

Penningpolitisk rapport

Februari 2020



Penningpolitisk rapport

Riksbankens penningpolitiska rapport publiceras fem gånger om året. Rapporten beskriver de överväganden Riksbanken gjort när man kommit fram till vad som är en lämplig penningpolitik.¹ Rapporten innehåller en beskrivning av de framtida inflations- och konjunkturutsikterna baserad på den penningpolitik som Riksbanken för närvarande anser är väl avvägd.

Den penningpolitiska rapporten syftar till att sammanfatta underlagen för de penningpolitiska besluten och sprida kunskap om de bedömningar som Riksbanken gör. Genom att publicera rapporterna vill Riksbanken underlätta för utomstående att följa, förstå och utvärdera penningpolitiken.

Riksbanken ska minst två gånger per år lämna en skriftlig redogörelse om penningpolitiken till riksdagens finansutskott (se 6 kapitlet 4 § i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank). Under våren sker detta i form av ett särskilt underlag för utvärdering av penningpolitiken. Under hösten utgörs redogörelsen av den penningpolitiska rapporten.

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 11 februari 2020. Rapporten går att ladda ned i pdf format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se där det också finns mer information om Riksbanken.

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

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISK STRATEGI

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som att den årliga förändringen av konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bland annat en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Denna så kallade räntebana är en prognos, inte ett löfte.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan och eventuellt vilka andra kompletterande åtgärder som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att penningpolitiken anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.
- För att illustrera att inflationen inte kommer att vara exakt 2 procent varje månad används ett variationsband som sträcker sig mellan 1 och 3 procent, vilket fångar cirka tre fjärdedelar av de historiska månadsutfallen av KPIF-inflationen. Riksbanken strävar hela tiden efter att inflationen ska nå 2 procent oavsett om den i utgångsläget ligger innanför eller utanför variationsbandet.
- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i de penningpolitiska besluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.
- I vissa lägen, som under den finansiella krisen 2008–2009, kan reporäntan och räntebanan behöva kompletteras med andra åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten och säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt.
- Riksbanken strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig, begriplig och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

BESLUTSPROCESSEN

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

PRESENTATION AV PENNINGPOLITISKT BESLUT

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

Innehåll

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar 5

Global tillväxt nära normala nivåer 5

Den aktuella penningpolitiken 7

Osäkerhet och risker 10

FÖRDJUPNING – Inflationen inte helt jämförbar mellan länder 14

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden 16

Utvecklingen internationellt 16

Utvecklingen i Sverige 19

FÖRDJUPNING – Vad har hänt med finansiella förhållanden sedan hösten 2018? 22

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget 25

Inflationen i Sverige 25

Global och svensk konjunktur 27

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna 31

Omvärlden 31

Sverige 34

Tabeller 39

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Tillväxten i omvärlden har mattats av mot mer normala nivåer. Inflationen är fortfarande dämpad, särskilt i euroområdet, och det globala ränteläget fortsätter att vara lågt. Efter flera år av hög ekonomisk tillväxt har konjunkturläget i Sverige blivit mer balanserat. Tillväxten väntas bli måttlig i år men ökar gradvis från slutet av 2020 till följd av starkare inhemsk efterfrågan. I takt med att konjunkturen har gått in i en fas med långsammare tillväxt har också utvecklingen på arbetsmarknaden dämpats. Under prognosperioden ligger sysselsättningsgraden dock kvar på dagens nivå, som är hög ur både ett historiskt och ett internationellt perspektiv.

Inflationen har varit nära 2 procent sedan början av 2017, men dämpades tydligt under sommaren 2019 till följd av fallande energipriser. Energipriserna fortsätter att hålla tillbaka inflationen under 2020. Därefter stiger den gradvis mot 2 procent.

Utvecklingen sedan det penningpolitiska mötet i december har i stort blivit som Riksbanken förväntade sig och revideringarna av konjunktur- och inflationsutsikterna på lite sikt är små. Direktionen har därför beslutat att lämna reporäntan oförändrad på noll procent, i linje med prognosen från december. Den expansiva penningpolitik som antas i den här rapporten bedöms skapa förutsättningar för en balanserad konjunktur och en inflation nära målet. Prognosen för reporäntan är densamma som i december och indikerar att reporäntan kommer att vara oförändrad under nästan hela prognosperioden. Penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som ankare för pris- och lönebildningen.

Global tillväxt nära normala nivåer

Den globala avmattningen har bromsat upp

Sedan 2017 har BNP-tillväxten i omvärlden dämpats mot mer normala nivåer. Det har skett en försvagning av den globala industrikonjunkturen som i kombination med osäkerhet kring handelsrelationer i olika delar av världen inneburit att företagens investeringsvilja och handel har dämpats, särskilt i länder som Tyskland och USA. De senaste månaderna har olika indikatorer för tillväxten dock stabiliserats. Risken för att nedgången inom tillverkningsindustrin ska få tydligt negativa konsekvenser också för tjänstesektorn har minskat. Konsumentförtroendet är relativt högt och arbetsmarknaden fortsätter att utvecklas starkt. Till bilden hör också att en del av den osäkerhet som har tyngt den globala utvecklingen under en längre tid har minskat något. USA och Kina har till exempel undertecknat "fas ett"-avtalet med syfte att förbättra handelsrelationerna. I år och de kommande åren väntas BNP i omvärlden växa ungefär i linje med, eller strax under, det historiska genomsnittet.

Det är svårt att uppskatta de ekonomiska konsekvenserna av det nya coronaviruset i Kina, eftersom det i dagsläget inte går att förutspå den fortsatta spridningen av epidemin. I prognoserna antas epidemin dämpa tillväxten i år, främst i Kina

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Viss återhämtning i omvärldens tillväxt, stigande global inflation
Fortsatt expansiva finansiella förhållanden i omvärlden och i Sverige. Fortsatt lågt globalt ränteläge.
Efter flera år av hög ekonomisk aktivitet har konjunkturläget i Sverige blivit mer balanserat.
Inflationen fortsätter att dämpas av energipriserna under 2020 men stiger därefter åter mot inflationsmålet. Den samlade bilden av de långsiktiga inflationsförväntningarna är att de är nära 2 procent.
Slutsats: Det behövs en expansiv penningpolitik under lång tid för en inflation nära målet. Reporäntan lämnas oförändrad på noll procent och prognosen indikerar att den kommer att vara oförändrad under nästan hela prognosperioden.

Tabell 1:2.

Viktiga prognosrevideringar
Tillväxten i Sverige är uppreviderad till följd av något högre export, offentlig konsumtion och bostadsinvesteringar.
Lägre energipriser och svagare krona under prognosperioden.
Inflationsprognosen nedreviderad främst till följd av lägre el- och drivmedelspriser närmaste året.

men viss spridning bedöms ske även till andra delar av världsekonomin. Riksbanken följer utvecklingen och justerar vid behov prognoserna i takt med att ny information tillkommer.

Den KIX-vägda inflationen i omvärlden har de senaste åren legat omkring 2 procent men i vissa regioner har inflationen varit klart lägre. Trots en tydlig förstärkning av konjunkturen i euroområdet har inflationen mätt med HIKP fortsatt att vara lägre än den europeiska centralbankens (ECB:s) mål om en inflation under, men nära, 2 procent. Att genomslaget från efterfrågan till konsumentpriser har varit svagare än före finanskrisen är ett globalt fenomen. Det saknas dock en heltäckande förklaring. Ofta lyfts olika strukturella faktorer, såsom ökad globalisering och digitalisering samt institutionella förändringar, fram som tänkbara förklaringar till en svag pris- och löneutveckling. Även bakåtblickande inflationsförväntningar har nämnts som motiv till varför det tar tid innan ett stigande kostnadstryck får ett tydligt genomslag i konsumentpriserna.²

Låg inflation och farhågor om en mer påtaglig avmattning av världskonjunkturen föranledde flera utländska centralbanker att fram till hösten 2019 göra penningpolitiken mer expansiv och räntorna globalt sjönk på bred front. Ett förbättrat stämningsslag på de finansiella marknaderna har bidragit till att statsobligationsräntorna har stigit något det senaste halvåret och till att trenden uppåt i aktiekurser har bestått. De finansiella förhållandena bedöms vara fortsatt expansiva och ge stöd till den globala konjunkturen. Stigande kostnader väntas framöver vältras över på konsumenterna i något större utsträckning. Den KIX-vägda inflationen i omvärlden bedöms stiga till strax över 2 procent 2022.

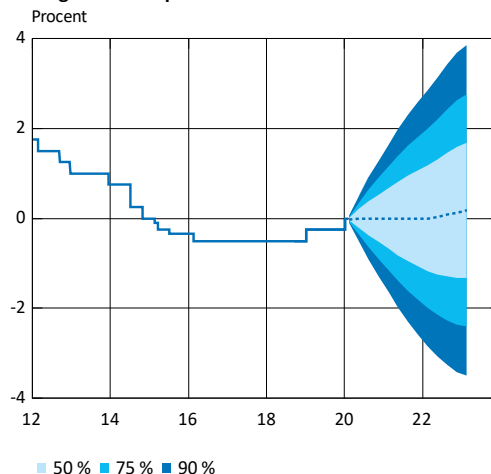
Balanserat konjunkturläge i Sverige

Efter flera år av god tillväxt och högt resursutnyttjande dämpades tillväxten i Sverige andra halvåret 2018 och blev måttlig 2019 (se diagram 1:2). Även i år väntas tillväxten bli lägre än tidigare och konjunkturen fortsätter att mattas av. Detta beror bland annat på att svensk exportmarknad växer i en förhållandevis långsam takt och på en nedgång i bostadsbyggandet. Tillväxten ökar gradvis från slutet av 2020 till följd av stigande inhemsk efterfrågan. Utvecklingen innebär ett balanserat konjunkturläge där resursutnyttjandet är nära en normal nivå under hela prognosperioden.

I takt med att konjunkturen gått in i en fas med långsammare tillväxt har efterfrågan på arbetskraft dämpats. Under fjolåret ökade sysselsättningen i en långsammare takt jämfört med tidigare samtidigt som arbetslösheten steg något. Det kommande året väntas en ytterligare dämpning i sysselsättningsstillväxten. Men även arbetskraften ökar långsammare och uppgången i arbetslösheten blir därför måttlig. Trots lägre sysselsättningsstillväxt ligger sysselsättningsgraden kvar

² Se E. Bobeica et al., 2019, "The link between labor cost and price inflation in the euro area", ECB Working Paper Series No 2235 och Y. Abdih et al., 2018, "Understanding Euro Area Inflation Dynamics: Why So Low for So Long?", IMF Working Paper WP/18/188, 2018.

Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall

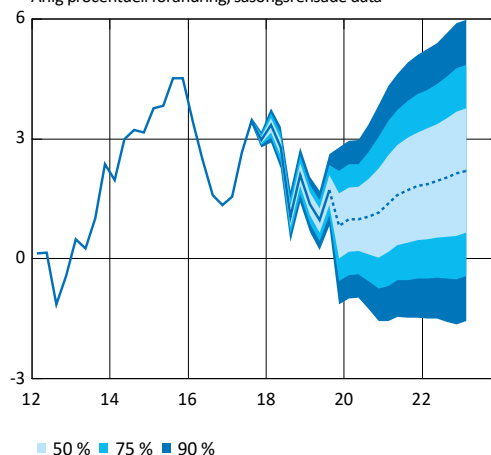


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel samt på riskpremiejusterade terminsräntors prognosfel för perioden 1999 till dess att Riksbanken började publicera prognoser för reporeräntan under 2007. Osäkerhetsintervallen tar inte hänsyn till att det kan finnas en nedre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

Källa: Riksbanken

Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall

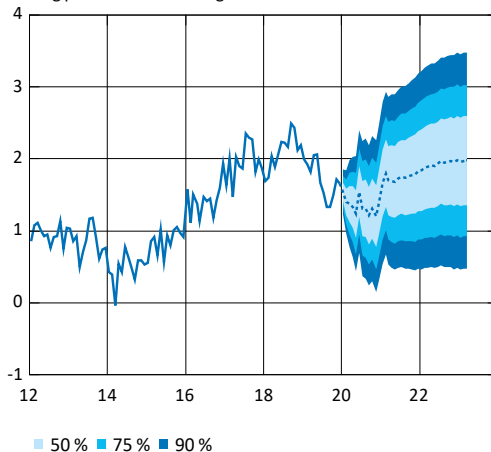
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. För BNP råder det osäkerhet även om rapporterade utfall eftersom nationalräkenskaperna revideras flera år efter första publicering. Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

på dagens nivå, som är hög ur både ett historiskt och ett internationellt perspektiv.

Inflationen dämpas av låga energipriser i år

Inflationen har varit nära 2 procent sedan början av 2017 (se diagram 1:3). Under 2019 föll prisökningstakten på energi, vilket ledde till att inflationen sjönk tillbaka. De senaste månaderna har inflationen återigen stigit och i december uppmättes KPIF-inflationen till 1,7 procent. Variationen i energipriserna fortsätter att påverka inflationen. Under 2020 håller fallande el- och drivmedelspriser nere KPIF-inflationen (se diagram 1:4). Att den svaga kronans effekter på prisökningarna bedöms avta bidrar också till att dämpa inflationen.

Rensat för energipriser steg inflationen under 2019. Måtteten på underliggande inflation, som exkluderar eller minskar betydelsen av kraftigt varierande priser, indikerar att den mer varaktiga inflationen har varit relativt stabil det senaste året och ligger strax under 2 procent. Detta talar för att inflationen kommer att vara nära 2 procent när effekterna av låga energipriser klingar av.³ Flera faktorer bidrar till att hålla uppe den underliggande inflationstakten framöver. Efterfrågan i svensk ekonomi har varit hög under en lång period och den inhemska efterfrågan väntas åter stärkas mot slutet av prognosperioden. Löneökningstakten bedöms stiga något och företagets kostnader ökar. Även den underliggande inflationen i omvärlden, i synnerhet i euroområdet, bedöms stiga en del under prognosperioden. Sammantaget kvarstår förutsättningarna för en inflation nära inflationsmålet.

Den aktuella penningpolitiken

Bilden av den ekonomiska utvecklingen står sig

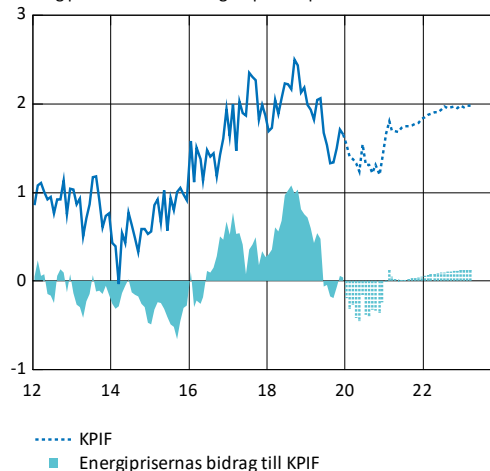
Den globala tillväxten har dämpats i linje med Riksbankens prognoser. Indikatorer som avspeglar företagets förväntningar om den ekonomiska utvecklingen har stabiliserats, och om något ser utsikterna på kort sikt lite ljusare ut. Riksbankens prognos förutsätter att osäkerheten minskar gradvis framöver och att konjunkturutsikterna blir allt mer stabila. Även om det nya coronaviruset har ökat oron den allra senaste tiden har stämningläget på finansiella marknader ändå sammantaget förbättrats något sedan i december.

Tillväxten i Sverige väntas också bli lite högre jämfört med tidigare bedömning. Regeringen har aviserats att ytterligare medel till kommuner och regioner kommer att tillföras i vårpropositionen, vilket innebär något högre offentlig konsumtion i år. Optimismen på bostadsmarknaden har stärkts och prognosen för bostadsinvesteringarna har därför reviderats upp mot slutet av prognosperioden.

Samtidigt är prognosen för inflationen nedreviderad det närmaste året (se diagram 1:5). I huvudsak är det en följd av

Diagram 1:4. KPIF och bidrag från energipriser

Årlig procentuell förändring respektive procentenheter

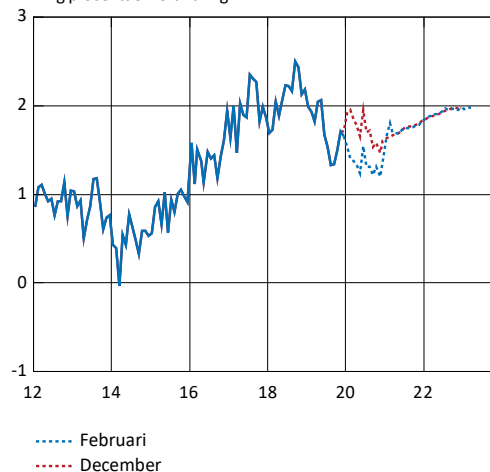


Anm. Energiprisernas bidrag till KPIF är i prognosen beräknat som årlig procentuell förändring i energipriserna multiplicerat med deras nuvarande vikt i KPIF.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:5. KPIF

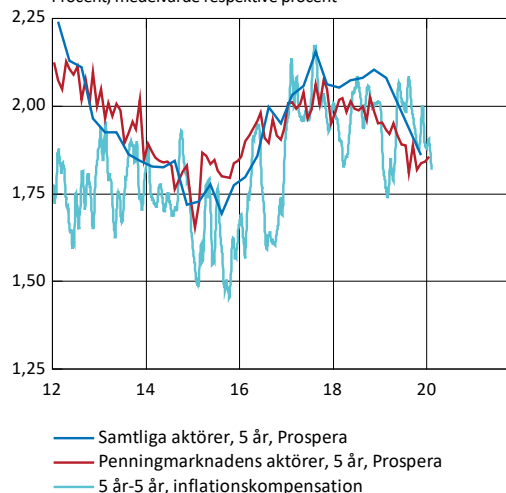
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:6. Långsiktiga inflationsförväntningar

Procent, medelvärde respektive procent



Anm. Inflationskompensationen avser en 5-årig period med start om 5 år. Beräknad utifrån obligationsräntor, 15 dagars glidande medelvärde. Förväntningarna från Prospera avser KPI.

Källor: Kantar Sifo Prospera och Riksbanken

³ Se fördjupningen "Varför mätt på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

lägre energipriser under 2020, snarare än faktorer som reflekterar det mer underliggande pristrycket. Kronans växelkurs väntas vara svagare under prognosperioden vilket på marginalen bidrar till högre inflation. På det stora hela är bilden av inflationsutvecklingen densamma som i december och bedömningen är att inflationen stiger något från 2021 och därefter är nära 2 procent.

Den samlade bilden av de långsiktiga inflationsförväntningarna är att de sedan några år tillbaka ligger nära 2 procent. Enligt Prosperas enkätundersökning sjönk inflationsförväntningarna på fem års sikt visserligen tillbaka något under fjolåret. De allra senaste månaderna har penningmarknadsaktörernas förväntningar dock varit förhållandevis stabila, något under 1,9 procent (se diagram 1:6). Enligt prissättningen på finansiella marknader har förväntningarna stigit jämfört med början av 2019.

Utvecklingen sedan det penningpolitiska mötet i december har i stort blivit som Riksbanken förväntade sig och revideringarna av konjunktur- och inflationsutsikterna på lite sikt är små. Direktionen har därför beslutat att lämna reporäntan oförändrad på noll procent, i linje med prognosen från december (se diagram 1:7).

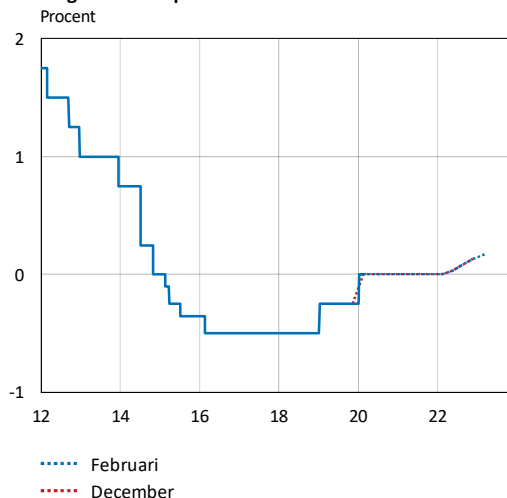
Låg ränta under lång tid för en inflation nära målet

De globala räntorna har sjunkit till exceptionellt låga nivåer de senaste decennierna, bland annat till följd av demografiska förändringar som bidragit till en ökad vilja att spara.⁴ Mot denna bakgrund har Riksbanken och många andra centralbanker de senaste åren sänkt sina styrräntor till historiskt låga nivåer i syfte att bidra med tillräcklig stimulans för att upprätthålla en inflation nära målet. Flera centralbanker har också kompletterat låg styrränta med omfattande köp av statsobligationer. Åren närmast efter finanskrisen fanns en förväntan hos såväl centralbanker som marknadsaktörer att perioden med mycket låga räntor skulle vara under en begränsad tid. Gradvis, men särskilt tydligt under det senaste året, har dessa förväntningar förskjutits i riktning mot att räntorna kommer att förbli mycket låga under lång tid. I dagsläget indikerar marknadens förväntningar att styrräntorna hos de stora centralbankerna kommer att vara oförändrade, eller ännu lägre, under flera år.

Förväntningarna om långsiktigt låga räntor världen över påverkar också förutsättningarna för svensk penningpolitik. Riksbanken har successivt anpassat penningpolitiken för att ge svensk ekonomi och inflation stöd i en osäker omvärld och de senaste åren har utvecklingen varit god med en inflation nära 2 procent, hög tillväxt och stark arbetsmarknad.

