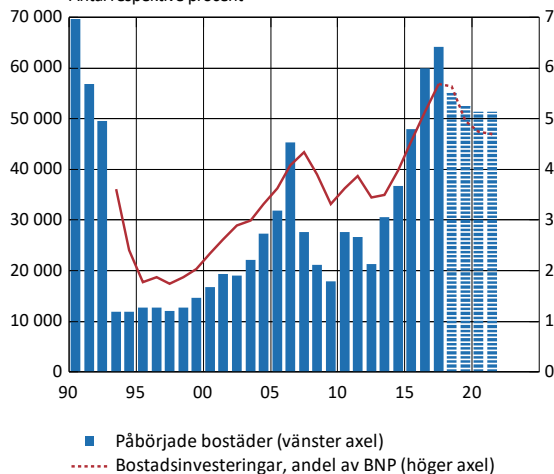
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:9. Påbörjade bostäder och bostadsinvesteringar

Antal respektive procent



Källor: SCB och Riksbanken

### Tidigare uppgång i bostadspriserna bidrar till allt högre skuldsättning

De lägre bostadspriserna och de åtgärder som vidtagits för att öka hushållens amorteringar, bidrar till att hushållens skulder ökar långsammare. Samtidigt innebär den tidigare långa perioden med stigande bostadspriser att dagens köpare i genomsnitt ändå betalar ett betydligt högre pris än vad säljarna betalade. Köparnas genomsnittliga bostadslån blir då större än säljarnas, vilket bidrar till att hålla uppe hushållens skuld tillväxt. De kommande åren väntas hushållens skulder fortsätta att öka snabbare än deras disponibla inkomster. I slutet av 2021 väntas skuldkvoten uppgå till drygt 190 procent (se diagram 4:11). Detta innebär en upprevidering till följd av att hushållens disponibla inkomster väntas bli lägre jämfört med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i september.

### Fortsatt gynnsam arbetsmarknad

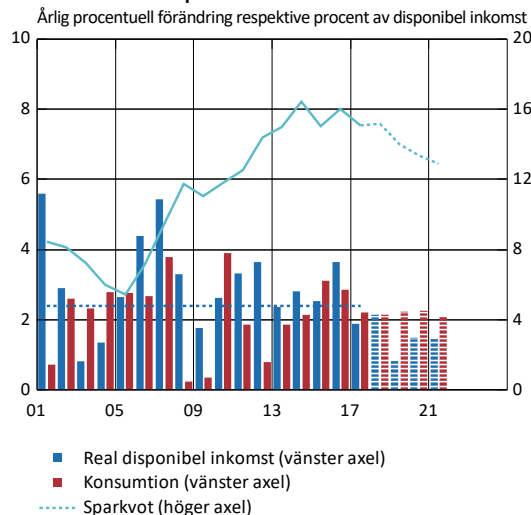
Utvecklingen på arbetsmarknaden har varit stark i flera år med stigande sysselsättningsgrad och sjunkande arbetslöshet (se diagram 4:12). Utbudet av arbetskraft har ökat snabbt vilket är ett resultat av både hög tillväxt i befolkningen och ett ökat arbetskraftsdeltagandet. Ökningen i arbetskraftsutbudet bedöms dock dämpas något framöver till följd av den demografiska utvecklingen inom nuvarande befolkning och en minskad invandring. Även efterfrågan på arbetskraft har varit stor under flera år. I takt med att sysselsättningsgraden stigit och arbetslösheten sjunkit har det blivit svårare för företag att hitta den personal de söker. Detta återspeglas både i höga bristtal och långa rekryteringstider. Sammantaget bedöms resursutnyttjandet vara högre än normalt och fortsätta vara relativt högt under de kommande åren (se diagram 4:13). Trots den goda konjunkturen förutses arbetslösheten stiga framöver. Det beror på att jobbchansen, det vill säga flödet från arbetslöshet in i arbete, är fortsatt relativt låg. I dagsläget är en stor andel av de arbetslösa personer som i genomsnitt har en lägre jobbchans, exempelvis personer födda utanför Europa. Denna andel av arbetskraften förväntas öka den närmaste tiden.

### Lönerna stiger men i en måttlig takt

De senaste åren har löneökningstakten varit låg i förhållande till ett historiskt genomsnitt, även om en viss uppgång syns för näringslivet det senaste året. Den svaga produktivitetstillväxten de senaste dryga tio åren har hållit tillbaka utrymmet för löneökningar och trots de låga löneökningarna är vinstandelen i näringslivet relativt låg i ett historiskt perspektiv. Samtidigt förefaller sambandet mellan den starka efterfrågan på arbetskraft och löner vara måttligt. Därtill är löneökningarna och tillväxten i arbetskostnader per producerad enhet låga i omvärlden.

Lönstillväxten väntas dock bli snabbare framöver (se diagram 4:14). Det finns ett antal faktorer som talar för detta. Ar-

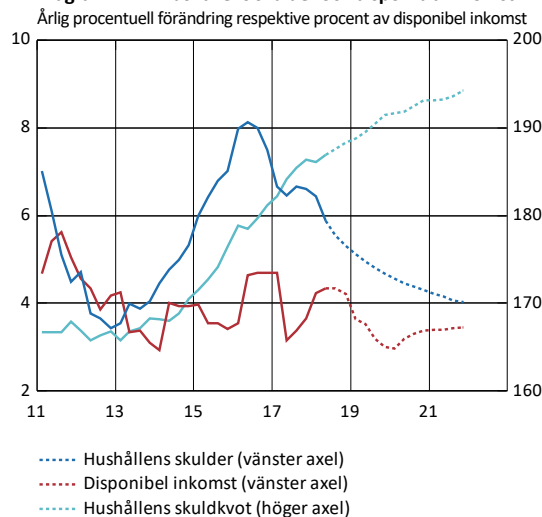
**Diagram 4:10. Hushållens reala disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot**



Anm. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator. Streckad linje avser genomsnitt av konsumtionstillväxten 1994–2017.