På lång sikt är det rimligt att förvänta sig att reporäntan kommer att vara högre än noll procent. Det låga ränteläget globalt, i kombination med osäkerhet kring konjunktur- och

Diagram 1:7. Reporänta

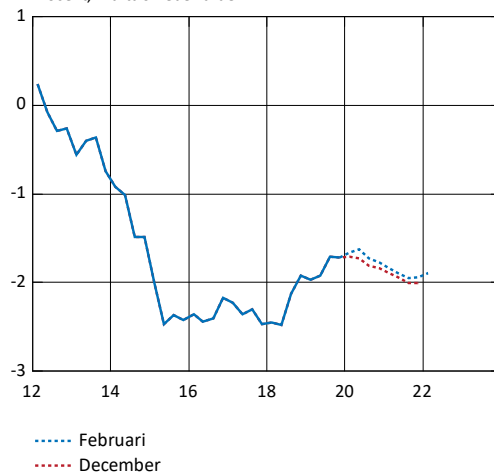


Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:8. 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

⁴ Se till exempel L. Rachel och T. D. Smith, 2017, "Are Low Real Interest Rates Here to Stay?", *International Journal of Central Banking*, vol. 13(3) och M. King och D. Low, 2014, "Measuring the 'World' Real Interest Rate," *NBER Working Paper Series 19887*.

inflation utvecklingen innebär dock att det mest troliga är att räntan kommer att vara oförändrad under nästan hela prognosperioden. Prognosen för reporäntan är densamma som i december.

En ränta på noll procent i kombination med ett stort innehav av statsobligationer, och därigenom ett stort likviditetsöverskott i banksystemet, innebär att penningpolitiken är fortsatt expansiv. Detta bedöms skapa förutsättningar för en balanserad konjunktur och en inflation nära målet. Den reala reporäntan har varit negativ de senaste åtta åren och väntas vara fortsatt negativ under prognosperioden (se diagram 1:8).

Om konjunktur- och inflationsutsikterna skulle förändras kan penningpolitiken behöva anpassas. Förbättrade utsikter skulle kunna motivera en högre ränta. Men om ekonomin istället skulle utvecklas sämre än vad som är förenligt med prognoserna kan direktionen komma att såväl sänka reporäntan som vidta andra åtgärder för att göra penningpolitiken mer expansiv.

Statsobligationsköpen fortsätter

Reporäntan är det primära verktyget för penningpolitiken. Men som en kompletterande penningpolitisk åtgärd har Riksbanken också köpt en betydande mängd nominella och reala svenska statsobligationer. Köpen har inneburit att bankernas likviditetsöverskott gentemot Riksbanken har stigit kraftigt till cirka 435 miljarder kronor, vilket motsvarar knappt 10 procent av BNP.

Totala innehavet av statsobligationer uppgick i slutet av januari till cirka 336 miljarder kronor i nominellt belopp. För att bibehålla en lämplig nivå på innehavet och Riksbankens närvaro på marknaden beslutade direktionen i april 2019 att Riksbanken från juli 2019 till december 2020 ska köpa statsobligationer till ett nominellt belopp om sammanlagt 45 miljarder kronor. Under andra halvåret 2019 uppgick köpen till lite drygt 15 miljarder kronor och de planeras fortsätta i ungefär samma takt under 2020 (se diagram 1:9). Köpen innebär att Riksbanken upprätthåller innehavet nära den genomsnittliga nivån sedan början av 2018, efter att nettoköpen avslutades (se diagram 1:10).

Direktionen kommer i god tid att avgöra om det är lämpligt att fortsätta köpa statsobligationer efter december 2020 och meddela denna plan. På lång sikt väntas innehavet vara mindre än idag. Riksbanken kommer att anpassa detaljerna kring köpen av statsobligationer med hänsyn till hur ekonomin utvecklas.

Sidoeffekter av penningpolitiken

Under perioden 2015–2019 var reporäntan negativ, samtidigt som Riksbanken genomförde omfattande köp av statsobligationer. Detta är en penningpolitik som är ovanlig i ett historiskt perspektiv. Den expansiva penningpolitiken har bidragit till en inflation nära målet och en god ekonomisk utveckling. I Riksbankens senaste företagsundersökning anser fyra av fem företag att nettoeffekten av de senaste fem årens låga räntor sammantaget har varit positiv för deras verksamhet.⁵

Även om reporäntan nu är noll procent finns det andra räntor som fortfarande är negativa. Riksbanken analyserar kontinuerligt eventuella sidoeffekter av penningpolitiken och bedömningen är hittills att de låga och delvis negativa räntorna samt köpen av statsobligationer har fungerat väl och fått ett bra genomslag i ekonomin.

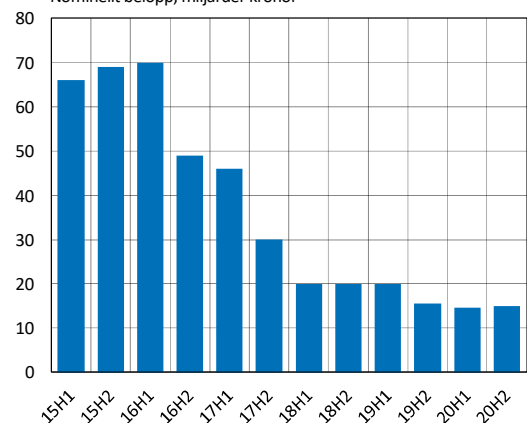
Men låga räntor kan skapa incitament till ett alltför stort risktagande. Tillgångar kan bli övervärderade, risker felaktigt prissatta och aktörers skuldsättning kan öka på ett ohållbart sätt. De finansiella marknadernas sätt att fungera kan också påverkas på ett oönskat sätt. Marknaderna har dock kunnat hantera perioden med negativ reporänta relativt friktionsfritt. Riksbankens köp av statsobligationer har emellertid inneburit att en stor andel av stocken inte finns tillgänglig för handel på marknaden. Enligt Finansmarknadsenkäten som Riksbanken publicerade i december anser nästan hälften av de svarande att likviditeten på statsobligationsmarknaden är dålig eller mycket dålig.⁶ Andra marknader där aktörerna kan hantera ränterisk anses däremot fungera bra. Bilden är ungefär densamma som i enkäten i juni.

Bankernas utlåningskapacitet bedöms inte ha påverkats på något avgörande sätt av de låga räntorna. De svenska storbankernas lönsamhet har varit relativt hög och stabil de senaste åren och är fortfarande god.

Riksbanken bedömer att sidoeffekterna av penningpolitiken hittills har varit hanterliga för olika ekonomiska aktörer.

Diagram 1:9. Riksbankens köp av statsobligationer

Nominellt belopp, miljarder kronor



Källa: Riksbanken

⁵ Se Fördjupningen "Positivt med låga räntor men negativ ränta känns intuitivt fel" i Riksbankens företagsundersökning november 2019.

⁶ Se Finansmarknadsenkäten hösten 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 lika stora. 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 konjunkturvecklingen i omvärlden

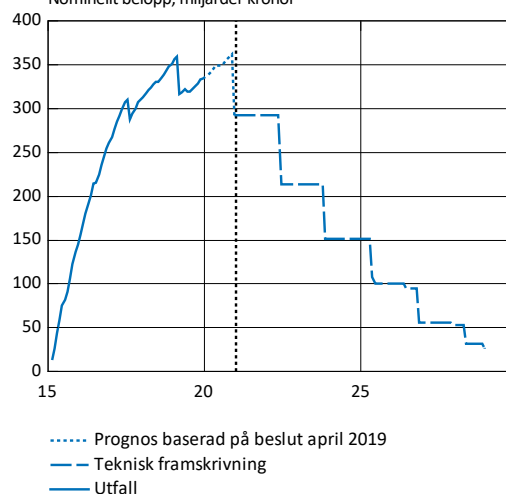
Sverige är en liten, öppen ekonomi, vilket innebär att utvecklingen i omvärlden är mycket betydelsefull. Ett flertal osäkerhetsfaktorer har präglat den globala konjunkturutvecklingen under senare år, men i närtid finns det tecken på att osäkerheten har dämpats något.

Risken för att de senaste två årens svaga industriproduktion i framförallt euroområdet ska smitta av sig på andra delar av ekonomin har minskat en del. Exempelvis ligger förtroendeindikatorer för tjänstesektorn i euroområdet fortsatt nära ett historiskt genomsnitt och hushållen är optimistiska (se diagram 3:8 och 3:11). Därtill har den pågående handelskonflikten mellan USA och Kina, som har skapat osäkerhet kring utvecklingen i världshandeln och den globala tillväxten, mildrats. I januari skrev USA och Kina under ett "fas ett"-avtal, vilket löser flera kortsiktiga frågor kring handeln mellan länderna (se marginalrutan "Nytt handelsavtal mellan USA och Kina" i kapitel 4). Men många frågor kvarstår och det går inte att utesluta att konflikten åter blossar upp. Vidare har risken för nya eller utökade tullar på amerikansk import från EU ökat efter uttalanden av USA:s representant i handelsfrågor. Detta skulle kunna få återverkningar på utrikeshandeln och även investeringsviljan i Europa och Sverige. Det kvarstår därutöver osäkerhet om den framtida relationen mellan Storbritannien och EU vilket kan påverka omvärldskonjunkturen.

Utvecklingen i Italien påverkar också den internationella riskbilden. Det finns alltså betydande utmaningar när det gäller till exempel den offentliga skuldsättningen och banksektorns stabilitet.

Utbrottet av det nya coronaviruset i Kina är ytterligare en osäkerhetsfaktor (se marginalrutan "Nytt coronavirus i Kina" i kapitel 4). I dagsläget är det svårt att överblicka omfattningen av virus epidemin och dess ekonomiska konsekvenser. I Riksbankens prognos antas vissa effekter av epidemin men tilltagande oro och vidare spridning av viruset kan innebära att dessa blir större. Det handlar om såväl reaktioner på finansiella marknader som tillväxteffekter. Kinas betydelse för

Diagram 1:10. Riksbankens innehav av statsobligationer
Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Prognos fram till december 2020, därefter en teknisk framskrivning under antagandet att inga ytterligare köp görs. Vertikal linje markerar skiftet mellan prognos och teknisk framskrivning.

Källa: Riksbanken

världsekonomin har vuxit betydligt och det går inte att utesluta att Kina och andra asiatiska ekonomier, men även övriga delar av världen, påverkas i ännu högre utsträckning av lägre konsumtion, uteblivna leveranser, produktionsstopp och minskad handel.

Plötslig nedgång i aktiepriserna kan påverka tillväxtutsikterna

Under perioden med låga globala räntor har investerarna sökt sig till mer riskfyllda tillgångsslag, vilket bland annat fått aktiepriserna att stiga. I USA har prisuppgången varit särskilt påtaglig. De höga värderingarna idag kan till en del motiveras av att räntorna är låga. Men det finns ändå anledning till vaksamhet eftersom en omfattande och plötslig nedgång i de amerikanska aktiepriserna framöver skulle kunna sprida sig till andra marknader och bidra till ökad osäkerhet bland ekonomins aktörer globalt. I förlängningen skulle det kunna inverka på tillväxtutsikterna i både omvärlden och Sverige.

Frågetecken kring inhemsk efterfrågan

De svenska hushållens konsumtion har återhämtat sig det senaste halvåret. Konsumentförtroendet är dock fortsatt svagare än sitt historiska genomsnitt (se diagram 3:12). Riksbankens prognos innebär att tillväxten i konsumtionen ökar i mer normal takt framöver samtidigt som sparkvoten sjunker gradvis. Om inte hushållen blir mer optimistiska finns det dock en risk för att uppgången i konsumtionen kommer av sig.

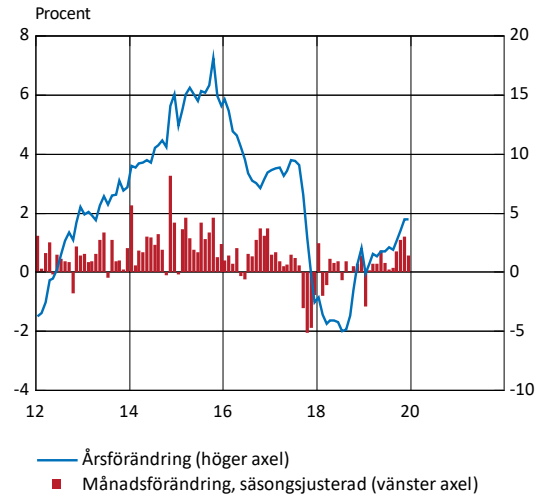
Den framtida utvecklingen på bostadsmarknaden skapar också osäkerhet kring de inhemska konjunkturutsikterna. Optimismen har förvisso ökat sedan hösten 2019, vilket bland annat yttrar sig i en stigande ökningstakt i bostadspriserna (se diagram 1:11). Riksbanken bedömer att bostadspriserna fortsätter att stiga framöver, ungefär i linje med hushållens disponibla inkomster, och att fallet i bostadsinvesteringarna dämpas under 2020. Om bostadsmarknaden fortsätter att stärkas kan såväl bostadspriserna som bostadsinvesteringarna utvecklas starkare än i Riksbankens prognos. Om bostadspriserna skulle falla kraftigt under prognosperioden skulle prognoserna för inhemsk efterfrågan i stället behöva revideras ned.

Osäkerhet kring inflationsprognosen

De risker som påverkar de svenska tillväxtutsikterna kan också leda till att inflationen blir annorlunda än i Riksbankens prognos. Men även om konjunkturutsikterna i stora drag skulle realiseras kan inflationen utvecklas på ett oväntat sätt. I euroområdet, som är Sveriges viktigaste handelspartner, har inflationen utvecklats påfallande svagt, trots en stadigt sjunkande arbetslöshet och en stigande ökningstakt i såväl löner som arbetskostnader per producerad enhet.

Riksbankens bedömning är att det stigande kostnadstrycket så småningom kommer att sätta ett visst avtryck i inflationen i euroområdet, så att den stiger under prognosperioden. Men

Diagram 1:11. Bostadspriser enligt HOX Sverige



Källor: Valueguard och Riksbanken

med tanke på de senaste årens utveckling finns det en risk för att inflationen blir lägre än i prognosen. Långsiktiga inflationsförväntningar i euroområdet som mäts av marknadsprissättning och enkätundersökningar är fortfarande på låga nivåer (se diagram 2:5), vilket tyder på att marknadsaktörerna fortfarande uppfattar inflationstrycket som svagt.⁷

Sambandet mellan inflationen i Sverige och i omvärlden är dock komplicerat och beror på drivkrafterna bakom rörelserna. Men det är rimligt att anta att en lägre inflation i omvärlden påverkar svensk inflation negativt genom att ökningstakten i importpriserna blir lägre.

En länk mellan inflationen i omvärlden och Sverige är kronans växelkurs. Riksbankens prognos innebär att kronan på sikt stärks jämfört med dagens nivå, vilket dämpar kostnadstrycket via importerade varor under prognosperioden. Men växelkursprognoser är överlag mycket osäkra och likaså växelkursens genomslag på inflationen.⁸

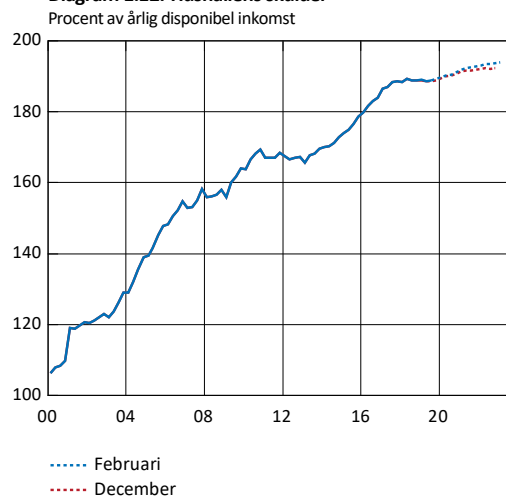
Ytterligare en källa till osäkerhet är det inhemska kostnadstrycket. Det brukar mätas med arbetskostnader per producerad enhet, det vill säga lönerna i förhållande till produktiviteten. Under senare år har löneökningarna blivit låga trots att resursutnyttjandet varit högt. Men även produktiviteten har växt långsamt. Arbetskostnaderna per producerad enhet har därför ökat relativt snabbt, trots de måttliga löneökningarna. Osäkerheten kring lönerna och produktiviteten bidrar till att göra det svårt att bedöma det framtida inhemska kostnadstrycket.

De strukturella problemen på den svenska bostadsmarknaden måste hanteras

Trots att bostadspriserna åter har börjat stiga har ökningstakten i hushållens skulder dämpats och ligger nu på cirka 5 procent per år. Finansinspektionens amorteringskrav har bidragit till att bromsa ökningstakten i skuldsättningen. I prognosen dämpas skuldökningstakten ytterligare något eftersom den genomsnittliga prisökningstakten på bostäder under de senaste åren har varit måttlig. Skuldernas andel av hushållens disponibla inkomst, den så kallade skuldkvoten, ökar till ungefär 194 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 1:12).

Många år av kraftigt ökande skuldsättning har ökat sårbarheterna i den svenska ekonomin och gjort hushållen känsliga för både prisfall på bostadsmarknaden och stigande räntekostnader. Utvecklingen beror framför allt på de strukturella problemen på bostadsmarknaden samt att realräntorna i Sverige och omvärlden har fallit trendmässigt. Men till en del har även Riksbankens expansiva penningpolitik bidragit.

Diagram 1:12. Hushållens skulder



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

Källor: SCB och Riksbanken

⁷ Se F. Corsello, S. Neri och A. Tagliabracchi, 2019, "Anchored or de-anchored? That is the question", Banca d'Italia Occasional paper 516.

⁸ Se C.-J. Belfrage, V. Corbo och S. Ingves, 2019, "Perspektiv på kronan, inflationen och penningpolitiken", Ekonomiska kommentarer nr 13, Sveriges riksbank. Se också V. Corbo och P. Di Casola, 2018, "Conditional exchange rate pass-through: evidence from Sweden", Sveriges riksbank working paper series, nr 352 och R. Rubene och I. Colavecchio, 2020, "Non-linear exchange rate pass-through to euro area inflation: a local projection approach", ECB Working paper series nr 2362.

För att komma tillrätta med de grundläggande strukturella problemen krävs ett omfattande reformarbete inom bostads- och skattepolitiken. Exempel på tänkbara åtgärder är att se över regelverket kring nyproduktion av bostäder, hyressättningsystemet, beskattningen av kapitalvinster vid bostadsförsäljningar, fastighetsskatten och ränteavdragen.

FÖRDJUPNING – Inflationen inte helt jämförbar mellan länder

Det kan vara svårt att jämföra utvecklingen av inflationen i olika länder eftersom metoderna att mäta konsumentpriser skiljer sig åt. En av skillnaderna avser kvalitetsjusteringar, vilket är ett viktigt inslag i beräkningarna av alla konsumentprisindex. Den uppmätta prisutvecklingen på de produkter som ofta ersätts, och därmed behöver kvalitetsjusteras, skiljer sig markant åt mellan länder. Det kan vara svårt att förstå skillnaderna eftersom många av produkterna är likartade och handlas över gränserna. Olikheter i mätmetoder illustrerar behovet av ytterligare internationell samordning mellan statistikmyndigheter. Sverige är ett av de länder där de uppmätta priserna på kvalitetsjusterade varor har utvecklats relativt långsamt. Resultaten i denna fördjupning innebär inte att Riksbankens inflationsmål borde ändras eller att Riksbanken borde ha bedrivit en annan penningpolitik.

Det är väl känt att det kan vara svårt att jämföra makroekonomiska mått mellan länder och konsumentprisstatistiken är inget undantag. Det finns flera faktorer som bidrar till att konsumentprisindex (KPI) är svåra att jämföra. Skillnader i indexkonstruktion, sammansättning av konsumtionskorgarna och sättet att mäta boendekostnader är exempel på sådana faktorer. En ytterligare aspekt är att kvalitetsjusteringar inte görs på samma sätt i olika länder. Utmaningarna med kvalitetsjusteringar är kända sedan länge, men denna fördjupning indikerar att olika metoder kan ge upphov till stora olikheter i uppmätta prisförändringar för vissa varor och att kvalitetsjusteringarna är större i Sverige än i många andra länder.⁹

Kvalitetsjusteringar är ett viktigt inslag i alla prisindex

Det görs nästan alltid någon form av kvalitetsjustering när ett prisindex beräknas. Ett konsumentprisindex syftar till att mäta "rena" prisförändringar och inte förändringar i priser som beror på att kvaliteten på en produkt förändras. Justeringar görs framför allt i samband med att produkter vars priser mäts ersätts med nya. I Sverige sker detta antingen i samband med att SCB uppdaterar konsumtionskorgen i KPI vid årsskiftet eller löpande under året om en produkt vars pris mäts utgår ur sortimentet eller inte längre är representativ.

Kvalitetsjusteringsmetoder är inte fullt ut harmoniserade mellan länder. Om vissa länder systematiskt gör större eller mindre kvalitetsjusteringar än andra kan det ge upphov till skillnader i den uppmätta prisutvecklingen även om priserna på de varor som säljs har utvecklats på ett liknande sätt.

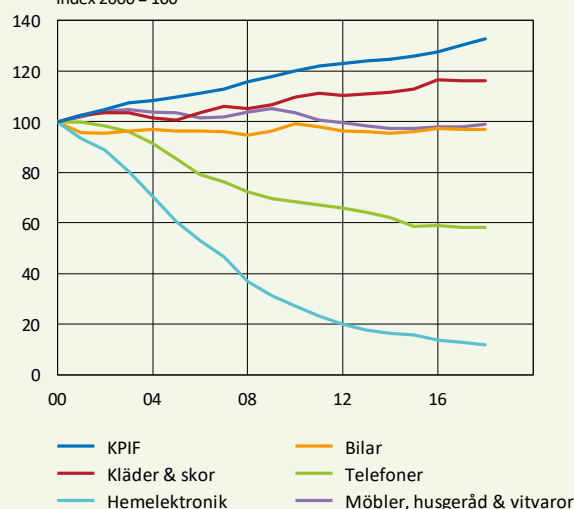
Kvalitetsjusterade produkter utvecklas svagt i Sverige

Diagram 1:13 visar utvecklingen i Sverige för KPIF och de delindex som mäter priser på produkter som ofta ersätts

och därmed behöver kvalitetsjusteras. Det handlar om till exempel produkter med snabb teknisk utveckling så som datorer, telefoner och annan hemelektronik. Det framgår att priserna för hemelektronik, enligt KPI-statistiken, har fallit med nästan 90 procent mellan 2000 och 2018 i Sverige.

Diagram 1:13. KPIF och delindex för utvalda produktgrupper i KPI

Index 2000 = 100

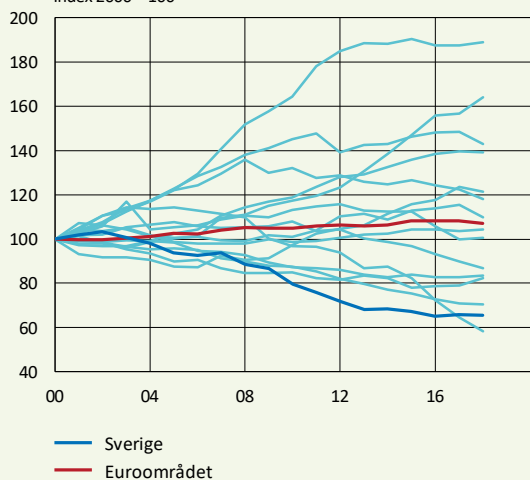


Källa: SCB

Jämfört med de flesta andra västeuropeiska länder visar prisstatistiken i Sverige upp en svagare prisutveckling i samtliga produktgrupper som kvalitetsjusteras frekvent, med undantaget kläder och skor. Det kan vara svårt att förstå de uppmätta relativprisrörelserna eftersom många av varorna är likartade, handlas över gränserna och kronan i genomsnitt har försvagats. Diagram 1:14 visar utvecklingen i Sverige och flertalet västeuropeiska länder, relativt EU28, för hemelektronik enligt HIKP-statistiken. Spridningen mellan länder är stor och priserna i Sverige har fallit relativt mycket jämfört med andra länder.

⁹ Denna fördjupning baseras på resultaten i O. Tysklind, "Kvalitetsjusteringar och internationella prisjämförelser", Staff Memo, januari 2020.

Diagram 1:14. Relativ utveckling för hemelektronik enligt HIKP
Index 2000 = 100



Anm. Ett värde under 100 innebär att indexutvecklingen i landet har varit svagare än i EU28. En siffra på 50 ska tolkas som att priset i landet är 50 procent av vad det är i EU28 i förhållande till hur situationen var år 2000. Turkosa streck visar utvecklingen i Tyskland, Irland, Frankrike, Norge, Storbritannien, Österrike, Belgien, Danmark, Finland, Italien, Luxemburg, Nederländerna, Portugal och Spanien. Siffrorna för enskilda länder framgår i underlaget på Riksbankens hemsida.

Källor: Eurostat, SCB och Riksbanken

Det finns andra datakällor som också kan användas för att mäta den relativa prisutvecklingen mellan länder. En sådan källa är köpkraftparitetsstatistiken (PPP-statistiken) från OECD och Eurostat.¹⁰ Denna statistik ger istället bilden att prisnivån för hemelektronik har stigit något i Sverige jämfört med snittet för EU28 och att prisutvecklingen varit betydligt mer likartad mellan länder under perioden 2000 till 2018.

Alternativa datakällor ger således en annan bild.¹¹ Skillnaderna till följd av kvalitetsjustering är så stora att de får märkbara effekter på prisutvecklingen som helhet. I diagram 1:15 framgår att bidraget till den årliga procentuella förändringen i HIKP från de grupper som kvalitetsjusteras mycket har varit cirka 0,2 procentenheter lägre i Sverige jämfört med genomsnittet i EU28.

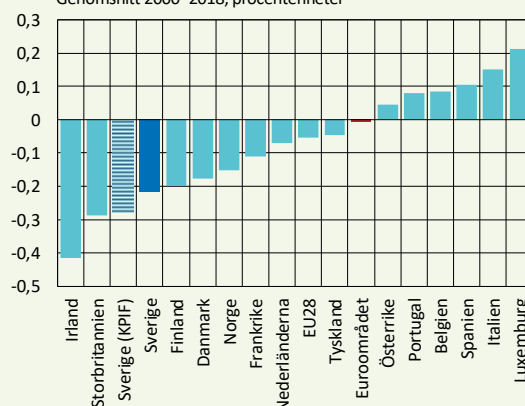
Jämförbarhet i andra variabler påverkas också

Svårigheter med att mäta och jämföra konsumentprisindex påverkar även jämförbarheten av andra makroekonomiska variabler där konsumentprisindex ingår i beräkningen. Några exempel på detta är real växelkurs, reallöner och realräntor. Skillnader i hur priser mäts påverkar även i viss utsträckning beräkningen av den realekonomiska utvecklingen, bland annat via fastprisberäkning av hushållens konsumtion i nationalräkenskaperna.

¹⁰ Denna statistik mäter priset på ett mindre antal identiska eller mycket likartade produkter i de olika länderna. Detta innebär att ingen kvalitetsjustering behöver göras. Jämfört med den vanliga prisstatistiken är urvalet av produkter mycket mindre, prisuppgifter för varje delaggregat samlas in mycket mer sällan och statistiken finns tillgänglig först med viss eftersläpning.

Diagram 1:15. Bidrag till HIKP-inflationen från kvalitetsjusterade produkter

Genomsnitt 2000–2018, procentenheter



Anm. Bidragen är beräknade som årlig procentuell förändring multiplicerat med vikten för de olika delindexen som visas i diagram 1:13

Källor: Eurostat, SCB och Riksbanken.

Borde Riksbankens inflationsmål ändras?

Resultaten som presenteras här innebär inte att man kan dra slutsatsen att SCB mäter konsumentpriserna på ett felaktigt sätt eller har underskattat inflationsutvecklingen. Att metodskillnader innebär att den uppmätta prisutvecklingen inte är riktigt jämförbar mellan länder är inget nytt och inte heller specifikt frågan om kvalitetsjustering.¹² Diskussionen här är begränsad till kvalitetsjusteringar och tar inte hänsyn till andra mätproblem eller metodskillnader.

I Sverige är SCB ansvarig för den officiella statistiken och Riksbanken har valt att definiera inflationsmålet i termer av KPIF-inflationen som den mäts av SCB. Flertalet jämförbara länder med rörlig växelkurs har snarlika men inte identiska inflationsmål. Resultaten i denna fördjupning innebär inte att Riksbanken borde ha ett annat inflationsmål eller borde ha bedrivit en annan penningpolitik under 2000-talet. Den mycket expansiva penningpolitiken de senaste åren ska till exempel ses mot bakgrund av att ränteläget i omvärlden blivit väldigt lågt och att förtroendet för inflationsmålet försvagades 2010–2015. Den förda penningpolitiken har varit nödvändig för att återupprätta förtroendet för inflationsmålet.

I flera sammanhang är det dock viktigt att kunna jämföra den ekonomiska utvecklingen med omvärlden. Därför är det angeläget att det sker ytterligare internationell samordning mellan statistikmyndigheter för att harmonisera mätmetoder inom prisstatistiken.

¹¹ Se även en diskussion om detta i fördjupningen "Kronans trendmässiga utveckling" i Penningpolitisk rapport juli 2019.

¹² Se till exempel M. J. Boskin, 1996, "Toward a more accurate measure of the cost of living", final report to the Senate Finance Committee from the Advisory Commission To Study The Consumer Price Index.

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Stämningläget på de finansiella marknaderna har förbättrats de senaste månaderna. Aktiekurserna har stigit och måtten på riskpremier, som ränteskillnader mellan riskfyllda och säkra tillgångar, har sjunkit. Den expansiva penningpolitiken i omvärlden har bidragit till utvecklingen genom att hålla de finansiella förhållandena gynnsamma, vilket ger stöd till den ekonomiska utvecklingen. Samtidigt bedömer marknadsaktörerna att riskerna förknippade med handelskrig och Brexit har minskat. Efter utbrottet av coronaviruset i slutet av januari har osäkerheten på de finansiella marknaderna dock ökat. Priserna på riskfyllda tillgångar och långa obligationsräntor har sjunkit tillbaka något och volatiliteten har stigit. Riksbankens höjning av reporäntan i december var väntad av marknadsaktörerna. Såväl marknads- som enkätbaserade prognoser på reporäntan indikerar en mycket långsam anpassning mot ett högre ränteläge. Liksom i omvärlden har aktiekurserna i Sverige stigit de senaste månaderna men sjunkit tillbaka något sedan slutet av januari. Den svenska kronan är något starkare än i höstas men har försvagats sedan det penningpolitiska beskedet i december. De finansiella förhållandena bedöms vara fortsatt expansiva även i Sverige och ge stöd till den ekonomiska utvecklingen.

Utvecklingen internationellt

Under förra året präglades stämningläget på de finansiella marknaderna av oro för handelskonflikten mellan USA och Kina och av politisk osäkerhet. Samtidigt fanns det farhågor om att avmattningen av världskonjunkturen skulle bli påtaglig och i sin tur dämpa inflationen. För att motverka detta gjorde flera utländska centralbanker penningpolitiken mer expansiv. Detta fick obligationsräntorna att sjunka under förra året (se diagram 2:1 och 2:2) och bidrog även till att aktiepriserna steg och till att skillnaderna mellan räntor på riskfyllda och säkra tillgångar minskade (se diagram 2:3 och 2:4).

Riskerna till konjunkturutsikterna har minskat något och tonläget mellan USA och Kina har dämpats efter att parterna enats om ett "fas ett"-avtal. Det förbättrade stämningläget har gett ytterligare stöd till aktiemarknaderna och bidragit till att statsobligationsräntorna stigit något sedan hösten.

Priserna på riskfyllda tillgångar, som aktier, steg från december fram till mitten av januari men har sjunkit tillbaka något efter nyheter om utbrottet av coronaviruset. Även obligationsräntorna har sjunkit den senaste tiden (se diagram 2:2). Marknadsprissättningen indikerar alltså farhågor för

Tabell 2:1.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i december
Marknadsaktörerna förväntar sig att reporäntan förblir oförändrad det kommande året.
Statsobligationsräntorna i omvärlden har sjunkit.
Aktiepriserna har stigit något i Sverige och USA och volatiliteten har ökat.
Kronan är svagare.

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.



att inflationen ska bli alltför låg och risken för en uppblåsande handelskonflikt mellan USA och Kina finns kvar även om den har minskat. Sammantaget bedöms de finansiella förhållandena i omvärlden som fortsatt gynnsamma vilket ger stöd till den ekonomiska utvecklingen.

Fortsatt expansiv penningpolitik i omvärlden

På sitt penningpolitiska möte i januari beslutade den europeiska centralbanken (ECB) att fortsätta med den penningpolitiska inriktning som kommunicerats tidigare. Styrrentorna hölls oförändrade och tillgångsköpen fortsätter enligt tidigare beslut. Prissättningen på de finansiella marknaderna tyder på att marknadsaktörerna förväntar sig en oförändrad styrränta i år och under större delen av nästa år (se diagram 2:1). I samband med mötet kommunicerade ECB också att man avser att se över den penningpolitiska strategin under 2020 (se marginalrutan "Flera centralbanker ser över sina ramverk").

Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, beslutade vid det penningpolitiska mötet i januari att hålla intervallet för styrräntan oförändrat på 1,50–1,75 procent. Beslutet var väntat av marknadsaktörerna men prissättningen på de finansiella marknaderna tyder på att aktörerna räknar med minst en sänkning av styrräntenivån i år (se diagram 2:1).

I september förra året uppstod en turbulens på den amerikanska penningmarknaden då korta räntor plötsligt började stiga långt utöver intervallet för Federal Reserves styrränta. Det fanns oro bland marknadsaktörer om att en liknande situation skulle uppstå runt årsskiftet. Federal Reserve vidtog dock åtgärder som bidrog till att de korta penningmarknadsräntorna höll sig inom intervallet för styrräntan över årsskiftet.

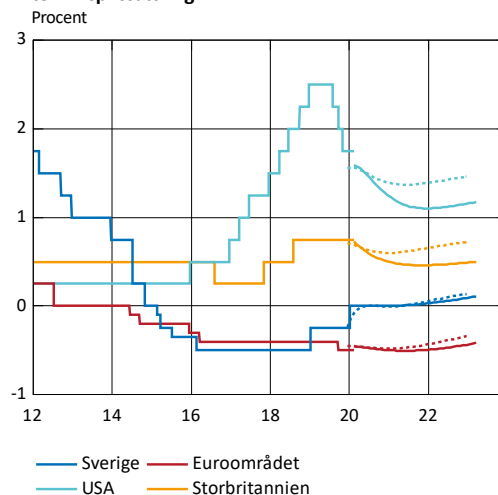
Vid det penningpolitiska mötet i januari höll Norges bank styrräntan oförändrad. I samband med beslutet kommunicerade banken att man fortsatt räknar med att styrräntan ska ligga kvar runt 1,50 procent de närmaste tre åren. Några marknadsaktörer har dock tolkat prognosen för styrräntan som att det finns en viss sannolikhet för att räntan kan komma att höjas i år.

Vid det penningpolitiska mötet i januari röstade en majoritet i Bank of Englands penningpolitiska kommitté för att hålla både styrräntan och tillgångsköpen oförändrade. Marknadsaktörerna räknar dock med att styrräntenivån sänks i år (se diagram 2:1).

Statsobligationsräntorna har stigit något under hösten

Under hösten har statsobligationsräntorna både i USA och i Tyskland stigit något, mycket på grund av det förbättrade stämningläget (se diagram 2:2). Marknadsaktörerna har nu en mer positiv syn på tillväxtutsikterna och det har medfört att de inte väntar sig en lika expansiv penningpolitik som de gjorde i början av hösten. Aktörernas syn på den framtida styrräntan i euroområdet är ungefär densamma som vid det penningpolitiska beslutet i december. Däremot väntar de sig att den framtida styrräntan i USA blir lägre än vad man gjorde

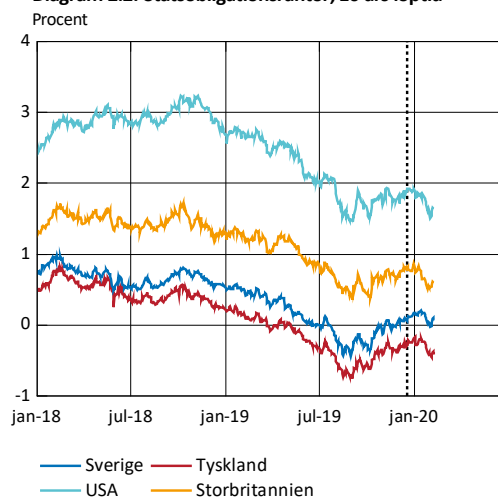
Diagram 2:1. Styrrentor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta. Heltäckande linjer avser 2020-02-07, streckade linjer avser 2019-12-16.

Källor: Nationella centralbanker, Macrobond och Riksbanken

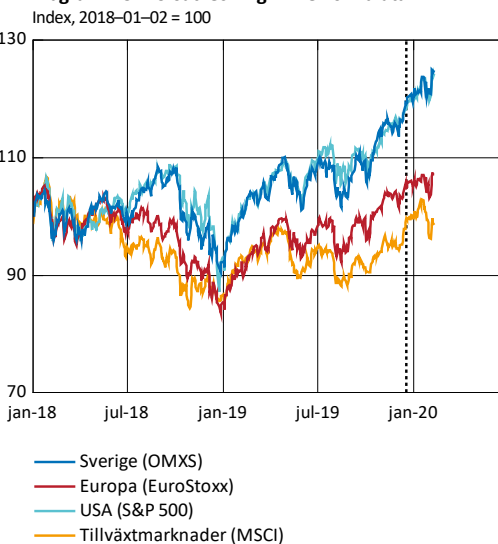
Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid



Anm. Nollkupongräntor för Sverige, Tyskland och Storbritannien är beräknade från statsobligationer. 10-årig benchmarkränta används för USA. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i december.

Källor: Nationella centralbanker, US Treasury och Riksbanken

Diagram 2:3. Börsutveckling i inhemsk valuta



Anm. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i december.

Källa: Macrobond

i december (se diagram 2:1). Sedan nyheten om utbrottet av coronaviruset i slutet av januari har obligationsräntorna i USA och euroområdet sjunkit tillbaka.

Långsiktiga inflationsförväntningar i euroområdet kvar på låga nivåer

Inflationen inom euroområdet är fortfarande lägre än ECB:s mål för inflationstakten. De långsiktiga inflationsförväntningarna sjönk också under en stor del av förra året, enligt både marknads- och enkätbaserade mått. Detta var ett viktigt motiv till ECB:s beslut att göra penningpolitiken mer expansiv i början av hösten förra året. Under senhösten slutade det marknadsbaserade måttet på de långsiktiga inflationsförväntningarna dock att sjunka och sedan årsskiftet har de stigit något (se diagram 2:5).

Även i USA sjönk det marknadsbaserade måttet på de långsiktiga inflationsförväntningarna under förra året. Nedgången stannade av under hösten och måttet har ökat den senaste tiden. Fortfarande är nivåerna relativt låga i ett historiskt perspektiv, både i euroområdet och i USA, och detta indikerar att marknadsaktörerna fortfarande ser en risk för en alltför låg inflation.

Riskfyllda tillgångar fortsätter att öka i värde

Under förra året steg aktiepriserna med cirka 25 procent i USA och cirka 20 procent i euroområdet. Aktiepriserna i stora delar av omvärlden har fortsatt att stiga sedan hösten (se diagram 2:3). Under perioden har aktiepriserna visserligen sjunkit när investerarna reagerat på negativa nyheter, bland annat om handelskonflikten mellan USA och Kina, men nedgångarna har snabbt återhämtats. Under konflikten mellan USA och Iran i början på året var marknadsreaktionerna begränsade medan reaktionerna har varit större på nyheter om utbrottet av coronaviruset i Kina. Hittills har prisnedgångarna trots allt varit relativt begränsade. Vid tidigare virusutbrott har prisnedgångarna snabbt återhämtats.¹³

Skillnaden mellan räntorna på riskfyllda obligationer och statsobligationer speglar riskpremierna på kreditmarknaderna. Premierna har stigit något sedan december (se diagram 2:4).

Allt fler aktörer efterfrågar nu riskfyllda och illikvida tillgångar och i takt med detta stiger värderingarna på tillgångsmarknaderna. Till exempel är de så kallade P/E-talen, som mäter aktiepriserna i relation till företagets vinster, på historiskt höga nivåer. Detta kan leda till ökad sårbarhet i det globala finansiella systemet.¹⁴

Bilden av en hög värdering är dock inte entydig. En viktig del i värderingen av riskfyllda tillgångar, som aktier, är den riskfria räntan. I vanliga fall stiger priserna på riskfyllda tillgångar när den riskfria räntan sjunker. Att riskfria räntor, som

Flera centralbanker ser över sina ramverk

I samband med presskonferensen vid det penningpolitiska beskedet i januari meddelade chefen för ECB, Christine Lagarde, att ECB avser att se över det penningpolitiska ramverket. Översynen ska gälla de verktyg som en centralbank har till sitt förfogande, den penningpolitiska analysen och målformuleringen samt den penningpolitiska kommunikationen. Utöver detta ska ECB även undersöka om, och på vilket sätt, finansiell stabilitet och klimatpolitiska överväganden ska påverka den penningpolitiska strategin. I början av året höll även Mark Carney ett tal där han uppgav att också Bank of England kommer att se över sitt penningpolitiska ramverk. Han angav inga närmare detaljer om översynen men lyfte fram att en regelbunden översyn är viktig del i att upprätthålla en centralbanks legitimitet och acceptans som en del i ett lands stabiliseringspolitiska ramverk.

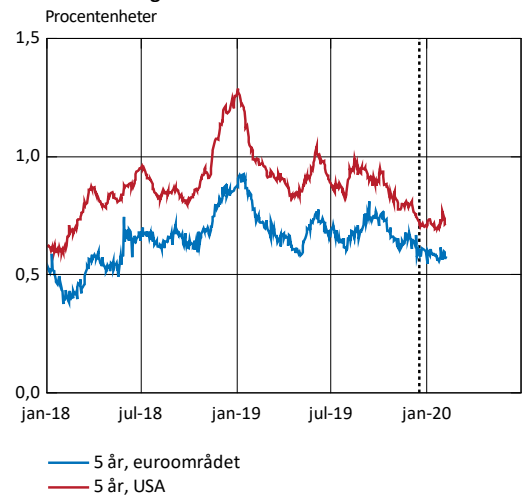
Bank of Canada gör en översyn av det penningpolitiska ramverket vart femte år. I slutet av 2018 annonserade banken att man denna gång avser att undersöka vilka implikationer ett lågt globalt ränteläge har för penningpolitiken och om det finns alternativ till inflationsmålet för att uppnå prisstabilitet. Man avser även att undersöka vilka alternativa penningpolitiska verktyg som står till buds, samt hur penningpolitiken påverkar förmögenhetsfördelningen och den finansiella stabiliteten i ekonomin.

Federal Reserve meddelade i slutet av 2018 att man ser över den penningpolitiska strategin, verktygen och kommunikationen för att uppnå målen om full sysselsättning och prisstabilitet. Utgångspunkten för Federal Reserves översyn är att ett inflationsmål om 2 procent är den mest lämpliga formuleringen av målet om prisstabilitet. I linje med Bank of Canada undersöker man vilka penningpolitiska implikationer som följer av ett lågt globalt ränteläge, vilka verktyg en centralbank har till sitt förfogande och hur politiken kommuniceras till allmänheten. Översynen sker i interaktion med allmänheten där banken har en rad olika evenemang runt om i landet, och som riktar sig till olika delar av det amerikanska samhället. Slutsatserna av översynen kommer att redovisas under det första halvåret i år.

Riksbanken följer och deltar i de internationella diskussionerna om ramverkets utformning. I Sverige diskuteras dessutom det penningpolitiska ramverket kontinuerligt. Det sker till exempel i samband med finansutskottets utvärderingar av Riksbanken. Exempel på förändringar som skett i det penningpolitiska ramverket i Sverige är bytet av målvariabel från KPI till KPIF 2017 och återinförandet av ett variationsband för att belysa att penningpolitikens möjligheter att detaljstyra inflationen är små. I november 2019 presenterades den parlamentariska riksbankskommitténs översyn av det penningpolitiska ramverket och riksbankslagen. Den pågående diskussionen om penningpolitiken i Sverige fortsätter därmed.