Källor: SCB och Riksbanken

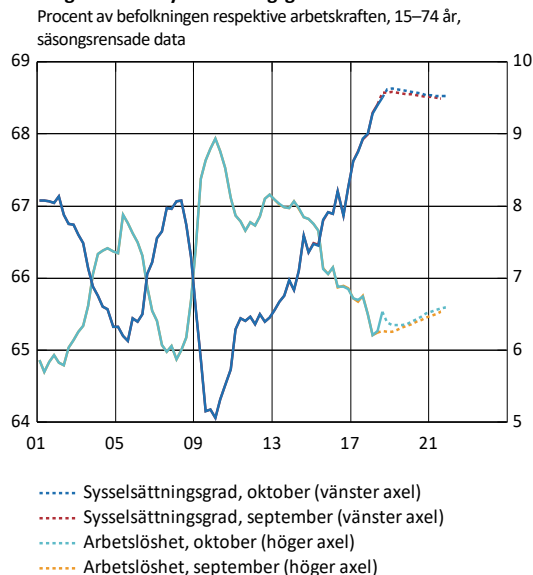
**Diagram 4:11. Hushållens skulder och disponibla inkomst**



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

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:12. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet**



Källor: SCB och Riksbanken

betsmarknadsläget är starkt. Inflationen har stigit och inflationsförväntningarna förefaller väl förankrade vid inflationsmålet på två procent. Det finns även vissa tecken på stigande löneökningar i omvärlden (se diagram 4:15). Produktivitetstillväxten bedöms dessutom gradvis stiga och närma sig en normal tillväxttakt i slutet av prognosperioden. Detta ökar utrymmet för arbetsgivarna att höja lönerna snabbare framöver. Sammantaget är dock prognosen för lönerna något nedreviderad mot slutet av prognosperioden jämfört med i den penningpolitiska rapporten i september på grund av en lägre förväntad produktivitetstillväxt. Arbetskostnaderna per producerad enhet bedöms öka med omkring 2 procent per år under prognosperioden, vilket är en relativt normal ökningstakt (se diagram 4:16).

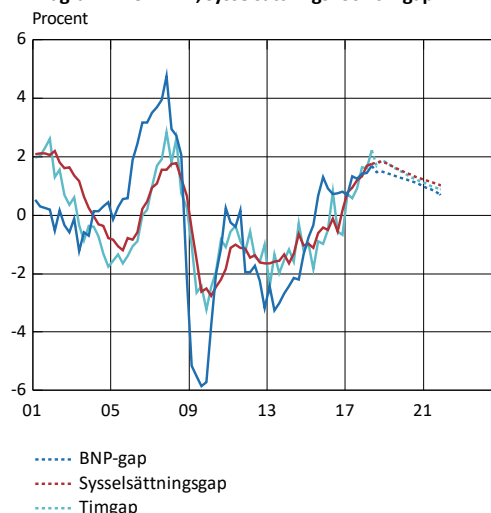
### Inflationen nära 2 procent de närmaste åren

I september uppgick inflationen mätt med KPIF till 2,5 procent. Olika mått på den underliggande inflationen är lägre (se fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?"). Medianen av ett flertal sådana mått steg i september till 1,7 procent. Ett av dessa mått, KPIF-inflationen exklusive energi, uppgick i september till 1,6 procent. Det var marginellt högre än i Riksbankens prognos i september.

Under ett antal år låg inflationen klart under Riksbankens inflationsmål, men det allt starkare konjunkturläget i svensk ekonomi har bidragit till stigande inflation de senaste åren. Dessutom har försvagningen av kronans växelkurs, som bland annat pressar upp priserna på livsmedel och andra importerade varor, bidragit till inflationsuppgången. Under 2017 berodde inflationsuppgången till viss del också på tillfälligt höga tjänstepriser. Även stigande energipriser har bidragit under de senaste åren. Detta har sammantaget inneburit att inflationen har fortsatt att stiga till omkring 2,5 procent.

Under de kommande åren väntas ett fortsatt gynnsamt konjunkturläge och en stark arbetsmarknad, och därmed ett högt resursutnyttjande i Sverige, fortsätta att fungera som en drivkraft för inflationen. Ökningstakten i arbetskostnader per producerad enhet har stigit och prognosen för denna har reviderats upp samtidigt som inflationsförväntningarna förefaller vara förankrade nära inflationsmålet på 2 procent. Därutöver stiger den underliggande inflationen i omvärlden. Samtidigt väntas kronan stärkas gradvis vilket har en återhållande effekt på inflationstakten. Energipriserna väntas inte heller bidra i samma utsträckning som de gjort de senaste åren. Sammantaget bedömer Riksbanken att KPIF-inflationen kommer att vara nära 2 procent under prognosperioden. När reporäntan, och därmed bolåneräntorna, börjar stiga mot slutet av 2018 ökar hushållens räntekostnader snabbare vilket medför att inflationen mätt med KPI blir betydligt högre än inflationen mätt med KPIF (se diagram 4:17). Under 2021 väntas KPI öka med över 3 procent.