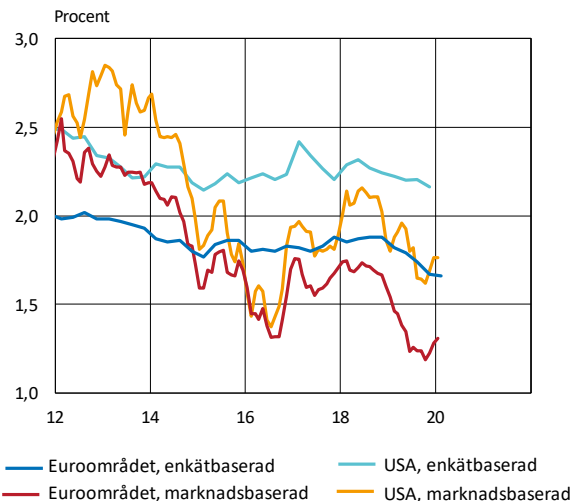
¹³ Tidigare episoder då virusutbrott har medfört nedgångar för priser på riskfyllda tillgångar är exempelvis SARS-epidemin under hösten 2002 till våren 2003 och svininfluensan under våren 2009 till sommaren 2010.

¹⁴ Se Finansiell stabilitetsrapport 2019:2, Sveriges riksbank.

Diagram 2:4. Skillnad mellan räntorna på företagsobligationer och statsobligationer i USA och euroområdet

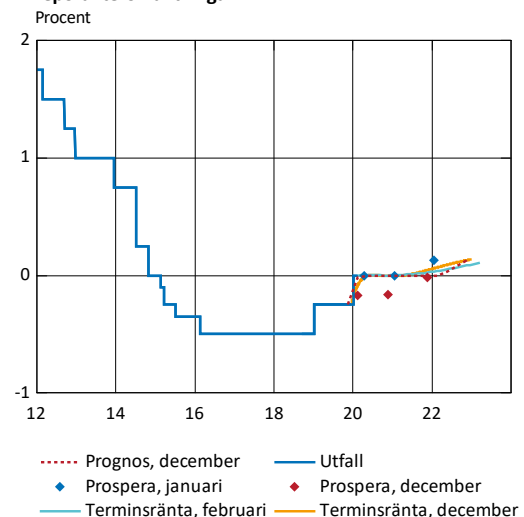
Anm. Ränteskillnaderna avser 5-åriga benchmarkobligationer utgivna av företag med god kreditvärdighet respektive staten. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i december.

Källa: Macrobond

Diagram 2:5. Långsiktiga inflationsförväntningar i euroområdet och USA

Anm. Enkätbaserade mått enligt ECB och Federal Reserve Bank of Philadelphia (FRBP) Survey of Professional Forecasters på 5 respektive 10 års sikt. Marknadsbaserade mått avser en 5-årig period med start om 5 år. För euroområdet är detta mått beräknat utifrån inflationswappor, för USA utifrån obligationsräntor. Inflationen avser HIKP respektive KPI.

Källor: Bloomberg, ECB, FRBP, Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:6. Reporänta och marknadens reporänteförväntningar

Anm. Terminsräntan avser 2020-02-07 och 2019-12-16 och är ett mått på förväntad reporänta. Enkätsvaren från Prospera visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer 2020-01-16 (Prospera, januari) respektive 2019-11-27 (Prospera, december).

Källor: Kantar Sifo Prospera, Macrobond och Riksbanken

räntor på statsobligationer, har sjunkit till historiskt låga nivåer kan därför vara en faktor som delvis förklarar varför aktiepriserna är höga relativt vinsterna.¹⁵

Även kreditmarknaden uppvisar tecken på ökad sårbarhet. På den amerikanska kreditmarknaden står exempelvis företag med lägre kreditbetyg för en allt större andel av de obligationer som emitteras. Förhållandena på kreditmarknaderna kan alltså vara extra känsliga för nedgraderingar av företagens kreditbetyg, vilket kan bidra till ytterligare instabilitet i en situation med dålig ekonomisk utveckling.

Utvecklingen för mer riskfyllda tillgångar indikerar att investerarna räknar med att avmattningen i konjunkturen blir begränsad, givet att centralbankerna fortsätter att ge stöd åt ekonomin.

Utvecklingen i Sverige

I linje med marknadsaktörernas förväntningar höjdes reporäntan vid det penningpolitiska mötet i december. Enligt marknads- och enkätbaserade mått förväntar man sig att reporäntan höjs mycket långsamt under de kommande åren. I likhet med utvecklingen i omvärlden har aktiepriserna och räntorna på statsobligationer med längre löptid stigit sedan i höstas. Räntorna på riskfyllda obligationer har dock inte stigit i samma utsträckning. Hittills har inte heller utlåningsräntorna till hushåll och företag stigit i samma takt som reporäntan. Den svenska kronan har försvagats efter det penningpolitiska mötet i december. I linje med omvärlden har priserna på riskfyllda tillgångar, som aktier, sjunkit tillbaka efter nyheter om coronaviruset i slutet av januari. De finansiella förhållandena i Sverige bedöms vara fortsatt expansiva och bidrar till att stödja den ekonomiska utvecklingen. Hur de finansiella förhållandena har utvecklats sedan hösten 2018 beskrivs i fördjupningen "Vad har hänt med finansiella förhållanden sedan hösten 2018".

Förväntningar om oförändrad styrränta i Sverige

Enligt prissättningen väntar sig marknadsaktörerna att reporäntan är ungefär oförändrad under de kommande åren (se diagram 2:6). Även Prosperas undersökning bland penningmarknadens aktörer, som publicerades i mitten av januari, visar att Riksbanken väntas hålla reporäntan oförändrad det kommande året (se diagram 2:6). Enligt Prosperas undersökning räknar marknadsaktörerna däremot med att reporäntan höjs något tidigare än i Riksbankens prognos från december. Sedan höjningen av reporäntan har räntorna på interbankmarknaden stigit (se diagram 2:7).

¹⁵ När man beaktar nedgången i de riskfria räntorna är aktiepriserna mer i linje med sina historiska genomsnitt, åtminstone på den amerikanska aktiemarknaden. Se exempelvis *Financial Stability Report*, november 2019, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Räntor på statsobligationer med kort löptid är fortfarande lägre än reporäntan

De svenska statsobligationsräntorna har i likhet med omvärldens stigit från mycket låga nivåer under hösten men är ungefär oförändrade jämfört med det penningpolitiska mötet i december. Även de kortare statsobligationsräntorna har stigit, men den tvååriga statsobligationsräntan är fortfarande lägre än reporäntan (se diagram 2:7). Även för andra löptider, kortare än tio år, är räntorna fortfarande negativa. En bidragande orsak till att de korta statsobligationsräntorna är låga i förhållande till reporäntan är Riksbankens köp av statsobligationer. Detta illustrerar att penningpolitikens expansivitet inte bara bestäms av reporäntan.

Stigande aktiepriser i linje med omvärlden

Förra året steg aktiepriserna i det svenska börsindexet OMX något mer än 25 procent (se diagram 2:3). Liksom i omvärlden har priserna på den svenska aktiebörsen också fortsatt att stiga sedan årsskiftet. Även i Sverige är olika mått på så kallade P/E-tal, som visar aktiepriserna i relation till olika definitioner av företagets vinster, något högre än sina historiska medelvärden.

Gradvis stigande bostadspriser och något högre listräntor

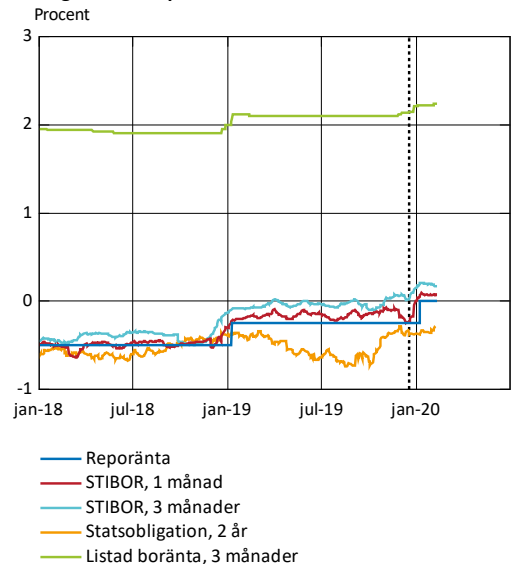
De genomsnittliga utlåningsräntorna till hushåll och företag tenderar att följa Riksbankens reporänta väl (se diagram 2:8).¹⁶ Statistiken över de faktiska utlåningsräntorna för hushåll och företag publiceras med en eftersläpning. Det tar därför tid innan man kan se hur mycket utlåningsräntorna har stigit efter höjningen av reporäntan i december 2019. Däremot har bankernas och bostadsutlåningsinstitutens listade utlåningsräntor stigit, men hittills inte lika mycket som reporäntan (se diagram 2:7).¹⁷

Under större delen av förra året ökade både utlåningen för bostadsändamål och den totala utlåningen med runt 5 procent i årstakt. Detta är en nedväxling jämfört med de senaste åren. Finansmarknadsstatistiken innehåller dock ännu inte information om utlåningen från nya bostadskreditinstitut som etablerats de senaste åren. Dessa aktörer har bara en liten andel av den totala utlåningen men har ändå bidragit till att den totala utlåningen växte några tiondelar snabbare förra

¹⁶ För en effekt på bolåneräntor när reporäntan förändras, se L. Fransson och O. Tysklind, "Penningpolitikens effekter på räntor", *Penning- och valutapolitik*, 2016:1, Sveriges riksbank. För en analys av effekterna på bolåneräntor då reporäntan förändras och blir negativ, se H. Erikson och D. Vestin, "Pass-through at mildly negative policy rates: The Swedish case", *Staff memo* januari 2019, Sveriges riksbank.

¹⁷ Det är möjligt att skillnaden mellan utlåningsräntorna till hushållen och Riksbankens reporänta minskar något framöver. När reporäntan höjs så ökar då bostadsutlåningsräntorna inte i samma utsträckning. Anledningen är att nya aktörer på bolånemarknaden har tagit marknadsandelar, vilket gjort att konkurrensen om bolånekunder ökat. Nya aktörer på bolånemarknaden är bland annat Stabelo AB, Svensk Hypotekspension AB samt Hypoteket Bolån Sverige AB. Se N. Engström, 2020, "Nya utmanare på bolånemarknaden – Ökad konkurrens och möjlig räntepress", *Ekonomiska kommentarer* nr 1, Sveriges riksbank, för en ytterligare diskussion.

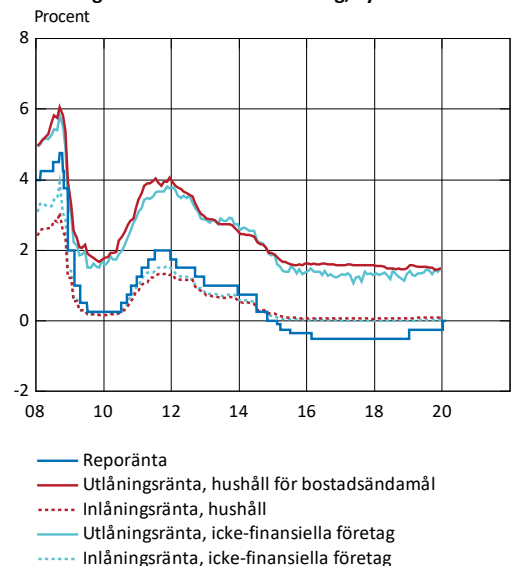
Diagram 2:7. Reporäntan och marknadsräntor



Anm. Nollkupongränta med 2 års löptid beräknad från statsobligationer. Den listade boräntan är ett genomsnitt av listräntor hos SEB, Swedbank, SHB, SBAB och Nordea. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i december.

Källor: Macrobond och Riksbanken

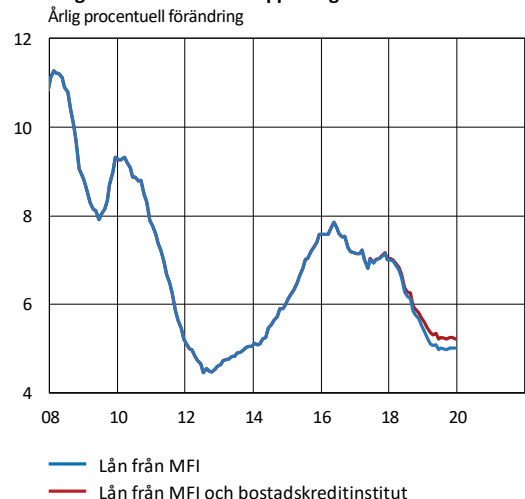
Diagram 2:8. Reporänta samt genomsnittlig in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:9. Hushållens upplåning



Anm. MFI:s och bostadskreditinstituts utlåning till hushåll justerad för omklassificeringar samt köpta och sålda lån.

Källor: SCB och Riksbanken

året än vad som framgår av statistiken för de monetära finansiella institutens utlåning (se diagram 2:9).¹⁸

Mätt som årlig procentuell förändring sjönk bostadspri- serna under större delen av 2018. Sedan sommaren förra året har dock priserna på bostadsrätter och villor ökat. Indikatorer tyder på att både hushåll och mäklare tror att priserna kommer att fortsätta att stiga något framöver. Skillnaden mellan utgångspriset och det faktiska försäljningspriset har ökat den senaste tiden.

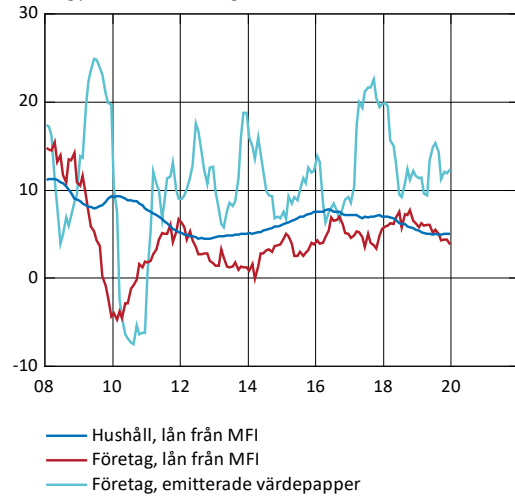
Bankernas utlåningsränta till icke-finansiella företag ökade i december medan utlåningen sjönk (se diagram 2:8 och 2:10). Företagen finansierar sig dock i allt högre utsträckning direkt på kapitalmarknaderna. Bankutlåningen utgör visserligen fortfarande den huvudsakliga finansieringskällan, men runt en tredjedel av företagens låneskuld kommer från marknadsfinansiering.

Kronan är starkare än i höstas

Sedan i höstas har kronan, mätt i effektiva termer (enligt kronindex, KIX), i stor utsträckning påverkats av utsikterna i världsekonomin och det förbättrade stämningsläget på de finansiella marknaderna. Sedan mitten av oktober förra året har kronan blivit runt 2 procent starkare (se diagram 2:11). Förväntningarna om att Riksbanken skulle komma att höja reporäntan i december kan också ha bidragit till att stärka kronans växelkurs.

De geopolitiska spänningarna mellan USA och Iran kring årsskiftet gav inte upphov till några stora reaktioner på de internationella finansmarknaderna. Förändringarna i den svenska kronan var också relativt blygsamma under den episoden. Sedan det penningpolitiska mötet i december har kronan dock försvagats, vilket bland annat har skett i samband med utbrottet av coronaviruset.

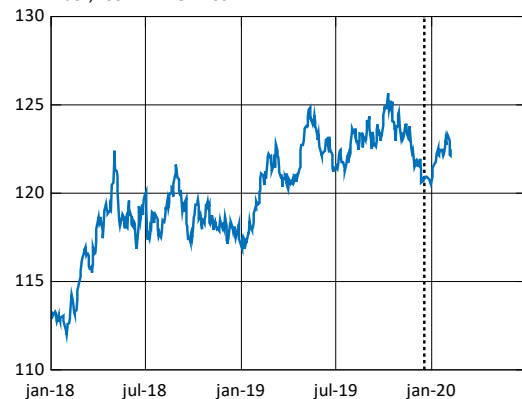
Diagram 2:10. Hushållens och företagens upplåning
Årlig procentuell förändring



Anm. MFI:s utlåning till hushåll och icke-finansiella företag justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån. Icke-finansiella företagens emitterade värdepapper är valutajusterade.

Källa: SCB

Diagram 2:11. Nominell växelkurs, KIX
Index, 1992–11–18 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i 32 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i december.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

¹⁸ Se N. Engström, 2020, "Nya utmanare på bolånemarknaden – Ökad konkurrens och möjlig räntepress", *Ekonomiska kommentarer* nr 1, Sveriges riksbank. De nya aktörerna på bolånemarknaden, bostadskreditinstitut, är bland annat Stabelo AB, Svensk Hypotekspension AB samt Hypoteket Bolån Sverige AB.

FÖRDJUPNING – Vad har hänt med finansiella förhållanden sedan hösten 2018?

Sedan hösten 2018 har Riksbanken höjt reporäntan två gånger från –0,50 procent till noll procent men sänkt prognosen för reporäntan, som nu väntas vara oförändrad de närmaste åren. Under denna period har räntor med kort löptid stigit i linje med, eller något mindre än, reporäntan medan räntor på stats- och bostadsobligationer med längre löptid har sjunkit. Räntor till hushåll och företag har varit i stort sett oförändrade. Aktier har stigit i värde och kronan har försvagats. Ett index utvecklat av Riksbanken indikerar att finansiella förhållanden i Sverige har blivit mer expansiva sedan hösten 2018 trots att reporäntan höjts två gånger. Bidragande orsaker till detta är mer expansiva finansiella förhållanden i omvärlden och Riksbankens nedjustering av prognosen för reporäntan.

Penningpolitiken påverkar de finansiella förhållandena i Sverige

Målet för penningpolitiken i Sverige är att inflationen ska vara 2 procent. Riksbanken anpassar penningpolitiken för att uppfylla inflationsmålet genom att påverka de finansiella förhållandena, som i sin tur har effekt på resursutnyttjande och inflation.¹⁹ Sedan hösten 2018 har reporäntan höjts i två steg med sammanlagt 0,5 procentenheter till den nuvarande nivån på noll procent. Under samma pe-

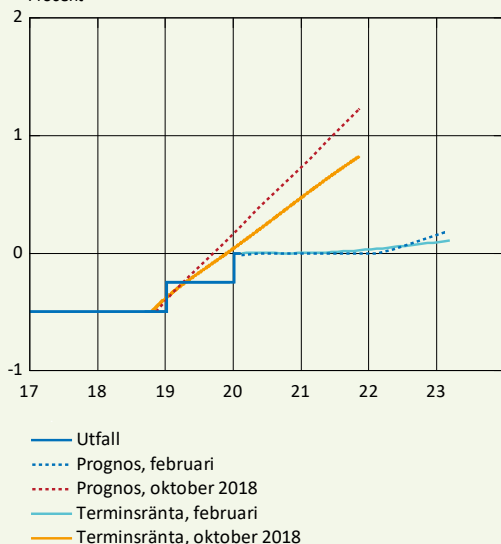
riod har också prognosen för reporäntan justerats ned betydligt och den aktuella prognosen innebär att reporäntan bedöms vara i stort sett oförändrad under de kommande tre åren. Samtidigt har marknadsaktörernas förväntningar på reporäntan mätt enligt terminsräntor fallit (se diagram 2:12).

Utvecklingen av finansiella variabler sedan hösten 2018

Sedan oktober 2018 har kortare marknadsräntor stigit. STIBOR-räntan på 3 månader har stigit med drygt 0,5 procentenheter, alltså ungefär lika mycket som reporäntan. Den aktuella nivån för STIBOR-räntan är ungefär 20 räntepunkter över reporäntan vilket är i linje med den historiska skillnad som kunde observeras före perioden med negativ styrränta. Under samma period har den tvååriga bostadsobligationsräntan och den tvååriga statsobligationsräntan endast stigit marginellt även om variationen i dessa räntor har varit större än rörelserna i STIBOR-räntan (se diagram 2:13). Att de tvååriga räntorna sammantaget inte har stigit lika mycket som reporäntan ska ses mot bakgrund av att marknadsaktörernas förväntningar på reporäntans framtida nivå har fallit sedan oktober 2018 samt att höjningen 2018 var väntad.

Till skillnad från de kortare räntorna har de 5-åriga statsobligations- och bostadsobligationsräntorna sjunkit sedan hösten 2018 (se diagram 2:14). Även räntor på obligationer med ännu längre löptid har sjunkit, exempelvis den 10-åriga statsobligationsräntan (se diagram 2:2). Räntor med lång löptid bestäms i större utsträckning än korta räntor av förväntningar om reporäntans framtida nivå. Att marknadsaktörernas förväntningar om reporäntan framöver har fallit är därför rimligen en bidragande förklaring till

Diagram 2:12. Reporänta och marknadens reporänteförväntningar
Procent



Anm. Terminsräntan avser 2020-02-07 och 2018-10-19 och är ett mått på förväntad reporänta.

Källor: Macrobond och Riksbanken

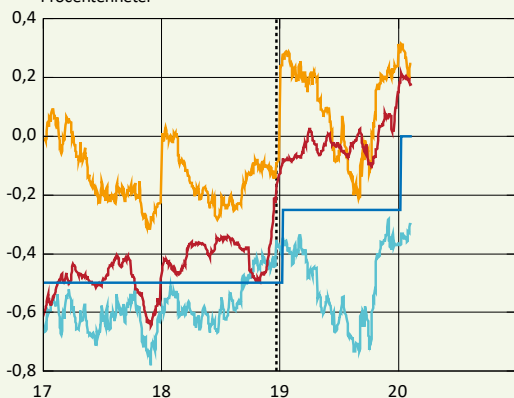
¹⁹ De finansiella förhållandena är en sammanfattning av tillståndet på finansiella marknader och av de räntor och villkor som hushåll och företag möter när de behöver låna eller placera kapital. För en mer ingående diskussion av hur penningpolitiken

påverkar efterfrågan och inflationen via de finansiella förhållandena, se, J. Alsterlind, M. Lindskog, och T. von Brömsen, "Ett index för de finansiella förhållandena" *Staff Memo* februari 2020, Sveriges riksbank.

varför längre räntor har gått ner trots att de kortare räntorna har stigit.²⁰

För att förstå utvecklingen av det svenska ränteläget och finansiella förhållanden mer allmänt räcker det emellertid inte endast att beakta svensk penningpolitik utan hänsyn behöver också tas till utvecklingen i omvärlden, som har en stark inverkan på långa räntor. Perioden sedan hösten 2018 har präglats av betydande osäkerhet kring bland annat Storbritanniens utträde ur EU och handelskonflikten mellan USA och Kina, en pågående avmattning av världsekonomin och låg inflation i många länder. Dessa omständigheter har bidragit till att såväl ECB som Federal Reserve under 2019 har gjort penningpolitiken mer expansiv, vilket i sin tur är en faktor bakom de lägre räntorna även i Sverige. Den förhöjda globala osäkerheten har också bidragit till en ökad efterfrågan på riskfria tillgångar vilket ytterligare har drivit på fallet i de långa räntorna.

Diagram 2:13. Reporäntan, penningmarknads-, statsobligations- och bostadsobligationsräntor
Procentenheter



— Reporänta
— STIBOR, 3 månader
— Statsobligation, 2 år
— Bostadsobligation, 2 år

Anm. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i december 2018.

Källor: Macrobond och Riksbanken

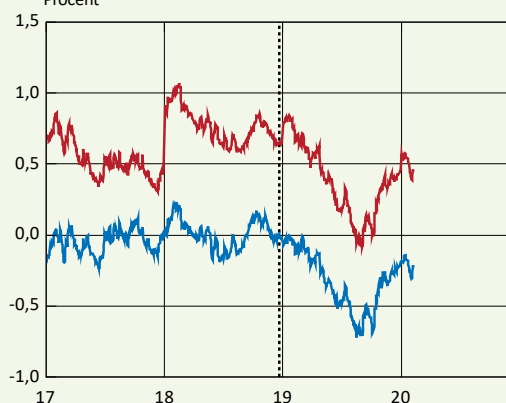
På valutamarknaden har kronan, mätt med kronindex (KIX), försvagats med ungefär 4 procent sedan oktober 2018. En delförklaring till försvagningen är att kronan brukar försvagas i tider med oro i världsekonomin. Samtidigt kan den lägre prognosen för reporäntan också förmodas ha haft betydelse. Aktier har, understödda av tydliga signaler om fortsatt expansiv penningpolitik och låga globala räntor, fortsatt att öka i värde. Det svenska börsindexet OMX är nu cirka 20 procent över sin nivå hösten 2018 (se diagram 2:3).

²⁰ De längre räntorna föll fram till sommaren 2019 på grund av ökade omvärldsrisker men steg under hösten i takt med att läget mellan Kina och USA förbättrades och risken för ett avtalslöst brittiskt utträde ur EU minskade.

²¹ Det är möjligt att skillnaden mellan utlåningsräntorna till hushållen och Riksbankens reporänta minskar något framöver. Anledningen är att nya aktörer på bolånemarknaden har tagit marknadsandelar, vilket gjort att konkurrensen om bolånekun-

der ökat. Nya aktörer på bolånemarknaden är bland annat Stabelo AB, Svensk Hypotekspension AB samt Hypoteket Bolån Sverige AB. Se N. Engström, 2020, "Nya utmanare på bolånemarknaden – Ökad konkurrens och möjlig räntepress", *Ekonomiska kommentarer* nr 1, Sveriges riksbank, för en ytterligare diskussion.
²² J. Alsterlind, M. Lindskog och T. von Brömsen, "Ett index för de finansiella förhållandena", *Staff Memo* februari 2020, Sveriges riksbank.

Diagram 2:14. Stats- och bostadsobligationsräntor, 5 års löptid
Procent



— Statsobligation, 5 år
— Bostadsobligation, 5 år

Anm. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i december 2018.

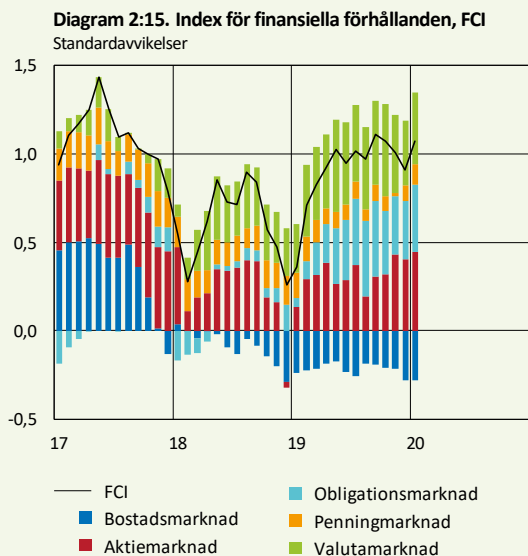
Källa: Macrobond

Att mäta de finansiella förhållandena

Utvecklingen i de finansiella förhållandena sedan hösten 2018 är alltså inte entydig. Några variabler, som exempelvis räntor med kort löptid, har stigit vilket indikerar mindre expansiva finansiella förhållanden. Andra variabler indikerar mer expansiva förhållanden; räntor med längre löptid har sjunkit, aktiepriser har stigit och kronans växelkurs har försvagats. För att förstå hur de finansiella förhållandena sammantaget har förändrats kan ett sammanfattande mått eller index användas. Ett sådant "Financial Conditions Index" (FCI), dokumenteras i ett nyligen publicerat staff memo.²² Indexet är en vidareutveckling av det FCI som Riksbanken tidigare publicerat och sammanfattar fem olika marknader: bostadsmarknaden, aktiemarknaden, obligationsmarknaden, penningmarknaden och valutamarknaden. Indexet tillmäter de olika marknaderna samma vikt och har därmed fördelen att vara förhållandevis transparent och lättolkat.

Utvecklingen av finansiella förhållanden sedan hösten 2018

Sedan hösten 2018 har flertalet av de marknader som ingår i FCI rört sig i en expansiv riktning och även indexet som helhet har rört sig i mer expansiv riktning (se diagram 2:15).



Anm. Högre värde anger mer expansiva finansiella förhållanden.

Källa: Riksbanken

Förändringen i FCI är tydligast kopplat till ökade bidrag från obligationsmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden, vilket förklaras av de sjunkande räntorna på obligationer med längre löptid, försvagningen av kronan och uppgången på aktiemarknaden. Penningmarknaden ger ett något lägre bidrag än hösten 2018, främst beroende på att STIBOR har stigit. Samtidigt har bidraget från bostadsmarknaden varit relativt stabilt sedan hösten 2018. Bidraget från bostadsmarknaden föll under slutet av 2017 och i början av 2018 och har varit negativt sedan dess. Den mer positiva utveckling på bostadsmarknaden som har skett den senaste tiden, med ökad optimism och stigande priser, har ännu inte påverkat FCI nämnvärt. En anledning till detta är eftersläpning i statistiken men även att skulderna har fortsatt att öka snabbare än bostadspri-serna.

Sammantaget bedöms de finansiella förhållandena ha blivit mer expansiva i Sverige sedan hösten 2018, trots att reporäntan har höjts två gånger. Viktiga anledningar till detta är dels Riksbankens nedjustering av prognosen för reporäntan och det medföljande fallet i terminsräntorna, dels de mer expansiva finansiella förhållanden i omvärlden.

Hur mer expansiva finansiella förhållanden i sin tur påverkar efterfrågan och inflation är inte entydigt. Anledningen är att de finansiella förhållanden ibland speglar den makroekonomiska utvecklingen och ibland påverkas

av faktorer som är mer specifika för just de finansiella marknaderna. Ibland kan de finansiella förhållandena således bli mer expansiva på grund av förväntningar om mer expansiv penningpolitik, som i sin tur kan vara orsakade av försämrade makroekonomiska utsikter. Exempelvis har fallet i obligationsräntorna som skett sedan hösten 2018 gett ett positivt bidrag till de finansiella förhållandena enligt FCI (se diagram 2:15). Som redan påpekats är viktiga anledningar till fallet ökad global osäkerhet, avmattning i den globala konjunkturen och en mer expansiv penningpolitik i omvärlden. Så även om expansiva finansiella förhållanden i sig bidrar till en mer gynnsam ekonomisk utveckling måste man ta hänsyn till de bakomliggande drivkrafterna för förstå hur de i slutänden påverkar efterfrågan och inflation.

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

I omvärlden fortsätter ekonomin att vara tudelad med en relativt stark tjänstesektor och svag industri, framför allt i euroområdet. De senaste månaderna har dock indikatorer för tillväxten inom tillverkningsindustrin stabiliserats, vilket bekräftar bilden av att den globala avmattningen har bromsat upp. I Sverige är förtroendet bland hushåll och företag lägre än normalt och BNP-tillväxten bedöms bli måttlig de närmast kommande kvartalen. Utvecklingen på arbetsmarknaden har också mattats av och efter flera år med stark konjunktur bedöms resursutnyttjandet vara något över eller nära normalt. Det ovanligt varma vädret bidrar till att priserna på el faller och håller nere KPIF-inflationen de kommande månaderna. Exkluderas energipriserna bedöms inflationen ligga strax under 2 procent.

Inflationen i Sverige

Inflationen 1,7 procent i december

KPIF-inflationen har varit nära 2 procent sedan början av 2017. Under sommaren 2019 föll priserna på energi, vilket ledde till att inflationen mätt med KPIF sjönk tillbaka (se diagram 3:1). De senaste månaderna har inflationen återigen stigit och i december uppmättes KPIF-inflationen till 1,7 procent. Ökningstakten i KPIF exklusive energi, som stigit under 2019, uppgick också till 1,7 procent i december. Inflationen var något lägre än Riksbankens prognos.

Den svaga kronan har bidragit till att priserna på många varor, inklusive livsmedel, stigit snabbare än normalt de senaste åren. Ökningstakten för livsmedelspriserna har stigit sedan 2017 och priserna för många andra varugrupper, som vanligtvis brukar falla, har på senare tid följt en uppåtgående trend (se diagram 3:2). Samtidigt har dock priserna på kläder och skor utvecklats i en ovanligt långsam takt givet växelkursutvecklingen. Att den svaga kronan bidragit till högre priser framgår även i enkätdata från Konjunkturbarometern. Enligt företagen har försäljningspriserna legat på en relativt hög nivå under 2019 och priserna har framför allt ökat för att importpriserna stigit (se diagram 3:3). Ny statistik för fjärde kvartalet 2019 visar att försäljningspriserna sjönk något inom handeln men steg inom tjänstesektorn, jämfört med tredje kvartalet.

Riksbanken studerar olika mått på underliggande inflation för att uppskatta nivån på den mer varaktiga delen av inflationstakten. Dessa mått, som exkluderar eller minskar betydelsen av kraftigt varierande priser, indikerar att den mer varaktiga inflationen har varit relativt stabil det senaste året och ligger strax under 2 procent (se diagram 3:4). Måtten UND24 och KPIFPC, som enligt en utvärdering bäst speglar det underliggande inflationstrycket, uppgick till 1,8 respektive 2,0 procent i december.²³

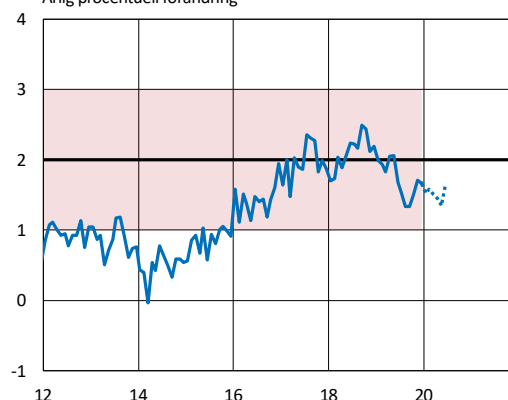
Tabell 3:1. Det ekonomiska läget jämfört med bedömningen i PPR december

Förväntad utveckling i PPR december	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen och KPIF-inflationen exklusive energi, 1,7 procent respektive 1,8 procent i december.	KPIF och KPIF exklusive energi ökade med 1,7 procent.
BNP-tillväxten 0,8 procent fjärde kvartalet.	Indikatorer tyder på en något starkare utveckling.
Arbetslösheten 6,9 procent och sysselsättningstillväxten 1,4 procent fjärde kvartalet.	Arbetslösheten blev 6,8 procent och sysselsättningstillväxten blev 1,5 procent.

Anm. PPR avser Penningpolitisk rapport. Inflationen avser årlig procentuell förändring. BNP- och sysselsättningstillväxten avser säsongsrensade kvartalsförändringar i procent uppräknade till årstakt.

Diagram 3:1. KPIF och variationsband

Årlig procentuell förändring



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 prognosen de närmaste 6 månaderna.

Källor: SCB och Riksbanken

²³ UND24 ger större vikt åt mindre volatila undergrupper i KPIF, medan KPIFPC bygger på gemensamma trender bland undergrupperna. Se också fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

Inflationen dämpas av fallande elpriser de närmaste månaderna

Utvecklingen av de olika måtten på underliggande inflation ger en vägledning om inflationsutsikterna på kort sikt och inflationen mätt med KPIF exklusive energi bedöms ligga mellan 1,8–1,9 procent de kommande månaderna (se diagram 3:5). Även andra indikatorer för inflationen tyder på att inflationen fortsätter att uppgå till strax under 2 procent. Konsumentpriserna i producentledet stiger snabbare än ett historiskt snitt, både på importerade varor och på varor producerade i Sverige. Fler handelsföretag än normalt planerar dessutom att höja priserna de närmaste månaderna enligt Konjunkturbarometern, även om andelen tydligt minskade i januari. Prisplanerna sett över hela näringslivet är också något högre än de brukar vara (se diagram 3:6).

Den ovanligt milda vintern har dämpat efterfrågan på el och elpriserna väntas därför falla framöver (se diagram 4:18). De fallande elpriserna håller nere energipriserna och KPIF-inflationen det kommande halvåret och inflationstakten väntas i genomsnitt vara 1,4 procent (se diagram 3:1).

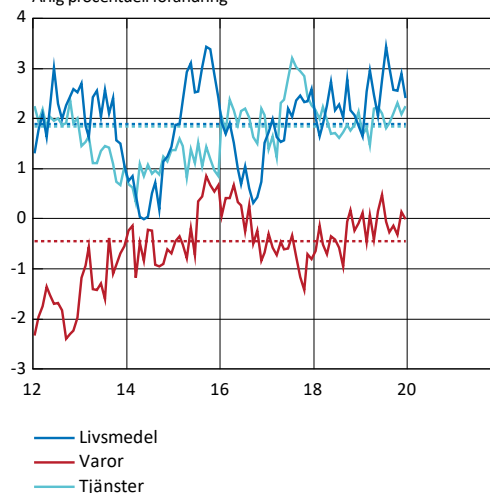
Inflationsprognosen nedreviderad på kort sikt

Ökningstakten i KPIF exklusive energi bedöms vara något lägre de kommande månaderna jämfört med prognosen i december (se diagram 4:17). Det beror till stor del på att utfallet för december var något lägre än förväntat. Riksbankens modellprognos, som sammanfattar information från ett stort antal indikatorer (som prisplaner, producentpriser och växelkurs) tyder på att inflationen ligger runt 1,9 procent det första kvartalet, för att därefter sjunka något (se diagram 3:5). Riksbankens bedömning är i linje med modellprognosen i början på året, men ligger något högre från april och framåt. Avvikelsen förklaras främst av prisutvecklingen på utrikes resor som ser olika ut i bedömningen och i modellprognosen. Jämfört med december är prognosen för energipriserna nedreviderad till följd av lägre priser på el, vilket gör att KPIF-inflationen på kort sikt revideras ned något mer än KPIF-inflationen exklusive energi.

Kortsiktiga inflationsförväntningar är något under 2 procent

De kortsiktiga inflationsförväntningarna har, enligt Prospera, sjunkit under det senaste året i takt med att den faktiska inflationen har minskat. De senaste månaderna har de dock stabiliserats och i januari var penningmarknadsaktörernas inflationsförväntningar mätt med KPI 1,7 procent på ett och två års sikt (se diagram 3:7). De långsiktiga inflationsförväntningarna har enligt Prospera inte sjunkit lika mycket och mätt med KPI var de 1,9 procent i januari.

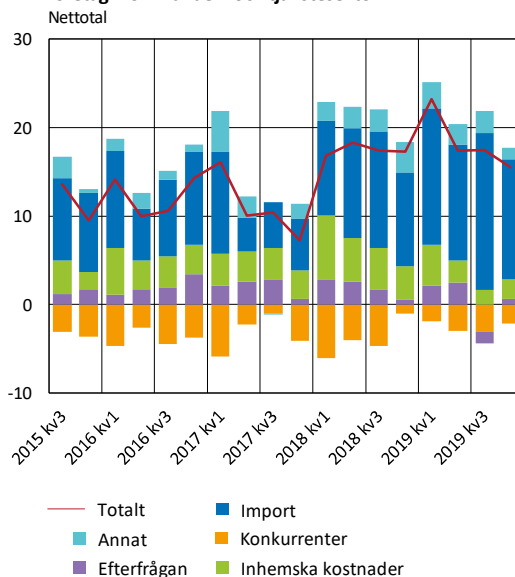
Diagram 3:2. Livsmedels-, varu- och tjänstepriser
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 2000 till senaste utfall. Linjen som visar genomsnitt för tjänster sammanfaller med linjen som visar genomsnitt för livsmedel.

Källor: SCB och Riksbanken

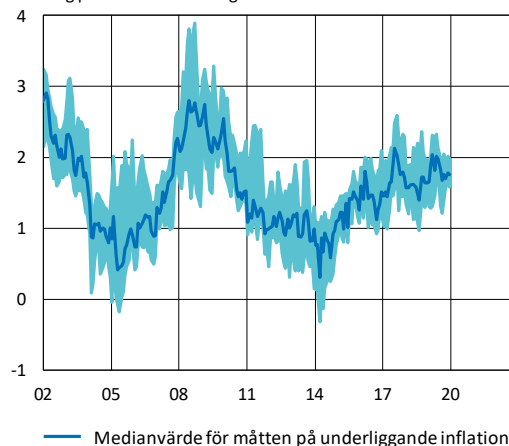
Diagram 3:3. Drivkraften bakom prisförändringar bland företag inom handeln och tjänstesektorn



Anm. Företagen inom handels- och tjänstebranscherna svarar på om priserna har stigit eller sjunkit det senaste kvartalet samt vilken faktor som varit den viktigaste för att förklara prisutvecklingen.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Diagram 3:4. Olika mått på underliggande inflation
Årlig procentuell förändring



Anm. 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 (Trim 1).

Källor: SCB och Riksbanken

Global och svensk konjunktur

Dämpad global industrikonjunktur men optimistiska hushåll

Under fjolåret tyngdes tillväxten i omvärlden av en svag industriproduktion och dämpad global varuhandel. Samtidigt upprätthölls förtroendet inom tjänstesektorn och detaljhandeln utvecklades relativt starkt. Tudelningen i ekonomin kvarstår, med en relativt stark tjänstesektor och svag industri i framför allt euroområdet. Men efter flera månaders nedgång har indikatorer för tillväxten inom tillverkningsindustrin stabiliserats, vilket bekräftar bilden av att den globala avmattningen har bromsat upp. Konsumentförtroendet är dessutom relativt högt i många länder, troligen till följd av starka arbetsmarknader och låga räntor.

Den senaste månaden har ett nytt coronavirus brutit ut i Kina. Det är ännu svårt att bedöma vilka ekonomiska konsekvenser detta får, men under det kommande halvåret väntas det ha en dämpande effekt på kinesisk BNP, och därmed även på omvärldens tillväxt (se marginalrutan "Nytt coronavirus i Kina" i kapitel 4). Handelsviktad (KIX-vägd) BNP bedöms växa något långsammare än ett historiskt genomsnitt de kommande två kvartalen.

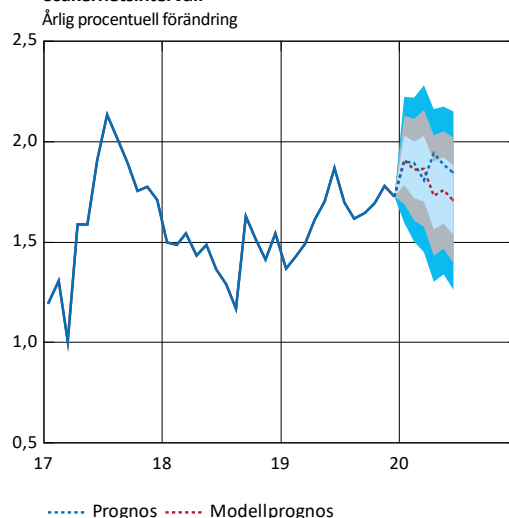
Stabilisering i euroområdet och konjunkturavmattning i USA

Enligt preliminära siffror ökade BNP i euroområdet med måttliga 0,4 procent under fjärde kvartalet jämfört med tredje kvartalet, uppräknat till årstakt. Ännu har inte BNP för alla länder i euroområdet publicerats. Preliminär statistik för Frankrike och Italien visade på negativ tillväxt, vilket bidrog till den måttliga tillväxten i euroområdet.

Efter två år av svag industriproduktion och lågt förtroende inom tillverkningsindustrin i euroområdet finns det vissa tecken på att avmattningen har bromsat upp. Förtroendeindikatorerna är visserligen på en låg nivå, men de har stabiliserats (se diagram 3:8). Nedgången i efterfrågan på bilar i Kina har dämpats, samtidigt som USA och Kina har tecknat ett "fas ett"-avtal med syfte att förbättra handelsrelationen. Detta bedöms gynna industriproduktionen. Dessutom verkar nedgången i industrin inte ha fått några tydliga negativa effekter på andra delar av ekonomin. Förtroendet i tjänstesektorn ligger på en nivå nära det historiska genomsnittet och försäljningen inom detaljhandeln utvecklades starkt under stora delar av 2019.

Konsumentförtroendet ligger fortfarande över det historiska genomsnittet och även om sysselsättningstillväxten har dämpats den senaste tiden har hushållens konsumtionsutrymme ökat tack vare att löneökningstakten stigit och inflationen varit låg (se diagram 3:9). Investeringarna stimuleras dessutom av låga räntor. Under årets första kvartal bedöms BNP-tillväxten i euroområdet växa något snabbare än normalt, men under det andra kvartalet väntas tillväxten återigen falla tillbaka och bli något svagare än ett historiskt genomsnitt.