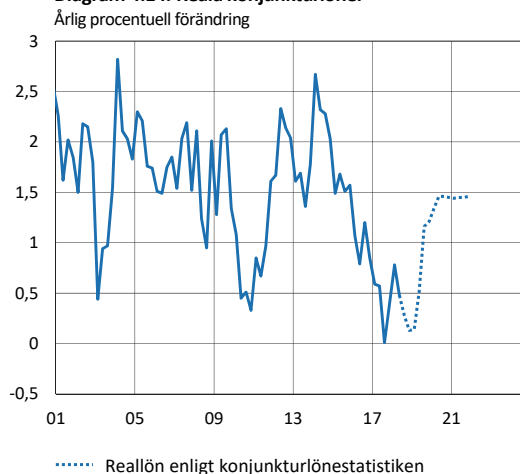
Diagram 4:13. BNP-, sysselsättnings- och timgap



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

Källor: SCB och Riksbanken

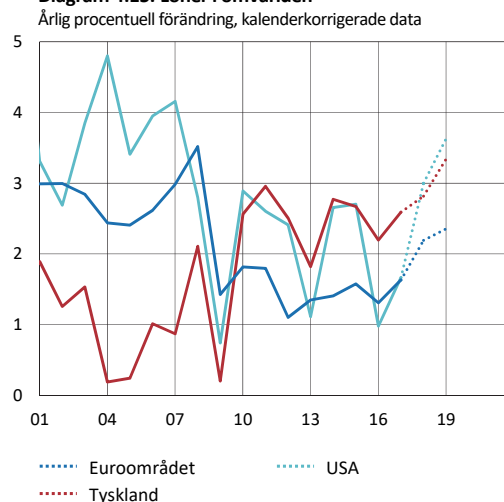
Diagram 4:14. Reala konjunkturlöner



Anm. Avser konjunkturlöner i hela ekonomin deflaterade med KPIF.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 4:15. Löner i omvärlden



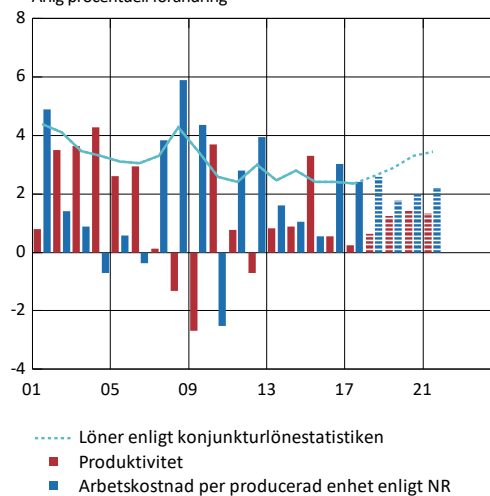
Anm. Avser OECD:s prognoser för lönesumma per anställd i näringslivet från maj 2018.

Källa: OECD

### Små revideringar av inflationsprognosen

De konjunkturella förutsättningarna för inflationsutvecklingen bedöms vara i stort sett oförändrade sedan den förra penningpolitiska rapporten. Bedömningen av resursutnyttjandet i utgångsläget är något nedreviderad, men väntas vara fortsatt högt de närmaste åren. De snabbt stigande arbetskostnaderna per producerad enhet och upprevideringen av dessa i de senaste nationalräkenskaperna är en faktor som också talar för stigande inflation. Dessutom steg den underliggande KPIF-inflationen rensad för energipriser i september (se diagram 4:18). Sammantaget är prognoserna för inflationen mätt med KPIF och KPIF exklusive energi i stort sett oförändrade jämfört med föregående prognoser.

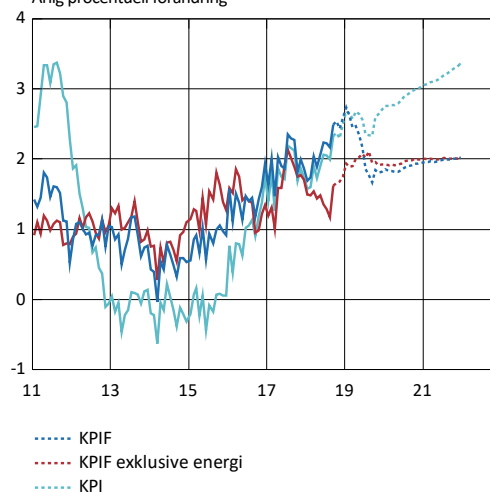
**Diagram 4:16. Löhner och arbetskostnader i hela ekonomin**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Medlingsinstitutets prognos på definitivt utfall 2017kv3–2018kv2.

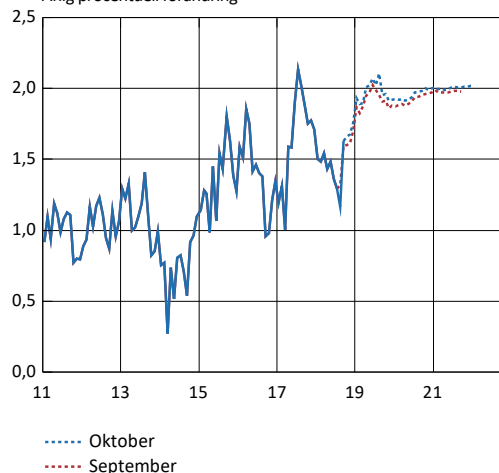
Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

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



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:18. KPIF exklusive energi**  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

## FÖRDJUPNING – Kronans utveckling på längre sikt

Eftersom kronans utveckling påverkar inflationen är det viktigt för Riksbanken att skapa sig en uppfattning om kronkursen framöver. Växelkurser varierar mycket och det är erkänt svårt att göra växelkursprognoser, på såväl kort som lång sikt. Men det finns belägg för att reala växelkurser, det vill säga nominella växelkurser justerade för relativa prisnivåer, över tiden tenderar att röra sig mot en mer trögörlig jämviktsnivå. Riksbanken gör därför en bedömning av denna nivå, som fungerar som ett ankare för prognoser för både den reala och den nominella växelkursen. Den aktuella bedömningen är att den reala växelkursen mätt med kronindex, KIX, kommer att befinna sig inom intervallet från 120 till 135 på fem till tio års sikt, vilket är en svagare nivå jämfört med tidigare bedömning. Intervallet innebär att kronan kan väntas förstärkas med cirka 5–15 procent i reala termer under de närmaste fem till tio åren.