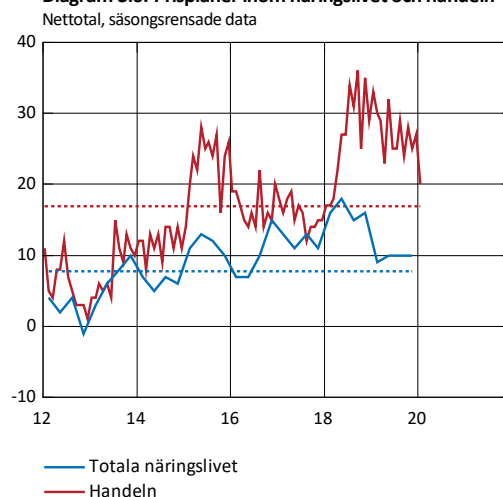
Diagram 3:5. KPIF exklusive energi, modellprognos med osäkerhetsintervall



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

Källor: SCB och Riksbanken

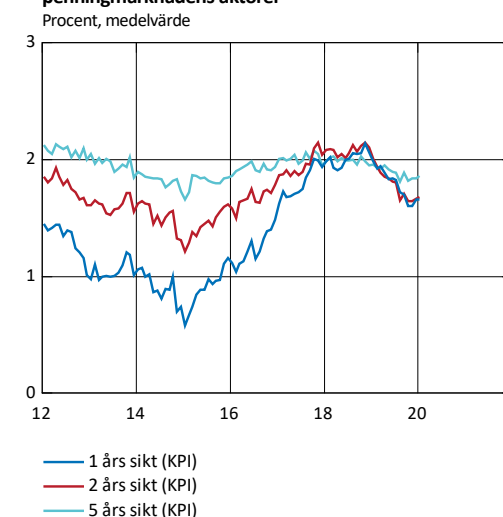
Diagram 3:6. Prisplaner inom näringslivet och handeln



Anm. Nettotalet 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 3:7. Inflationförväntningar bland penningmarknadens aktörer



Källa: Kantar Sifo Prospera

BNP i USA ökade med 2,1 procent under fjärde kvartalet jämfört med tredje kvartalet, uppräknat till årstakt (se diagram 3:10). Hushållen konsumerade inte i samma goda takt som under tredje kvartalet. Istället bidrog högre offentlig konsumtion till tillväxten. Svagare import hjälpte också till att lyfta BNP. Konsumentförtroendet är fortsatt högt (se diagram 3:11) och arbetsmarknaden är stark med god sysselsättnings-tillväxt och låg arbetslöshet. Däremot har företagens förtroende fallit det senaste året, både bland tjänsteföretagen och inom tillverkningsindustrin. Förtroendet inom tillverkningsindustrin återhämtades visserligen något i januari, men ligger fortsatt under det historiska genomsnittet. Inom tjänstesektorn ligger förtroendet alltjämt nära ett historiskt snitt. Sammantaget bedöms BNP växa något långsammare än normalt och konjunkturen mattas av de kommande kvartalen.

Låg inflation i euroområdet men stigande inflation i USA

I euroområdet är inflationen fortsatt låg. Inflationen steg till 1,4 procent i januari. Att inflationen enligt HIKP har stigit de senaste månaderna är främst kopplat till stigande livsmedels- och energipriser. Den underliggande inflationen, som rensas för energi, livsmedel, alkohol och tobak, sjönk till 1,1 procent i januari. Lägre ökningstakt i tjänstepriserna dämpade den underliggande inflationen. Inflationen väntas vara fortsatt låg de närmaste kvartalen och uppgå till drygt 1 procent.

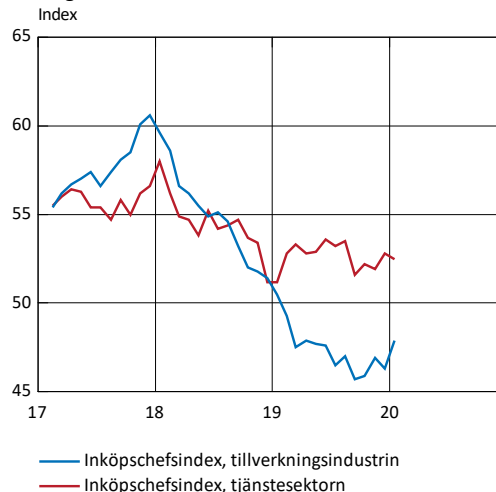
I USA steg KPI-inflationen till 2,3 procent i december. Olika mått på den underliggande inflationen tecknar något olika bilder. Ökningstakten i KPI exklusive energi och livsmedel var 2,3 procent i december, en nivå den legat kring de senaste fem månaderna (se diagram 3:9). Ökningstakten i deflatorn för privat konsumtion exklusive energi och livsmedel, ett mått som Federal Reserve fäster stor vikt vid, är betydligt lägre och uppgick till 1,6 procent i december. Den starka arbetsmarknaden med låg arbetslöshet och god löneökningstakt väntas dock, tillsammans med det låga ränteläget, bidra till att inflationen stiger de kommande månaderna.

Måttlig svensk tillväxt

Den industrileda avmattningen i Europa under 2019 blev snabbare än vad många bedömare hade förutsett. Men i Sverige är det framför allt den inhemska efterfrågan som har varit svag, bland annat för att det byggs färre bostäder.

Förtroendet hos svenska hushåll och företag har varit dämpat det senaste året. Att hushållen och tjänsteföretagen är mer pessimistiska än normalt är något som skiljer ekonomin i Sverige från många andra europeiska länder. Konjunkturinstitutets Barometerindikator, som är ett sammanfattande mått på företags- och hushållsförtroendet, steg dock med fyra enheter i januari (se diagram 3:12). Uppgången förklaras framför allt av att förtroendet i tillverkningsindustrin ökade markant. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin steg också tydligt i januari och är nu över 50. Samtidigt minskade hushållens förtroende med två enheter under samma

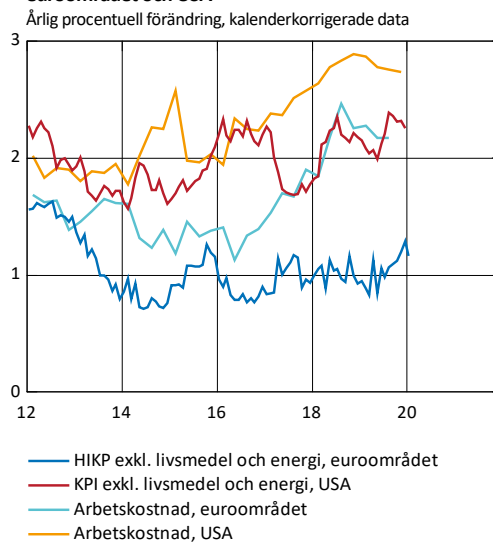
Diagram 3:8. Konfidensindikatorer i euroområdet



Anm. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin och tjänstesektorn publicerades 2020-02-03 respektive 2020-02-05.

Källa: Markit Economics

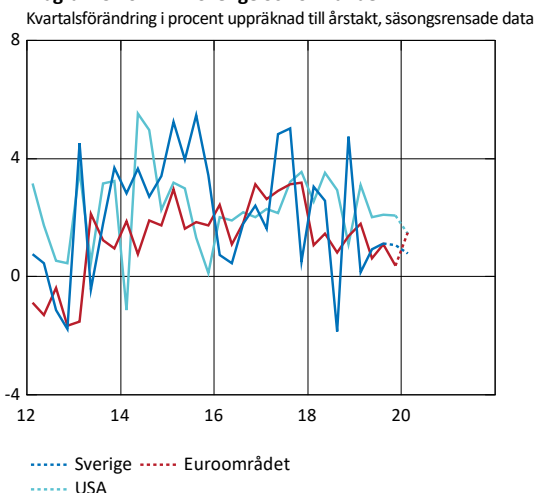
Diagram 3:9. Underliggande inflation och arbetskostnad i euroområdet och USA



Anm. Avser arbetskostnad per anställd.

Källor: Bureau of Labor Statistics, ECB, Eurostat och Macrobond

Diagram 3:10. BNP i Sverige och omvärlden



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, SCB och Riksbanken

månad. Det är i synnerhet hushållens syn på hur den svenska ekonomin kommer att utvecklas, snarare än synen på den egna ekonomin, som är pessimistisk.

Månadsstatistik för efterfrågan och produktion visar att industriproduktionen och varuhandeln minskade under fjärde kvartalet, samtidigt som hushållens konsumtion ökade i god takt. Tillväxtförloppet i bland annat BNP och hushållens konsumtion påverkas dock till viss del av de ändrade skattereglerna för bilar som infördes vid årsskiftet. Regeländringen antas ha bidragit till den kraftiga ökningen av nyregistrerade bilar i december som sedan föll tillbaka i januari. Då en stor andel av de nyregistrerade bilarna kan antas vara importerade väntas dock BNP, sett över några kvartal, inte påverkas i någon större utsträckning.

Läget på den svenska bostadsmarknaden fortsatte att stabiliseras under 2019. Bostadsinvesteringarna ökade under tredje kvartalet efter att ha minskat de fem närmaste föregående kvartalen och priserna ökade tydligt under det andra halvåret. Trots detta så tyngde ett minskat bostadsbyggande den inhemska utvecklingen under 2019 och bedöms fortsätta dämpa BNP-tillväxten i år.

Riksbankens kortsiktsmodeller, som baseras på förtroendeindikatorer och månadsstatistik för produktion och efterfrågan, tyder på att tillväxten blir lägre än normalt. Riksbankens prognos är ytterligare något lägre och BNP växer med knappt 1 procent per kvartal fjärde kvartalet 2019 och första kvartalet 2020, uppräknat till årstakt. Prognosen är något lägre än vad kortsiktsmodellerna indikerar (se diagram 3:13). Det beror främst på att modellerna inte bedöms ta hänsyn till nedgången i bostadsinvesteringarna fullt ut.

Arbetslösheten stiger långsamt

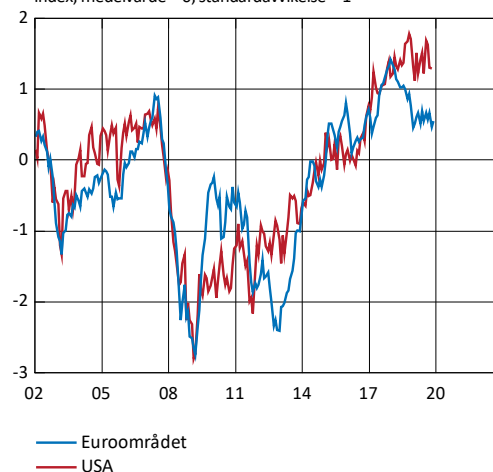
Både sysselsättningen och arbetskraften har utvecklats starkt under många år. Antalet arbetslösa minskade under 2014–2017 trots att många personer då flödade in i arbetskraften. Sedan mitten på 2018 har tillväxten i sysselsättning mattats av (se diagram 3:14). Sysselsättningen fortsätter dock att växa och drygt 34 000 fler personer var sysselsatta under 2019 jämfört med 2018. Antalet i arbetskraften har emellertid ökat mer och arbetslösheten har därför stigit under det senaste året, enligt både AKU och Arbetsförmedlingens mått på arbetslöshet.²⁴ De kommande kvartalen väntas även tillväxten i arbetskraften mattas av och således stiger arbetslösheten i en långsammare takt än under föregående år.

Efterfrågan på arbetskraft dämpades under fjolåret och indikatorer för arbetsmarknaden pekar på att den utvecklingen fortsätter de kommande kvartalen. Till exempel har antalet nyanmälda lediga platser enligt Arbetsförmedlingen minskat,

²⁴ Under hösten uppmärksammade SCB allvarliga kvalitetsbrister i sin externa leverantörs datainsamling. I november beslutade SCB därför att publicera reviderad statistik för perioden juli 2018 – september 2019. Denna byggde enbart på hälften av urvalet - den del av insamlingen som SCB:s egen insamlingsavdelning ansvarar för. Att statistiken nu baseras på ett urval som är hälften så stort ökar osäkerheten i siffrorna, inte minst eftersom AKU under en längre tid har haft problem med ett stort bortfall.

Diagram 3:11. Konsumentförtroende

Index, medelvärde = 0, standardavvikelse = 1

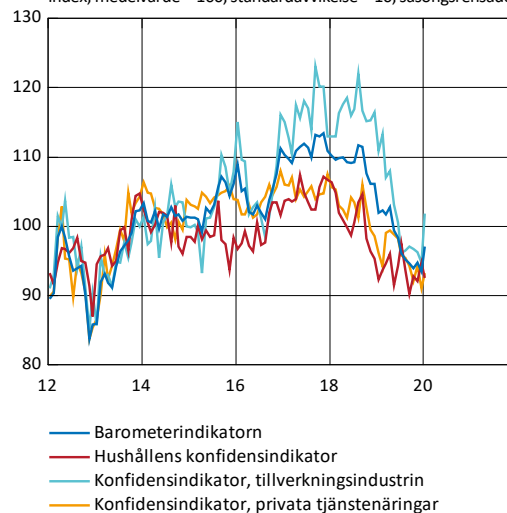


Anm. Serierna är standardiserade från 1986 av Riksbanken.

Källor: Conference Board, EU-kommissionen och Riksbanken

Diagram 3:12. Konfidensindikatorer i Sverige

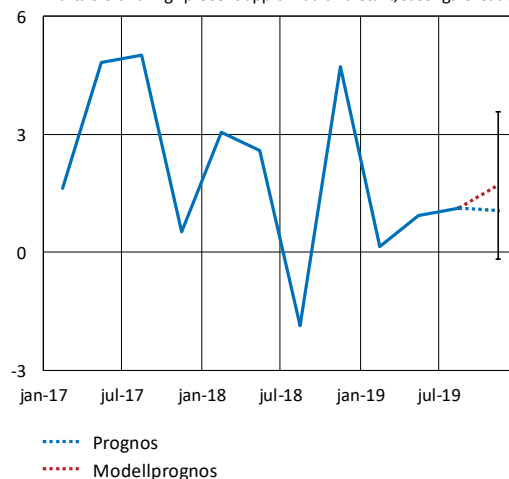
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10, säsongrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:13. BNP, modellprognos och osäkerhetsintervall

Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

även om de fortsatt är på en hög nivå. Samtidigt har antalet varsel ökat och ligger nära ett historiskt genomsnitt (se diagram 3:15). Även anställningsplanerna har enligt Konjunkturbarometern sjunkit och indikerar nästintill oförändrad sysselsättning. Sammantaget tyder indikatorerna på att sysselsättningen kommer fortsätta att öka de kommande kvartalen, om än i en långsammare takt än de senaste åren. Arbetslösheten bedöms bli 6,9 procent det första kvartalet och stiger därefter i måttlig takt.

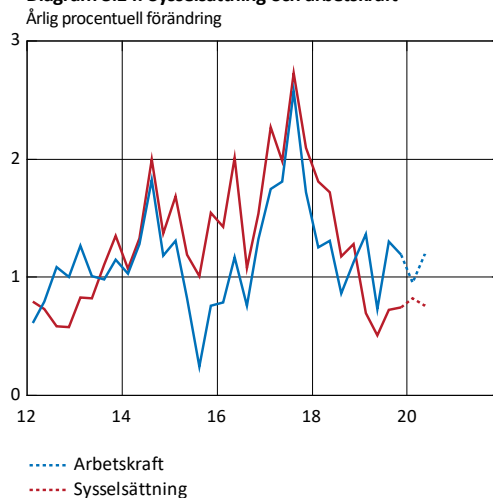
Resursutnyttjandet normaliseras

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar hur löner och priser utvecklas. I data verkar denna utväxling ske med betydande eftersläpning. Resursutnyttjandet kan dock inte mätas exakt och Riksbanken gör därför en bedömning utifrån en mängd olika indikatorer.

I nuläget ger vissa indikatorer bilden av att resursutnyttjandet är normalt samtidigt som andra indikatorer och mått tyder på att resursutnyttjandet fortfarande är något högre än normalt. Enligt Konjunkturbarometern är andelen företag som anger att det råder brist på arbetskraft högre än det historiska genomsnittet, även om andelen har sjunkit de fyra senaste kvartalen. Kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin har enligt SCB fortsatt att stiga och är högt i ett historiskt perspektiv samtidigt som Konjunkturinstitutets mått istället är nära det historiska genomsnittet. Riksbankens indikator för resursutnyttjandet är en sammanvägning av flera olika indikatorer som kan anses ge en bild av resursutnyttjandet i ekonomin. Enligt denna indikator är resursutnyttjandet i nuläget normalt (se diagram 3:16). Andra mått på resursutnyttjande är BNP-, sysselsättnings- och timgapet. Enligt dessa är BNP, antalet sysselsatta och antalet arbetade timmar fortfarande högre än sina långsiktiga trender (se diagram 4:11).

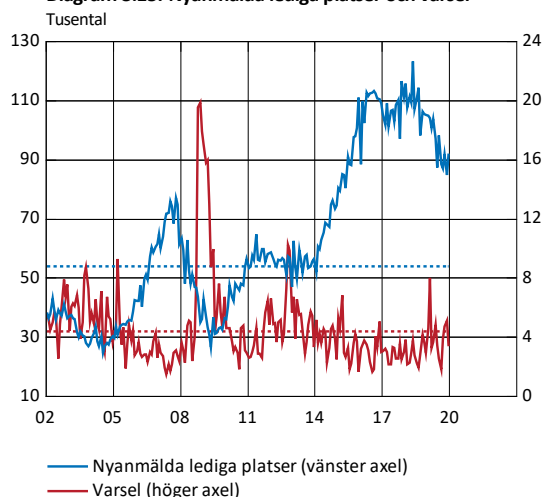
Den samlade bedömningen är att resursutnyttjandet dämpades under fjolåret och nu är på en nivå nära eller något högre än normalt.

Diagram 3:14. Sysselsättning och arbetskraft



Källor: SCB och Riksbanken

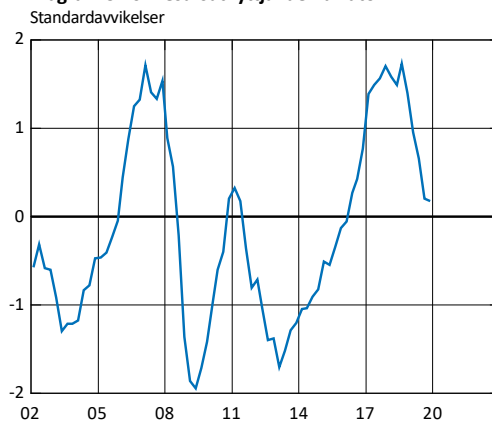
Diagram 3:15. Nyanmälda lediga platser och varsel



Anm. Säsongsrensade data för nyanmälda lediga platser. Streckade linjer avser medelvärden sedan januari 1995.

Källor: Arbetsförmedlingen och Macrobond

Diagram 3:16. Resursutnyttjandeindikatorn



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

Källa: Riksbanken

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Tillväxtindikatorer för den globala tillverkningsindustrin har slutat att falla och i euroområdet och USA syns nu tecken på att förtroendet stärks. Framöver väntas omvärldens handelsviktade BNP fortsätta att växa med cirka 2 procent per år. I fjol dämpades efterfrågan i Sverige, efter flera år med snabb tillväxt, och arbetslösheten fortsatte att stiga. Men framöver väntas en återhämtning i inhemsk efterfrågan och tillväxten stiger igen. Sysselsättningsgraden ligger kvar på en hög nivå de kommande åren och efter en längre period med hög efterfrågan på arbetskraft väntas en uppgång i löneökningstakten. Jämfört med bedömningen i december väntas inflationen bli något lägre i år, bland annat beroende på lägre elpriser. Men det tidigare höga resursutnyttjandet fortsätter att hålla uppe den underliggande prisökningstakten. På lite längre sikt bidrar också stigande inflation i omvärlden och en högre löneökningstakt i Sverige till att inflationen gradvis stiger mot inflationsmålet på 2 procent.

Omvärlden

Viss återhämtning i omvärldstillväxten

Under 2018 skedde en global avmattning inom tillverkningsindustrin och i euroområdet började industriproduktionen att falla. Nedgången fortsatte i fjol och under de senaste kvartalen har tillväxten i omvärldens handelsviktade BNP varit svag. Olika indikatorer för tillväxten har dock slutat att falla och i euroområdet och USA syns nu tecken på att förtroendet stärks. De kommande åren väntas en tillväxt på cirka 2 procent per år i omvärldens handelsviktade BNP, vilket är ungefär i linje med, eller strax under, ett historiskt genomsnitt (se diagram 4:1).

Kinas och USA:s handelskonflikt och osäkerheten kring Storbritanniens utträde ur EU bidrog till den svaga utvecklingen 2018–2019. I fjol skedde den största nedgång i världshandeln med varor som uppmätts sedan 2009 och importen utvecklades särskilt svagt i Kina, Tyskland och USA.²⁵ Riksbankens index över svensk exportmarknad, som är en sammavägning av importen av varor och tjänster från Sveriges viktigaste handelspartner, steg i fjol med cirka 2,5 procent. Detta kan jämföras med en genomsnittlig tillväxt i exportmarknadsindex på drygt 4,5 procent per år sedan år 2000 (se diagram 4:2).

I januari slöt USA och Kina ett nytt handelsavtal som reglerar några av de frågor som de två länderna tvistat om (se faktaruta "Nytt handelsavtal mellan USA och Kina"). I Storbritannien gick det konservativa partiet framåt vid nyvalet i december och därmed skapades en majoritet i parlamentet för det utträdesavtal som regeringen tidigare förhandlat fram med EU. Utträdet ur unionen har nu skett på ett ordnat sätt och

Nytt handelsavtal mellan USA och Kina

Den 15 januari i år slöt USA och Kina ett nytt handelsavtal, "fas ett"-avtalet. Kina har gått med på att i år och nästa år öka importen från USA med sammanlagt 200 miljarder dollar, jämfört med nivån 2017. Åtagandet innebär att den samlade importen av jordbruks- och industrivaror, energi-produkter och tjänster i år ska bli cirka 40 procent högre än motsvarande nivå 2017. Nästa år ska de kinesiska köpen öka ytterligare och då överstiga importen från 2017 med cirka 65 procent.

Kina ska också vidta åtgärder för att begränsa stöld av immateriella rättigheter, avstå från krav på tekniköverföring och öppna upp sin finansiella sektor för utländsk konkurrens. Dessutom lovar både USA och Kina att avstå från interventioner på valutamarknaden som syftar till att vinna konkurrens fördelar.

USA förbinder sig å sin sida att sänka tullsatsen, från 15 till 7,5 procent, på varor värda cirka 110 miljarder dollar. Avtalet innehåller inget åtagande om ytterligare tullsänkningar men USA har lovat att avstå från tidigare planerade höjningar som skulle ha införts i december 2019. Jämfört med 2017 kvarstår tullhöjningar på USA:s import från Kina på varor värda ungefär 360 miljarder dollar, vilket motsvarar cirka 65 procent av USA:s totala import från Kina.

Avtalet innehåller också regler för att lösa eventuella framtida tvister om avtalsbrott. Överenskommelsen innebär bland annat att parterna har rätt att vidta åtgärder, exempelvis att höja tullar, om de anser att den andra sidan har brutit mot avtalet. Avtalet reglerar ett antal av de frågor som USA och Kina tvistat om och man avser att fortsätta förhandla i syfte att sluta ett andra bilateralt avtal. Denna andra fas i förhandlingarna planeras att beröra mer strukturella frågor, exempelvis reformer av Kinas statliga företag och industripolitik. Men man har ännu inte specificerat någon tidplan för dessa kommande förhandlingar.

²⁵ Nedgången i varuhandeln avser världshandeln t.o.m. november enligt *CPB World Trade Monitor*.

under den övergångsperiod som sträcker sig till årets slut avser EU och Storbritannien att förhandla om de framtida villkoren för bland annat handel och tullsatser.²⁶

Pausen i handelskonflikten och Storbritanniens ordnade utträde ur EU har bidragit till att hejda nedgången i förtroendet inom den globala tillverkningsindustrin. Men virusutbrottet i Kina dämpar nu de globala tillväxtutsikterna. I dagsläget går det inte att förutspå epidemins fortsatta spridning och därför är det svårt att uppskatta de ekonomiska konsekvenserna, både vad gäller tillväxten i Asien och vad gäller Kinas handel med övriga världen (se faktaruta "Nytt coronavirus i Kina"). I prognosen antas att tillväxten i Asien blir lägre under första halvåret i år, jämfört med bedömningen i december. Lägre efterfrågan i Asien och störningar i försörjningen av insatsvaror innebär att även tillväxten i USA och Europa påverkas. Under andra halvåret väntas dock en viss återhämtning. Sammantaget innebär detta att tillväxten på Sveriges viktigaste exportmarknader stiger till 3 procent i år och att den växer med drygt 3 procent per år de kommande åren (se diagram 4:2). Riksbanken följer epidemins påverkan på de globala tillväxtutsikterna och justerar vid behov prognoserna i takt med att ny information tillkommer.

Konjunkturer i euroområdet stabiliseras

Penningpolitiken i euroområdet bedöms förbli expansiv under hela prognosperioden. Även från finanspolitiken väntas ett visst stöd till efterfrågan, med högre offentliga utgifter och lägre skatter. Sedan 2013 har arbetslösheten fallit med knappt 5 procentenheter och konsumentförtroendet är relativt högt. Framöver väntas dock en viss dämpning i sysselsättningstillväxten. Arbetslösheten, som det senaste halvåret har sjunkit i långsammare takt, bedöms ligga kvar på en nivå strax under 7,5 procent. De kommande åren dämpas också löneökningstakten en aning, efter flera år av allt högre ökningstakt.

Den potentiella tillväxttakten i euroområdet är låg, vilket bland annat beror på låg befolkningstillväxt. Mot slutet av prognosperioden minskar befolkningen i arbetsför ålder. Visserligen väntas arbetskraftsdeltagandet samtidigt stiga något, så att arbetskraften ändå fortsätter att öka, men ökningstakten är låg. Produktiviteten har utvecklats svagt de senaste åren men högre investeringsnivåer bidrar till att produktivitetstillväxten stiger framöver. I prognosen växer BNP med

²⁶ Storbritannien förblir en del av EU:s inre marknad och tullunion under övergångsperioden. När det gäller de förestående förhandlingarna kommer det, enligt företrädare för EU-kommissionen, att bli svårt att nå överenskommelser i alla frågor innan årets slut (se tal av EU-kommissionens ordförande Ursula von der Leyen vid *London School of Economics*, London, den 8 januari 2020 samt uttalanden gjorda av EU-kommissionens chefsförhandlare Michel Barnier vid dennes besök i Stockholm samma dag). Vid sidan om villkoren för varuhandel ska parterna bland annat förhandla om frågor som rör transporter, finansiella tjänster och fiskerättigheter. Om Storbritannien och EU skulle vilja förlänga övergångsperioden är detta möjligt. En förfrågan om förlängning från den brittiska regeringen måste dock inkomma senast den 30 juni 2020.

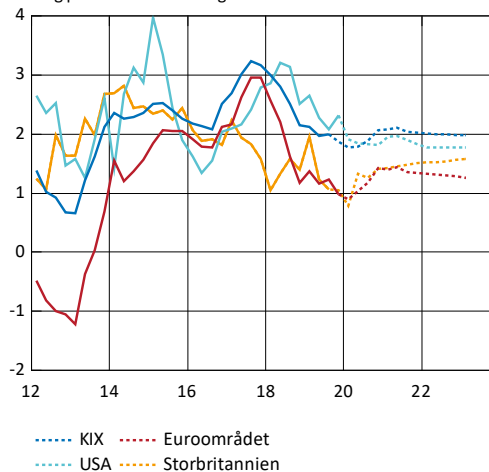
²⁷ WHO *Novel Coronavirus Situation Report 21*, publicerad den 10 februari 2020.

²⁸ Uppgifterna om Kinas andel av världens samlade BNP och export baseras på statistik som sammanställts av IMF (*World Economic Outlook*, oktober 2019) respektive Världsbanken (*Global Economic Monitor*). Beräkningen avser produktion och export till löpande pris.

²⁹ Kinas andel av svensk varuexport var samma år cirka 5 procent, enligt SCB.

Diagram 4:1. BNP i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring



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

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

Nytt coronavirus i Kina

Kinesiska myndigheter har hittills bekräftat över 40000 fall av patienter som infekterats av det nya coronavirus som upptäcktes i december och som spridits till flera andra länder i Asien, Nordamerika och Europa. Hittills har över 900 dödsfall kopplats till virusutbrottet.²⁷ Provinsen Hubei, där Wuhan är huvudstad, är satt i en karantän som påverkar cirka 60 miljoner invånare. I många städer i Kina har kontor, skolor och fabriker hållits stängda i syfte att minska spridningsrisken.

Det är svårt att uppskatta de ekonomiska konsekvenserna av det nya coronaviruset då det i dagsläget är svårt att överblicka utbrottets omfattning. År 2003 drabbades världen av ett annat coronavirus som benämndes SARS och som ledde till cirka 800 dödsfall. De ekonomiska konsekvenserna av SARS bedöms ha varit små, bland annat därför att myndigheterna ganska snabbt fick kontroll på smittspridningen. Framför allt var det turismen och försäljningen i detaljhandeln som påverkades. Effekterna på Kinas BNP blev kortvariga och den trendmässiga tillväxten förblev opåverkad.

Det nya coronaviruset har redan smittat fler människor än vad SARS gjorde 2003. Dessutom har Kinas betydelse för världsekonomin vuxit betydligt. År 2018 motsvarade produktionen i Kina nästan 16 procent av världens samlade BNP, att jämföra med cirka 4 procent vid tiden för SARS-utbrottet. Under samma period har landets andel av världens totala export mer än fördubblats, från ungefär 6 procent till cirka 14 procent, enligt Världsbankens sammanställning.²⁸ Av Sveriges samlade export 2018 gick cirka 4 procent till Kina.²⁹

Spridningen av det nya coronaviruset har väckt oro på de finansiella marknaderna och oljepriset har fallit. Virusutbrottet sammanföll med det kinesiska nyåret, som är en tid då många reser och då konsumtionen vanligtvis är hög. Bland annat därför väntas tydliga negativa effekter på turism och konsumtion. Till det kommer risken för produktionsstörningar inom tillverkningsindustrin, både i och utanför Kina. Kinesiska fabriker förser företag världen över med insatsvaror och uteblivna leveranser har redan lett till produktionsstopp i andra länder i Asien. Om smittspridningen inte snart begränsas kan sådana utbudsstörningar leda till kännbara konsekvenser även i Europa och USA.

drygt 1,2 procent per år de kommande tre åren, vilket är ungefär den nivå som bedöms vara långsiktigt hållbar (se diagram 4:1). Resursutnyttjandet väntas förbli normalt.

Tillväxten sjunker gradvis i USA

Flera år av hög tillväxt och sjunkande arbetslöshet har inneburit att resursutnyttjandet i amerikansk ekonomi nu är högre än normalt. Men under de kommande åren väntas tillväxttakten bli lägre och resursutnyttjandet sjunker då något och närmar sig en normal nivå. Prognosen bygger bland annat på antagandet att finanspolitiken framöver i mindre utsträckning bidrar till att hålla efterfrågan uppe, jämfört med utvecklingen de senaste åren. De nyligen genomförda sänkningarna av den amerikanska styrrentan ger samtidigt stöd åt konjunkturen.

Handelskonflikten mellan USA och Kina har under de senaste åren skapat osäkerhet om förutsättningarna för det framtida handelsutbytet och detta bedöms ha bidragit till att dämpa företagets investeringsvilja. Det råder fortfarande stor osäkerhet om hur USA:s handelspolitik kommer att utformas framöver, men pausen i handelskonflikten med Kina har ändå minskat osäkerheten. Sammantaget bedöms BNP växa med 1,9 procent i år och med 1,8 procent per år 2021–2022 (se diagram 4:1).

Virusepidemin dämpar oljepriset

I december steg världsmarknadspriset på olja efter rapporter om framgångar i förhandlingarna om ett nytt handelsavtal. Efter USA:s drönarattack i Irak den 3 januari steg priset ytterligare och ett fat Brentolja kostade då cirka 68 dollar. Men därefter har priset fallit tillbaka och de senaste dagarna har det legat runt 55 dollar per fat. Kina är världens största nettoimportör av petroleumprodukter och den snabba spridningen av coronaviruset har skapat osäkerhet om Kinas tillväxt och därmed om den framtida efterfrågan på olja. Enligt terminspris-sättningen väntas priset de kommande åren ligga strax över 55 dollar per fat (se diagram 4:3).

Långsamt stigande inflation i omvärlden

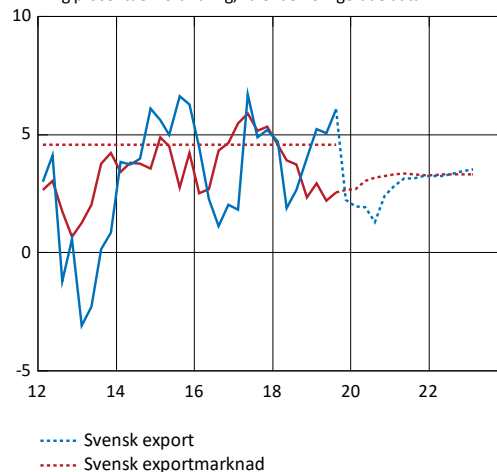
Den KIX-vägdga inflationen i omvärlden bedöms vara något under 2 procent i år och nästa år för att sedan stiga till strax över 2 procent 2022 (se diagram 4:4).

I euroområdet är inflationen mätt med HIKP 1,4 procent, vilket är lägre än ECB:s mål om en inflation strax under 2 procent. Inflationen är låg även enligt underliggande HIKP, som renas för energi, livsmedel, alkohol och tobak.

Prisökningstakten i euroområdet har under de senaste åren varit överraskande långsam, särskilt med tanke på att utvecklingen på arbetsmarknaden varit stark. Den förhållandevis låga inflationen kan bero på att genomslaget från stigande

Diagram 4:2. Export och svensk exportmarknad

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data

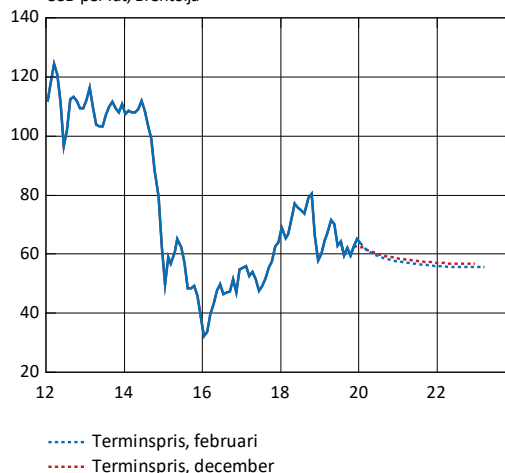


Anm. Index över svensk exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av importen i 32 länder som täcker cirka 85 procent av den totala svenska exportmarknaden. Streckad linje avser ett genomsnitt av svensk exportmarknadstillväxt 2000 kv1–2019 kv3.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:3. Pris på råolja

USD per fat, Brentolja

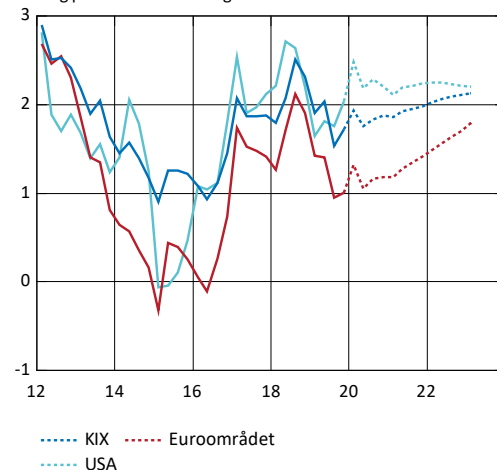


Anm. Terminspriserna är beräknade som ett 15-dagars genomsnitt. Utfallet avser månadsgenomsnitt av spotpriser.

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 4:4. Konsumentpriser

Årlig procentuell förändring



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

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

löner sker ovanligt långsamt, eller att det är mindre, när inflationen redan är låg.³⁰ En möjlig förklaring till en sådan fördröjning är att många företag baserar sina beslut om prissättning på bakåtblickande inflationsförväntningar och att det därför tar tid innan ett stigande kostnadstryck får ett tydligt genomslag i konsumentpriserna.

Inflationen i euroområdet väntas förbli låg under det kommande året men på sikt kommer de högre kostnaderna att vältras över på konsumenterna. HIKP-inflationen stiger därför under prognosperioden, från 1,3 procent i år till 1,6 procent 2022 (se diagram 4:4).

Lönerna i USA bedöms fortsätta att stiga i god takt de kommande åren. Tillsammans med effekterna från tidigare tullhöjningar bidrar högre löner till högre kostnader för företagen och till att inflationen mätt med KPI stiger till 2,3 procent i år. På längre sikt dämpas dock inflationstrycket något eftersom tillväxten sjunker och resursutnyttjandet normaliseras. Sammantaget bedöms KPI-inflationen i USA bli drygt 2 procent 2021 och 2022 (se diagram 4:4).

Sverige

Arbetskraftsutbudet växer långsammare

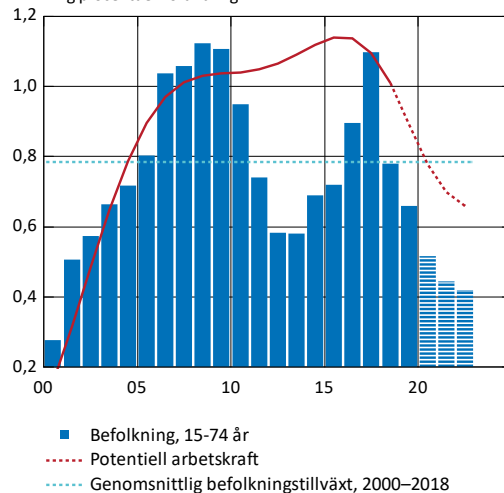
Hur arbetskraftsutbudet och produktiviteten utvecklas över tid påverkar ekonomins tillväxt på lång sikt. I Sverige har befolkningen i yrkesverksam ålder och utbudet av arbetskraft vuxit relativt snabbt de senaste åren (se diagram 4:5). Detta förklaras till stor del av invandringen. Dessutom har arbetskraftsdeltagandet ökat trendmässigt, både bland inrikes och utrikes födda.

Under prognosperioden sjunker tillväxten i den arbetsföra befolkningen eftersom den inrikes födda befolkningen i genomsnitt blir äldre samtidigt som den utrikesfödda befolkningen ökar i allt långsammare takt. Andelen äldre som deltar i arbetskraften väntas samtidigt öka, bland annat för att åldersgränserna i pensionssystemet höjs, för att människor håller sig friska högre upp i åldrarna och dessutom lever längre. Även andelen utrikes födda som deltar i arbetskraften väntas öka. Sammantaget innebär detta att tillväxten i arbetskraftsutbudet fortsätter att vara betydligt högre än tillväxten i den del av befolkningen som befinner sig i yrkesverksam ålder (se diagram 4:5).

Produktivitetstillväxten har under längre tid varit låg, både i Sverige och i omvärlden. I Sverige har produktiviteten i genomsnitt vuxit med 0,9 procent per år sedan 2005, vilket kan jämföras med en genomsnittlig tillväxt på 1,7 procent per år sedan 1995. Av de olika strukturella faktorer som dämpar produktivitetstillväxten i Sverige bedöms den jämförelsevis

³⁰ Se "Wage Growth and Inflation in Europe: A Puzzle?", kapitel 2 i *IMF Regional Economic Outlook: Europe*, 2019, E. Bobeica et al., 2019, "The link between labor cost and price inflation in the euro area", ECB Working Paper Series No 2235 och Y. Abdih et al., 2018, "Understanding Euro Area Inflation Dynamics: Why So Low for So Long?", IMF Working Paper WP/18/188.

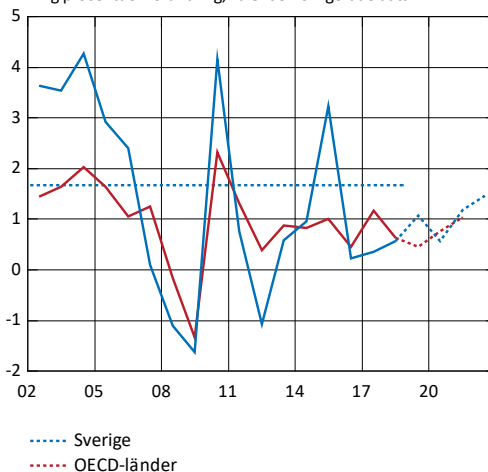
Diagram 4.5. Befolkning och potentiell arbetskraft, 15–74 år
Årlig procentuell förändring



Anm. Potentiell arbetskraft avser den långsiktigt hållbara nivån enligt Riksbankens bedömning.

Källor: SCB och Riksbanken

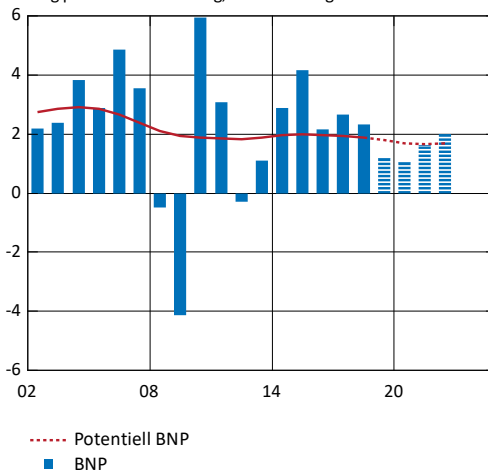
Diagram 4.6. Produktivitet
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Anm. Prognos för OECD från Economic Outlook, november 2019. Produktiviteten för OECD avser BNP per anställd. För Sverige avser den BNP per arbetad timme. Streckad linje avser genomsnitt av svensk produktivitetstillväxt 1995–2018.

Källor: OECD, SCB och Riksbanken

Diagram 4.7. BNP
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Anm. Potentiell BNP avser den långsiktigt hållbara nivån enligt Riksbankens bedömning.

Källor: SCB och Riksbanken

långsamma teknologiska utvecklingen i omvärlden vara särskilt betydelsefull.³¹ Men den låga produktivitetstillväxten de senaste åren beror även på konjunkturella orsaker. I fjol skedde en viss återhämtning och under prognosperioden väntas tillväxten öka så att produktiviteten mot slutet av perioden växer med cirka 1,5 procent per år (se diagram 4:6). Sammantaget bedöms tillväxten i arbetskraft och produktivitet innebära en tillväxt i potentiell BNP på knappt 2 procent per år 2019–2022 (se diagram 4:7).

Lägre tillväxt ger ett balanserat konjunkturläge

Efter flera år av god tillväxt och ett högt resursutnyttjande dämpades tillväxten i Sverige under andra halvåret 2018 och blev måttlig 2019 (se diagram 4:7). Även i år väntas tillväxten bli något lägre än ekonomins tillväxtpotential. Detta beror bland annat på att den svenska exportmarknaden växer i en jämförelsevis långsam takt och på en nedgång i bostadsbyggandet. Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet nu är nära en normal nivå och att BNP de kommande åren växer i ungefär den takt som är långsiktigt hållbar.

Dämpad investeringsvilja och motståndskraftiga hushåll

I spåren av den tidigare prisnedgången på bostäder har antalet påbörjade bostäder fallit betydligt på senare tid. I år väntas antalet påbörjade bostäder uppgå till drygt 45 000, vilket fortfarande är högt i ett historiskt perspektiv. Framöver väntas takten i bostadsbyggandet vara ungefär oförändrad. Bostadsinvesteringarna fortsätter att falla i år men från och med nästa år sker en stabilisering och de kommande åren förblir bostadsinvesteringarna ungefär oförändrade.

I takt med att utsikterna för industrikonjunkturen har försämrats har även investeringsviljan bland företag i övriga näringslivet (exklusive bostäder) minskat och tillväxten stagnerade under 2019. Framöver väntas en viss återhämtning men trots det är bedömningen att de samlade investeringarna utvecklas svagt de närmaste åren.