I en fördjupning i den penningpolitiska rapporten i juli 2013 redovisade Riksbanken bedömningen att den reala kronkursen, mätt som KIX-index justerat för omvärldens konsumentprisnivå relativt den svenska prisnivån mätt med KPIF, på lite sikt kunde förväntas befinna sig i intervallet 110–125.<sup>16</sup> Sedan dess har kronans reala växelkurs försvagats samtidigt som det skett förändringar i såväl fundamentala faktorer som i Riksbankens och andra bedömares skattningar. Det finns därför anledning att ge en uppdaterad bild av Riksbankens bedömning av nivån på den reala växelkursen på lite sikt.

Växelkurser varierar mycket och är erkänt svåra att prognostisera. En välkänd och tidigare vanlig slutsats är att det inte går att göra en bättre prognos för växelkursens nivå i framtiden än den man får genom att helt enkelt anta att dagens nivå kommer att råda.<sup>17</sup> Reala växelkurser tycks dock ha en förankring i mer trögörliga nivåer eller trender.<sup>18</sup> Riksbankens prognos för kronkursens utveckling tar därför sin utgångspunkt i en bedömning av en real jämviktsväxelkurs.

### Köpkraftsparitet som utgångspunkt

En vanlig utgångspunkt vid bedömningen av den reala jämviktsväxelkursen är köpkraftsparitet – att samma varor

och tjänster kan förväntas kosta lika mycket i olika länder efter omräkning till samma valuta.<sup>19</sup> Vid relativ köpkraftsparitet är prisnivåerna i olika länder inte nödvändigtvis lika, mätt i samma valuta, men förhållandet dem emellan är konstant. Priserna stiger eller sjunker då procentuellt lika mycket i länderna över tiden. Om relativ köpkraftsparitet råder så kommer den reala växelkursen att vara konstant – vid en högre inflation än i omvärlden så försvagas samtidigt den nominella växelkursen och vice versa.<sup>20</sup>

Diagram 4:19 visar några olika mått på reala bilaterala växelkurser mellan den svenska kronan och euron respektive den amerikanska dollarn.<sup>21</sup> Eurostat och OECD sammanställer regelbundet information om priser på noggrant specificerade varor och tjänster i olika länder i syfte att få helt jämförbara mått på prisnivåer. Bilaterala reala växelkurser beräknade utifrån den statistiken (streckade linjer) tyder på att det mellan 1995 och 2017 skedde en förstärkning av kronans reala växelkurs mot euroområdet och en försvagning mot USA. Sammantaget, med beaktande av dessa ländernas vikter i KIX, ger detta mått bilden av en över tiden någorlunda konstant nivå på kronans

<sup>16</sup> Se fördjupningen "Ett långsiktigt perspektiv på kronan" i Penningpolitisk rapport, juli 2013.

<sup>17</sup> Se Meese, R. A. och Rogoff, K. (1983), "Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do they fit out of sample?", *Journal of International Economics*, vol. 14, s. 3–24.

<sup>18</sup> Medan nominella växelkurser kan bete sig till synes irrationellt (se Bacchetta, P. och van Wincoop, E. (2018), "Puzzling Exchange Rate Dynamics and Delayed Portfolio Adjustment", Meeting Papers 675, Society for Economic Dynamics) så finns numera ett antal studier som pekar på att reala växelkursers benägenhet att återgå mot genomsnitt kan utnyttjas till att prognostisera såväl reala som nominella växelkurser på lite sikt. Se till exempel Engel, C., Mark, N. C., och West, K. D. (2008), "Exchange rate models are not as bad as you think", *NBER Macroeconomics Annual 2007*, vol. 22, s. 381–441; Ca' Zorzi, M., Kolasa, M. and Rubaszeka, M. (2017): "Exchange rate forecasting with DSGE models", *Journal of International Economics*, vol. 107, s. 127–146; Cheung, Y-W., Chinn, M. D., Pascual, A. G. och Zhang, Y. (2017), "Exchange Rate Prediction Redux: New Models, New Data, New Currencies", NBER Working Paper No. 23267; och Eichenbaum, M., Johannesen, B. K., och Rebelo, S. (2017), "Monetary Policy and the Predictability of Nominal Exchange Rates," Finance and Economics Discussion Series 2017-037, Board of Governors of the Federal Reserve System.

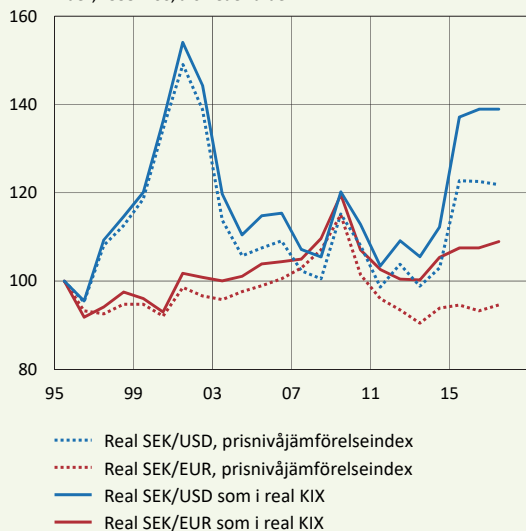
<sup>19</sup> Tidskriften *The Economist's Big Mac Index* är beräknat på priset på en enda vara som har den fördelen att den är i princip identisk världen över. Om en Big Mac kostar lika mycket i två olika länder räknat i samma valuta så ses det som en indikation på att det råder absolut köpkraftsparitet länderna emellan. Ibland tas skillnader i Big Mac-priser också som en indikation på under- eller övervärdering av de aktuella ländernas valutor. För exempel på detta och mer om Big Mac-indexet, se *The Economist* (2018), "The Big Mac index", <https://www.economist.com/news/2018/07/11/the-big-mac-index>.

<sup>20</sup> För en närmare redogörelse för teorier och empirisk forskning kring köpkraftsparitet se Froot, K. A. och Rogoff, K. (1995), "Perspectives on PPP and Long-Run Real Exchange Rates" i Grossman, G.M. och Rogoff, K. (red.), *Handbook of International Economics Vol. 3*, Elsevier.

<sup>21</sup> De stora svängningarna i kronans reala växelkurs mot dollarn följer svängningar i den nominella effektiva dollarkursen. Åren kring millennieskiftet präglades av flera stora skeenden och händelser med möjlig inverkan på valutakurser, däribland den så kallade IT-bubblan, eurons lansering och terrordåden i USA den 11 september 2001. En vanlig förklaring till de senaste årens dollarförstärkning är tilltagande ränteskillnader mellan USA å ena sidan och euroområdet och Sverige å den andra.

reala växelkurs fram till och med 2017.<sup>22</sup> En tolkning av detta är att kronans värdering 2017 var i linje med relativ köpkraftsparitet.

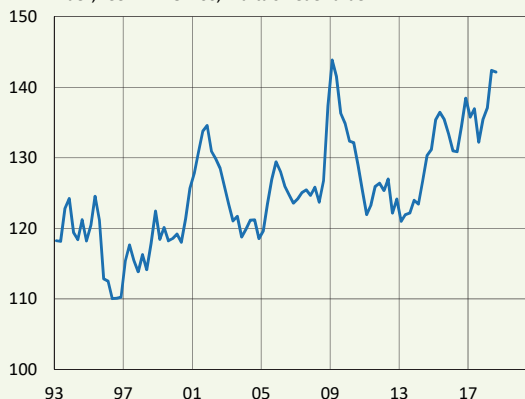
**Diagram 4:19. Bilateral reala växelkurser enligt olika mått**  
Index, 1995=100, årsmedelvärden



Källor: Eurostat, OECD och Riksbanken

Reala växelkurser som baseras på ländernas egna konsumentprisindex (se de heldragna linjerna i diagram 4:20) tecknar en lite annorlunda bild. Denna beräkningsmetod som ligger till grund för det reala KIX-indexet, som Riksbanken använder i sin analys, ger bilden av att den reala kronkursen under perioden 1995–2017 försvagades mot såväl euron som dollarn. Det är inte självklart vad som ligger bakom skillnaderna mellan de två måtten, men beräkningar av prisnivåer är osäkra och beräkningsmetoderna

**Diagram 4:20. Real växelkurs, KIX**  
Index, 1992-11-18=100, kvartalsmedelvärden



Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

kan skilja sig åt mellan länder. Det är därför viktigt att beakta flera olika mått i bedömningen av den långsiktiga nivån. Riksbankens växelkursprognoser, och det mått vi normalt publicerar, gäller dock det reala KIX-indexet. Diagram 4:20 visar att real KIX har varierat mycket och försvagats sedan 1993. Genomsnittet för real KIX sedan övergången till flytande växelkurs i slutet av 1992 är 125.

### Drivkrafter bakom trender i den reala växelkursen

Om den reala växelkursen uppvisar långvariga trender, vilket inte går att utesluta utifrån utvecklingen av real KIX, så kan det leda fel att använda ett genomsnitt för en viss historisk period vid bedömningen av jämviktsväxelkursen. Istället gäller det att försöka förstå vad som ligger bakom de långvariga förändringarna. Nedan beskrivs några av de möjliga drivkrafter bakom trender i reala växelkurser som spelar en framträdande roll i såväl litteraturen som Riksbankens analysverktyg. Men mycket kan påverka växelkursutvecklingen och det kan inte uteslutas att andra faktorer också spelar en viktig roll.

En av de vanligaste förklaringarna till varför prisnivåer i gemensam valuta kan utvecklas olika i olika länder utgår ifrån att produktiviteten främst växer inom sådan produktion som handlas internationellt.<sup>23</sup> Priserna i den sektorn bestäms internationellt men lönerna stiger i takt med produktiviteten och pressar upp löner, och i förlängningen priser, på sådana varor och tjänster som inte handlas internationellt. Det innebär i sin tur att prisnivån stiger mer i länder med högre produktivitetstillväxt och därmed att den reala växelkursen stärks för de länder som har en högre produktivitetstillväxt än sina handelspartners.

Produktivitetstillväxten återspeglas i grova drag i tillväxten i BNP per capita.<sup>24</sup> Diagram 4:21 visar att Sveriges BNP per capita steg i förhållande till den KIX-viktade omvärlden mellan 1993 och 2006. Det skulle tala för en trendmässig förstärkning av den reala kronkursen under den perioden, i motsats till den försvagning som visas i diagram 4:20. En möjlig bidragande anledning skulle kunna vara att ökningen i relativ BNP per capita drivits av en relativt stark svensk produktivitetstillväxt i tjänstesektorn – vars produktion i mindre utsträckning handlas internationellt – vilket hållit tillbaka prisutvecklingen i den sektorn och därigenom försvagat den reala växelkursen.<sup>25</sup>

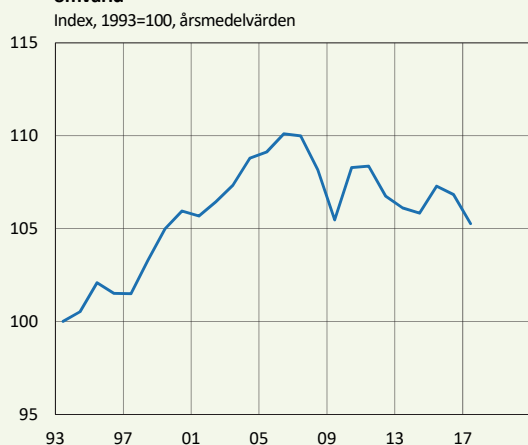
<sup>22</sup> Samma bild framträder om dessa reala växelkurser istället beräknas med arbetskraftskostnader per producerad enhet.

<sup>23</sup> Denna kallas ibland även Harrod-Balassa-Samuelson-effekten. Se R. Harrod (1933), *International Economics*, Cambridge University Press, B. Balassa (1964), "The Purchasing Power Parity Doctrine: a Reappraisal", *Journal of Political Economy* 72 (6), sid. 584-596, och P.A. Samuelson (1964), "Theoretical Notes on Trade Problems", *Review of Economics and Statistics* 46 (2), sid. 145-154.

<sup>24</sup> Nivån på BNP per capita kan vid sidan av produktiviteten fånga upp inkomsteffekter på arbetsutbudet (lägre arbetsutbud vid högre inkomster) som kan pressa upp löne- och därmed prisnivån i ekonomin.

<sup>25</sup> Exempelvis indikerar statistik från ECB att produktivitetstillväxten i tjänstesektorn (mätt med produktion per arbetad timme) sedan 1995 varit ungefär dubbelt så hög i Sverige som i euroområdet.

**Diagram 4:21. BNP per capita i Sverige relativt KIX-vägd omvärld**



Källor: IMF och Riksbanken

En annan möjlig anledning till att real KIX inte stärktes i takt med en stigande kvot mellan Sveriges och omvärldens BNP per capita är att andra faktorer samtidigt kan ha påverkat den reala växelkursen i motsatt riktning. Nära till hands ligger faktorer som, vid sidan om produktiviteten, också är relevanta för hur rikt Sverige kan sägas vara jämfört med omvärlden. Här återfinns bytesförhållandet ("terms of trade"), det vill säga förhållandet mellan exportpriser och importpriser uttryckt i svenska kronor. Ju mer fördelaktigt bytesförhållandet gentemot omvärlden är, det vill säga ju mer Sverige får i utbyte för sin export, desto starkare förväntas den reala växelkursen vara. Sveriges bytesförhållande försvagades trendmässigt fram till den globala finanskrisen (se diagram 4:22). Detta kan således hjälpa till att förklara en trendmässig real kronförsvagning under samma period.

**Diagram 4:22. Sveriges bytesförhållande**



Källa: SCB

Utvecklingen av Sveriges BNP per capita relativt omvärlden respektive bytesförhållandet ser med andra ord ut att ha påverkat den reala växelkursen i motsatta riktningar mellan 1993 och 2007. Därefter har dessa variabler rört

sig mindre och pekar inte mot en tydlig försvagning av den reala jämviktsväxelkursen de senaste åren.

### Bytesbalansen och den reala växelkursen

Ett annat perspektiv på den reala växelkursen tar sin utgångspunkt i bytesbalansen. Den reflekterar hur ett lands totala sparande förhåller sig till det totala värdet av investeringarna som görs där. Under perioder kan ett lands sparande vara relativt högt och investeringarna relativt låga. För att man ska kunna spara mer än man investerar behöver exporten överstiga importen och det kräver en svag real växelkurs. Om det finns anledning att tro att Sveriges sparande framöver kommer att minska eller dess investeringsefterfrågan kommer att öka relativt omvärlden så finns det anledning att förvänta sig en starkare växelkurs framöver.

Sedan övergången till flytande växelkurs i slutet av 1992 har Sverige haft ett överskott i bytesbalansen motsvarande i genomsnitt 5 procent av BNP (se diagram 4:23). Det är ett förhållandevis stort överskott i internationell jämförelse och kan vara ett tecken på att kronan kommer att förstärkas på sikt. Bytesbalansöverskottet har dock minskat rejält under de senaste tio åren, ned till cirka 3 procent av BNP, vilket är en indikation på att det nu finns mindre utrymme för kronan att appreciera än tidigare.

**Diagram 4:23. Bytesbalans**

Andel av BNP, procent, fyra kvartals glidande medelvärde



Källa: SCB

### Den reala växelkursen på 5–10 års sikt

Den reala jämviktsväxelkursen går inte att observera. Därför är det svårt att avgöra hur pass korrekta olika bedömningar av dess nivå har varit och vilken metod som fungerar bäst. I tabell 4:1 redovisas därför skattningar av den reala jämviktsväxelkursen med olika ansatser, som alla ligger till grund för Riksbankens samlade bedömning av ett intervall för den reala växelkursen på fem till tio års sikt.

Riksbankens egna skattningar av den reala jämviktsväxelkursen görs med modeller som samtidigt förklarar den reala jämviktsväxelkursen utifrån trenderna i relativ

BNP (eller BNP per capita) och bytesförhållandet samt den faktiska reala växelkursens avvikelse från jämviktsnivån med nettoställningen mot utlandet, bytesbalansen och ränteskillnader mot omvärlden.

IMF gör årligen bedömningar av normala nivåer på de enskilda medlemsländernas bytesbalanssaldo med utgångspunkt i faktorer som bedöms vara viktiga för sparande och investeringar. Om det aktuella bytesbalanssaldo överstiger den normala nivån dras slutsatsen att växelkursen är undervärderad. Den senaste bedömningen från IMF innebär att Sveriges bytesbalansöverskott 2017 var större än vad som är motiverat av fundamentala faktorer på medellång sikt och att kronan därför är undervärderad och väntas förstärkas.<sup>26</sup>

Det går inte att utesluta att det pågår en trend mot en allt svagare real KIX som drivs av något annat än utvecklingen i de variabler som diskuterats ovan. Något som talar för det är att real KIX försvagats med över 10 procent mellan 1995 och 2017 samtidigt som andra mått på den reala växelkursen pekar på att den varit i princip oförändrad under samma period. Det kan därför vara värt att beakta något mått på den trendmässiga utvecklingen i real KIX, utan hänsyn till några bakomliggande drivkrafter. Ett så kallat Hodrick-Prescott-filter uppfyller det kriteriet och när det tillämpas på årsgenomsnittet för real KIX, inklusive Riksbankens prognos för perioden till och med 2021, ger det en aktuell trendnivå på 135.

De olika skattningarna av en real jämviktsväxelkurs ligger till grund för Riksbankens bedömning av ett intervall för den reala växelkursens nivå på fem till tio års sikt. Längst ned i tabellen visas det intervall som Riksbanken publicerade 2013 samt den nu redovisade uppdateringen av detta intervall.

**Tabell 4:1. Skattningar av real jämviktsväxelkurs och Riksbankens bedömning av den reala växelkursen på 5–10 års sikt**  
KIX, index, 1992-11-18 = 100

Skattning	Real jämviktsväxelkurs
Köpkraftsparitet <sup>27</sup>	125
Skattningar med Riksbankens modeller	122–129
IMF	122–135
Trendnivå, baserad på Hodrick-Prescott-filter <sup>28</sup>	135
Riksbankens bedömningar	Real växelkurs på 5–10 års sikt
Intervall publicerat 2013	110–125
<b>Aktuellt intervall</b>	<b>120–135</b>

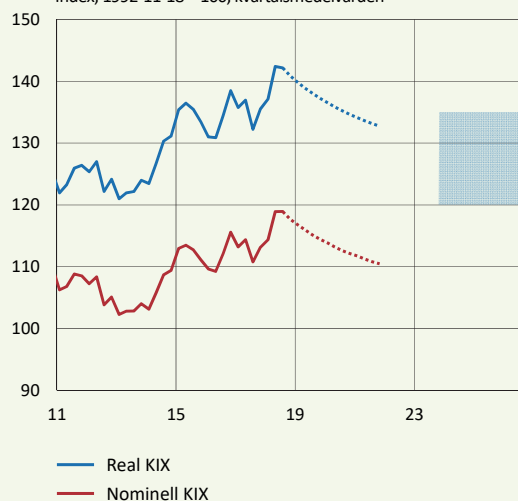
Det tredje kvartalet i år låg realt KIX på 142, vilket är svagare än de olika skattningarna och bedömningarna av den reala jämviktsväxelkursen i tabell 4:1. Detta indikerar att

det är sannolikt att tillfälliga faktorer gör kronan svag i dagsläget. En sådan är ränteskillnaderna mot omvärlden. Den kronförsvagning som ägt rum sedan början av 2014 har sammanfallit i tiden med att svenska räntor sjunkit jämfört med motsvarande räntor i omvärlden. Exempelvis har skillnaden mellan avkastningen på svenska tvååriga statsobligationer och tyska motsvarigheter minskat med drygt en halv procentenhet och skillnaden till de amerikanska minskat med drygt tre procentenheter.

### Kronans utveckling framöver

Sammantaget är det alltså Riksbankens bedömning att ett rimligt intervall för den reala växelkursen mätt med kronindex, KIX, på 5–10 års sikt är mellan 120 och 135 (se diagram 4:24).

**Diagram 4:24. Real och nominell växelkurs, KIX**  
Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden



Anm. Det blå fältet visar Riksbankens bedömda intervall för den reala växelkursen på 5–10 års sikt.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

Kronan ligger i dagsläget ovanför detta intervall, vilket innebär att den förväntas förstärkas under de närmaste åren. Eftersom inflationen under samma period väntas vara ungefär lika hög i den KIX-vägda omvärlden som i Sverige (mätt som KPIF) så kommer den nominella kronkursen att förstärkas i ungefär samma takt som den reala kronkursen (se diagram 4:24).

<sup>26</sup> International Monetary Fund (2018), *External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions*.

<sup>27</sup> Genomsnitt för real KIX sedan 1993 kv1.

<sup>28</sup> Filtret är tillämpat på årsdata för real KIX, inklusive Riksbankens prognos fram till 2021. Utjämningsparametern som använts är 100, vilket är vanligt vid filtrering av årsdata. Det redovisade värdet gäller 2018.



## Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

**Tabell 1. Reporänteprognos**

Procent, kvartalsmedelvärden

	2018 kv 3	2018 kv 4	2019 kv 1	2019 kv 4	2020 kv 4	2021 kv 4
Reporänta	-0,50	-0,50 (-0,50)	-0,33 (-0,33)	0,09 (0,09)	0,66 (0,66)	1,23

Källa: Riksbanken

**Tabell 2. Inflation**

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2017	2018	2019	2020	2021
KPIF	2,0 (2,0)	2,2 (2,2)	2,1 (2,1)	1,9 (1,9)	2,0
KPIF exkl. energi	1,7 (1,7)	1,5 (1,5)	2,0 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0
KPI	1,8 (1,8)	2,0 (2,0)	2,6 (2,7)	2,9 (2,9)	3,2
HIKP	1,9 (1,9)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)	1,8 (1,8)	1,9

Anm. HIKP är ett EU-harmoniserat index för konsumentpriser.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning**

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2017	2018	2019	2020	2021
Reporänta	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,5)	-0,1 (-0,1)	0,4 (0,4)	1,0
10-årsränta	0,7 (0,7)	0,7 (0,7)	1,4 (1,4)	2,1 (2,1)	2,7
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	112,9 (112,9)	117,5 (118,0)	115,6 (116,3)	112,9 (112,6)	111,1
Offentligt finansiellt sparande*	1,6 (1,3)	0,9 (1,0)	0,9 (0,9)	0,7 (0,7)	0,7

\* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 4. Internationella förutsättningar**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2017	2018	2019	2020	2021
Euroområdet	0,11	0,48	2,5 (2,5)	1,9 (2,0)	1,6 (1,7)	1,6 (1,6)	1,5
USA	0,15	0,09	2,2 (2,2)	2,8 (2,8)	2,6 (2,6)	2,0 (2,0)	1,6
Japan	0,04	0,02	1,7 (1,7)	1,1 (0,9)	1,1 (1,0)	0,4 (0,4)	0,9
Kina	0,19	0,09	6,9 (6,9)	6,6 (6,6)	6,0 (6,1)	6,1 (6,1)	6,0
KIX-vägd	0,75	1,00	2,9 (2,9)	2,6 (2,6)	2,3 (2,4)	2,2 (2,2)	2,1
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,7 (3,7)	3,8 (3,8)	3,6 (3,8)	3,7 (3,7)	3,6

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen för 2018 enligt IMF. KIX-vikter avser vikter i Riksbankens kronindex (KIX) för 2018.

Prognosen för BNP i världen är baserade på IMF:s prognoser för PPP-vikter. Prognosen för KIX-vägd BNP baseras på ett antagande om att KIX-vikterna kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de tidigare fem åren.

KPI	2017	2018	2019	2020	2021
Euroområdet (HIKP)	1,5 (1,5)	1,8 (1,8)	1,9 (1,6)	1,6 (1,6)	1,7
USA	2,1 (2,1)	2,5 (2,5)	2,3 (2,3)	2,2 (2,2)	2,2
Japan	0,5 (0,5)	1,1 (0,9)	1,4 (1,2)	1,8 (1,8)	1,5
KIX-vägd	1,9 (1,9)	2,2 (2,1)	2,2 (2,1)	2,0 (2,0)	2,1

	2017	2018	2019	2020	2021
Styrränta i omvärlden, procent	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,1)	0,2 (0,2)	0,5 (0,5)	0,8
Råoljepris, USD/fat Brent	54,8 (54,8)	74,9 (72,3)	80,7 (72,4)	76,4 (69,6)	72,4
Svensk exportmarknad	5,0 (4,9)	4,2 (4,1)	4,0 (4,1)	3,6 (3,6)	3,5

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

	2017	2018	2019	2020	2021
Hushållens konsumtion	2,2 (2,2)	2,1 (2,7)	2,2 (2,5)	2,3 (2,3)	2,1
Offentlig konsumtion	0,0 (0,4)	0,9 (0,7)	1,0 (1,0)	1,1 (1,2)	1,0
Fasta bruttoinvesteringar	6,1 (5,9)	2,8 (3,7)	0,1 (0,5)	2,8 (2,8)	2,8
Lagerinvesteringar*	0,1 (0,1)	0,4 (0,3)	0,1 (0,2)	-0,2 (-0,1)	0,0
Export	3,2 (3,6)	3,2 (3,2)	3,6 (3,8)	3,7 (3,7)	3,5
Import	4,8 (4,8)	3,4 (2,7)	2,7 (3,3)	3,5 (3,5)	3,8
BNP	2,1 (2,3)	2,3 (2,9)	1,9 (2,0)	2,0 (2,1)	1,8
BNP, kalenderkorrigerad	2,4 (2,5)	2,4 (3,0)	1,9 (2,0)	1,8 (1,8)	1,7
Slutlig inhemsk efterfrågan*	2,4 (2,5)	1,9 (2,3)	1,2 (1,5)	2,0 (2,0)	1,9
Nettoexport*	-0,5 (-0,3)	0,1 (0,3)	0,5 (0,4)	0,2 (0,2)	0,0
Bytesbalans (NR), procent av BNP	3,6 (4,2)	3,0 (3,9)	3,2 (3,8)	3,3 (3,9)	3,1

\* 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

	2017	2018	2019	2020	2021
Folkmängd, 15–74 år	1,1 (1,1)	0,8 (0,8)	0,6 (0,6)	0,5 (0,5)	0,5
Potentiellt arbetade timmar	0,9 (0,8)	0,9 (0,8)	0,8 (0,8)	0,8 (0,8)	0,7
Potentiell BNP	2,0 (2,2)	2,1 (2,2)	2,1 (2,2)	2,0 (2,1)	2,0
BNP, kalenderkorrigerad	2,4 (2,5)	2,4 (3,0)	1,9 (2,0)	1,8 (1,8)	1,7
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	2,1 (1,8)	1,8 (1,7)	0,6 (0,7)	0,4 (0,4)	0,4
Sysselsatta, 15–74 år	2,3 (2,3)	1,7 (1,7)	0,8 (0,8)	0,5 (0,5)	0,5
Arbetskraft, 15–74 år	2,0 (2,0)	1,4 (1,3)	0,8 (0,8)	0,6 (0,6)	0,6
Arbetslöshet, 15–74 år*	6,7 (6,7)	6,3 (6,2)	6,4 (6,3)	6,5 (6,4)	6,6
BNP-gap**	1,2 (1,1)	1,5 (1,9)	1,3 (1,7)	1,1 (1,4)	0,8
Tim-gap**	1,0 (1,0)	1,8 (2,0)	1,6 (1,9)	1,3 (1,5)	1,0

\* Procent av arbetskraften \*\*Avvikelse från Riksbankens bedömda potentiella nivå, i procent

Anm. Med potentiellt arbetade timmar och potentiell BNP avses den långsiktigt hållbara nivån enligt Riksbankens bedömning.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin**

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

	2017	2018	2019	2020	2021
Timlön, KL	2,3 (2,4)	2,6 (2,6)	2,9 (2,9)	3,3 (3,4)	3,4
Timlön, NR	2,5 (2,7)	2,8 (2,8)	2,9 (3,0)	3,3 (3,4)	3,5
Arbetsgivaravgifter*	0,0 (-0,1)	0,3 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1
Arbetskostnad per timme, NR	2,5 (2,6)	3,1 (2,9)	3,0 (3,1)	3,4 (3,5)	3,5
Produktivitet	0,2 (0,7)	0,6 (1,2)	1,2 (1,3)	1,4 (1,4)	1,3
Arbetskostnad per producerad enhet	2,4 (2,1)	2,6 (1,8)	1,8 (1,7)	2,0 (2,0)	2,2

\* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, sociala avgifter och löneskatter (arbetskostnadssumma) dividerad med antal arbetade timmar för anställda. Arbetskostnad per producerad enhet definieras som arbetskostnadssumma dividerad med BNP 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)