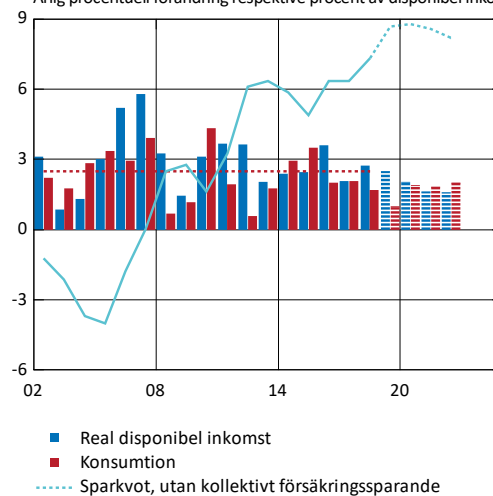
Hushållens konsumtion har under ett antal år ökat långsammare än de disponibla inkomsterna. Konsumtionen väntas fortsätta att växa med knappt 2 procent per år framöver, trots att arbetsmarknaden nu dämpas och därmed bidrar till att de disponibla inkomsterna under några år växer långsammare (se diagram 4:8). Denna utveckling stämmer med ett historiskt mönster där konsumtionstillväxten varierar mindre mellan enskilda år, jämfört med tillväxten i inkomsterna.

Lägre finansiellt sparande i offentlig sektor

Det finansiella sparandet i offentlig sektor bedöms 2019 ha sjunkit till en nivå som motsvarar cirka 0,3 procent av BNP, från att 2018 ha uppgått till 0,8 procent av BNP. Samtidigt som konjunkturen mattas av så medför demografiska föränd-

Diagram 4:8. Hushållens reala disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst

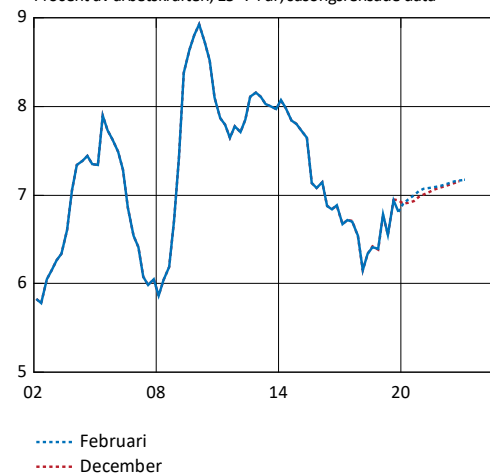


Anm. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator. Streckad linje avser genomsnitt av konsumtionstillväxten 1994–2018. Kollektivt försäringssparande består av sparande som hushållen inte kontrollerar själva, exempelvis premiepension och avtalsförsäkringar.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:9. Arbetslöshet

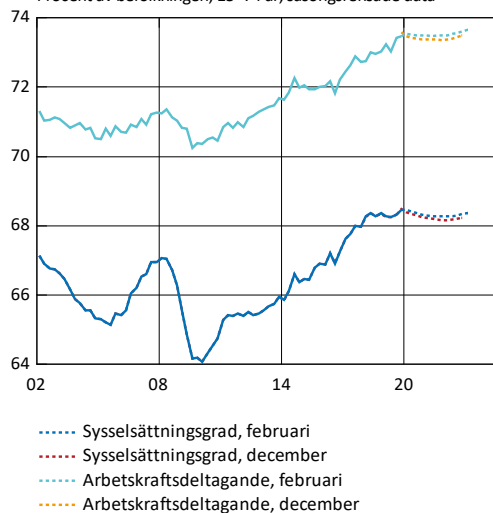
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:10. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande

Procent av befolkningen, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

³¹ Se kapitlet "Produktivitetstillväxten i Sverige och omvärlden" i Konjunkturinstitutets Lönebildningsrapport 2019.

ringar att många kommuner och regioner behöver öka utgifterna, vilket bidrar till att den inhemska efterfrågan stiger. I år bedöms det finansiella sparandet sjunka ytterligare något för att de kommande åren ligga nära noll, vilket överensstämmer med det historiska mönstret med lägre sparande i tider då resursutnyttjandet dämpas och då utgifterna stiger.

Bostadspriserna stiger i långsammare takt

I december steg bostadspriserna, mätt med bostadsprisindexet HOX, med 4,5 procent jämfört med samma månad föregående år. Bostadsprisernas utveckling skiljer sig mellan olika regioner och olika typer av bostäder. Men det senaste årets uppgång innebär att priset på en genomsnittlig svensk bostad nu är tillbaka på ungefär samma nivå som i augusti 2017, strax innan priserna började falla. Att prisökningstakten stiger beror på att efterfrågan på bostäder är förhållandevis stark. Utbudet är dock fortfarande stort i ett historiskt perspektiv och dessutom bedöms hushållens inkomster framöver växa i långsammare takt än utvecklingen de senaste åren. I prognosen sjunker därför prisökningstakten tillbaka något.

Trots återhämtningen i bostadspriserna har skuldöknings-takten dämpats och skulderna ökar nu med cirka 5 procent i årstakt. Att hushållens skulder ändå stiger i så pass snabb takt beror bland annat på att den som idag köper en bostad på andrahandsmarknaden betalar ett pris som i genomsnitt är betydligt högre än det pris som säljaren en gång fick betala. Fler tar dessutom upp bostadslån eftersom tillskottet av nya bostäder alltjämt är stort. De tidigare införda amorteringskraven dämpar visserligen tillväxten av sådana skulder där bostäder används som säkerhet. Det beror på att en allt större andel av låntagarna omfattas av kraven, i takt med att bostäder omsätts och nya bolån behöver tas. Men samtidigt har hushållens konsumtionslån de senaste åren ökat i en jämförelsevis snabb takt.³² Skuldernas andel av hushållens disponibla inkomst, den så kallade skuldkvoten, ökar till ungefär 194 procent under 2022 (se diagram 1:10).

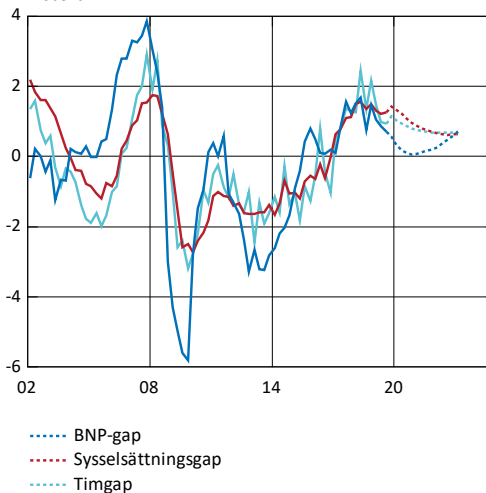
Viss avmattning på arbetsmarknaden

I takt med att konjunkturen har gått in i en fas med långsammare tillväxt har resursutnyttjandet på arbetsmarknaden dämpats. Efterfrågan på arbetskraft minskade under fjolåret, vilket bland annat avspeglades i ett lägre anställningsbehov bland företagen och i en viss uppgång i antalet varsel. Sysselsättningen växte i en långsammare takt och arbetslösheten steg något (se diagram 4:9). Trots lägre sysselsättningstillväxt ligger sysselsättningsgraden fortsatt på historiskt höga nivåer (se diagram 4:10). De kommande åren väntas en ytterligare avmattning i efterfrågan på arbetskraft. Sysselsättningstillväxten dämpas därför ytterligare. Men även arbetskraften växer

³² Konsumtionslånen, som utgör ungefär 6 procent av hushållens samtliga skulder hos MFI, ökade i december 2019 med drygt 8 procent, jämfört med nivån ett år tidigare. Konsumtionslånen utgörs till största del av så kallade blancokrediter.

Diagram 4:11. BNP-, sysselsättnings- och timgap

Procent

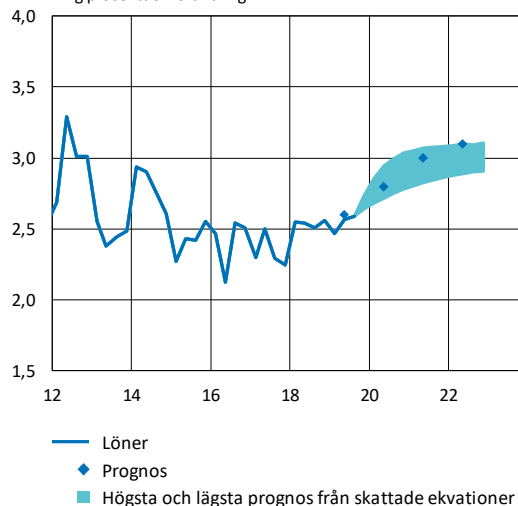


Anm. Gapen avser BNP:s respektive antalet arbetade timmars avvikelser från Riksbankens bedömda trender.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:12. Löner

Årlig procentuell förändring

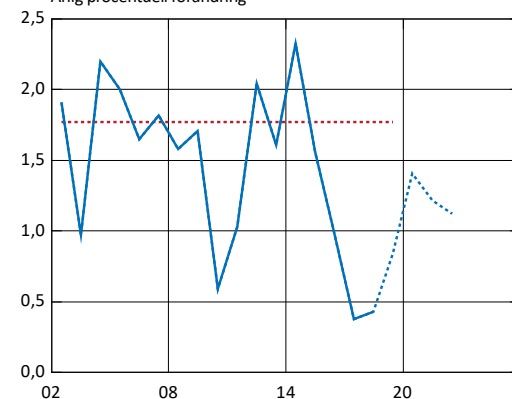


Anm. Löner enligt konjunkturlönestatistiken. Kvadraterna visar Riksbankens prognoser av löneökningstakten för åren 2019 t.o.m. 2022. Fältet visar den högsta och lägsta prognosen från enkla skattade ekvationer där löneökningstakten förklaras av BNP-gapet, produktiviteten, omvärldslöner (KIX-vägt) och vinstandelen i hela ekonomin.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

Diagram 4:13. Reallöner

Årlig procentuell förändring



Anm. Löner enligt konjunkturlönestatistiken deflaterade med KPIF. Streckad röd linje avser historiskt medelvärde 1995–2018.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

långsammare framöver och arbetslösheten ökar därför i långsam takt (se diagram 4:9 och 4:10). Sysselsättningsgraden minskar något men ligger trots det kvar på en hög nivå.

Att arbetslösheten stiger beror i huvudsak på att konjunkturen försvagas, men det finns också strukturella orsaker. Exempelvis har det skett ett stort inflöde till arbetskraften av personer med svag anknytning till arbetsmarknaden, särskilt sådana som saknar gymnasieutbildning eller arbetslivserfarenhet från den svenska arbetsmarknaden. Utvecklingen har inneburit en påtaglig förändring i sammansättningen av arbetslösa personer, så att allt fler tillhör någon av de grupper som bedöms ha svag konkurrenskraft på arbetsmarknaden. Av de som är registrerade som arbetslösa hos Arbetsförmedlingen tillhör nu drygt 75 procent någon av dessa grupper.³³ Även framöver väntas de flesta personer som träder in i arbetskraften ha en jämförelsevis svag anknytning till den svenska arbetsmarknaden.

Lönerna ökar i snabbare takt

Löneökningstakten har de senaste två åren varit runt 2,5 procent. Detta är en ovanligt långsam ökningstakt i förhållande till de senaste årens starka konjunkturläge och utvecklingen kan delvis förklaras av den låga produktivitetstillväxten.

Flera faktorer talar för att löneökningstakten stiger framöver. Arbetsmarknaden har varit stark i flera år och inflationen har ökat och varit nära målet de senaste åren. Även produktivitetstillväxten har stigit och denna utveckling väntas fortsätta under kommande år. Dessutom har löneökningstakten i omvärlden tilltagit. I olika modeller, där löneökningstakten förklaras av resursutnyttjandet, produktiviteten, vinstandelen i ekonomin och ökningstakten i omvärldslönerna, prognostiseras en stigande löneökningstakt. Riksbankens prognos ligger ungefär i linje med modellprognoserna (se diagram 4:12). Tillväxttakten i reallönerna, som länge har varit låg sett i ett historiskt perspektiv, väntas öka i och med att den nominella löneökningstakten stiger (se diagram 4:13).

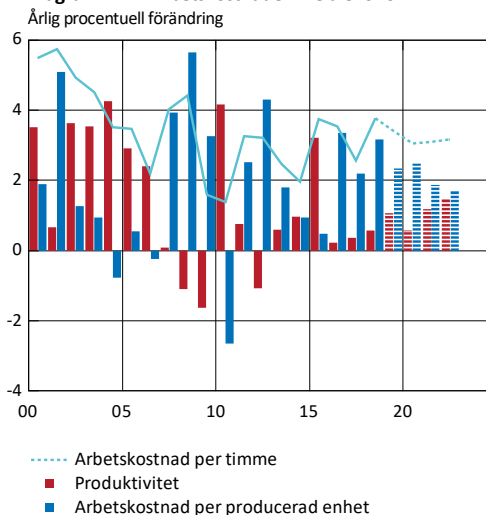
Trots måttliga löneökningar har arbetskostnaderna per producerad enhet stigit i en förhållandevis snabb takt de senaste åren. Anledningen är att produktivitetstillväxten varit låg. Framöver väntas arbetskostnaderna per producerad enhet öka ungefär i linje med sitt historiska genomsnitt på 2 procent per år (se diagram 4:14).

Kronan stärks framöver

Efter att ha förstärkts under slutet av 2019 har kronan åter försvagats något i början på året. Riksbanken bedömer att kronan i dagsläget är svagare än vad som motiveras av långsiktiga bestämningsfaktorer och att den därför kommer att stärkas på sikt. Men det är osäkert hur snabbt och i vilken takt detta kommer att ske. Den aktuella prognosen bygger på en

³³ Begreppet arbetslösa med svag konkurrensförmåga omfattar enligt Arbetsförmedlingens definition de arbetslösa personer som tillhör en eller fler av följande kategorier: de som saknar gymnasieutbildning, som är födda utanför Europa, som har ett funktionshinder eller som är i åldrarna 55–64 år.

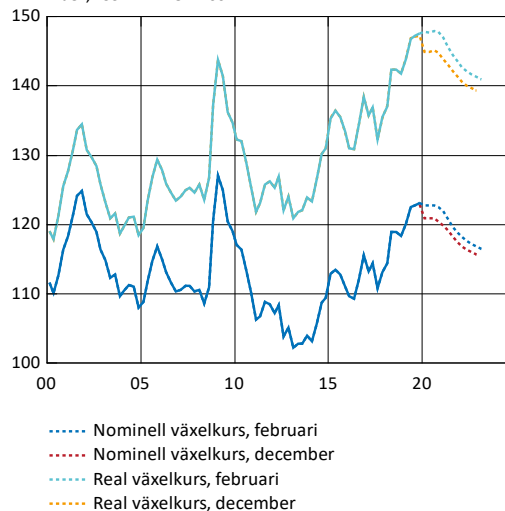
Diagram 4:14. Arbetskostnader i hela ekonomin



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:15. Nominell och real växelkurs, KIX

Index, 1992–11–18 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt av valutor i de länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. Real växelkurs är beräknad med KPIF för Sverige och KPI för andra länder.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

bedömning där kronan varken förstärks eller försvagas det närmaste året. Därefter väntas en gradvis förstärkning av växelkursen i likhet med bedömningen i den penningpolitiska rapporten från december (se diagram 4:15).

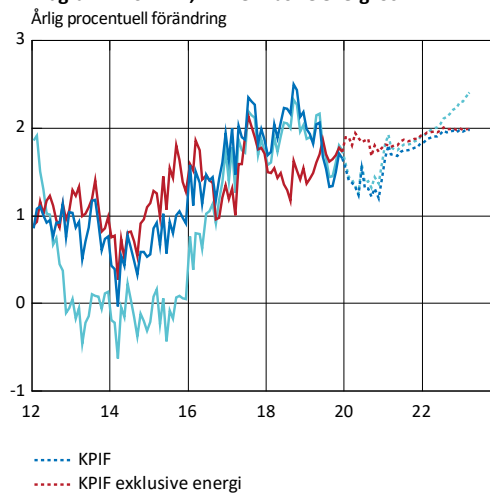
Inflation stiger gradvis mot målet

Efter att ha legat nära Riksbankens mål på 2 procent sedan början av 2017 sjönk KPIF-inflationen under sommaren 2019. Nedgången berodde framför allt på en fallande ökningstakt i energipriserna. Under hösten steg KPIF-inflationen igen (se diagram 4:16), men sedan det penningpolitiska mötet i december har inflationen varit något lägre än förväntat. I december uppgick KPIF-inflationen till 1,7 procent och samma ökningstakt uppmättes i KPIF exklusive energi. Medianen för de olika mått på underliggande inflation som Riksbanken följer ligger på 1,8 procent.

KPIF-inflationen sjunker något under 2020. Det förklaras främst av att energipriserna faller. Samtidigt avtar kronans effekter på inflationen. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi utvecklas mer stabilt och väntas fortsätta att variera mellan 1,7 och 1,9 procent under året (se diagram 4:17). De priser i KPI som påverkas mest av resursutnyttjandet har under de senaste åren gradvis ökat i en allt snabbare takt. Efterfrågan i svensk ekonomi har varit hög under en lång period och den inhemska efterfrågan väntas åter stärkas mot slutet av prognosperioden. Framöver bidrar också en stigande löneökningstakt och en högre omvärldsinflation till att KPIF exklusive energi stiger i en takt som är nära 2 procent. De kommande åren ökar dessutom energipriserna snabbare och detta bidrar också till bedömningen att KPIF-inflationen är nära målet på 2 procent vid prognosperiodens slut (se diagram 4:16 och diagram 4:18).

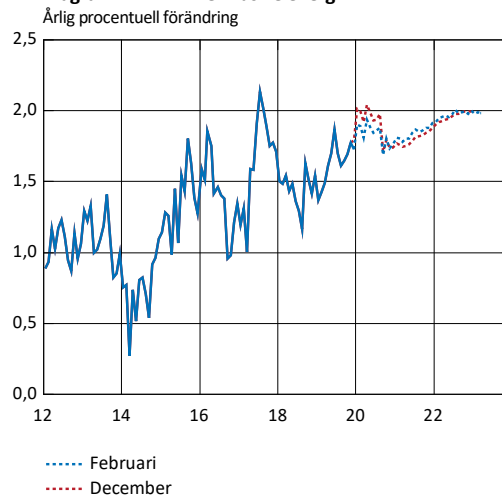
Jämfört med bedömningen i december väntas inflationen bli lägre i år. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi är något lägre 2020, framför allt beroende på att utfallen i slutet av 2019 blev något lägre än förväntat. Dessutom är energipriserna nedreviderade och väntas nu bli betydligt lägre, jämfört med prognosen i december. Den ovanligt milda vintern är en viktig orsak till att elpriserna har fallit på sista tiden (se diagram 4:18). Detta innebär i sin tur att prognosen för KPIF-inflationen är tydligt nedreviderad för i år.

Diagram 4:16. KPIF, KPIF exklusive energi och KPI



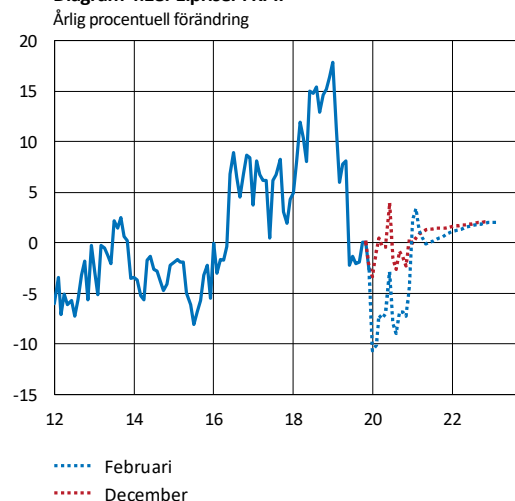
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:17. KPIF exklusive energi



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:18. Elpriser i KPIF



Anm. Elpriser har en vikt på cirka 4 procent i KPIF.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2019 kv4	2020 kv1	2020 kv2	2021 kv1	2022 kv1	2023 kv1
Reporänta	-0,25 (-0,25)	-0,02 (-0,02)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,18

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2018	2019	2020	2021	2022
KPIF	2,1 (2,1)	1,7 (1,7)	1,3 (1,7)	1,7 (1,7)	1,9 (1,9)
KPIF exkl. energi	1,4 (1,4)	1,6 (1,6)	1,8 (1,9)	1,8 (1,8)	2,0 (2,0)
KPI	2,0 (2,0)	1,8 (1,8)	1,4 (1,8)	1,8 (1,8)	2,1 (2,1)
HIKP	2,0 (2,0)	1,7 (1,7)	1,4 (1,8)	1,7 (1,7)	1,9 (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

	2018	2019	2020	2021	2022
Reporänta	-0,5 (-0,5)	-0,3 (-0,3)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,1 (0,1)
10-årsränta	0,7 (0,7)	0,1 (0,1)	0,2 (0,3)	0,6 (0,7)	1,0 (1,1)
Växelkurs, KIX, 1992–11–18 = 100	117,6 (117,6)	122,1 (122,1)	122,7 (120,8)	120,3 (118,6)	117,5 (116,3)
Offentligt finansiellt sparande*	0,8 (0,8)	0,3 (0,3)	0,0 (0,0)	-0,1 (-0,1)	-0,1 (-0,1)

* Procent av BNP.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2018	2019	2020	2021	2022
Euroområdet	0,11	0,49	1,9 (1,9)	1,2 (1,2)	1,1 (1,2)	1,4 (1,3)	1,3 (1,3)
USA	0,15	0,08	2,9 (2,9)	2,3 (2,3)	1,8 (1,8)	1,9 (1,7)	1,8 (1,7)
Japan	0,04	0,02	0,3 (0,3)	1,0 (1,0)	0,2 (0,3)	0,6 (0,5)	0,6 (0,6)
Kina	0,19	0,09	6,7 (6,7)	6,1 (6,1)	5,6 (5,9)	5,9 (5,8)	5,8 (5,8)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,6 (2,6)	2,0 (2,0)	1,9 (1,9)	2,1 (2,0)	2,0 (2,0)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,6 (3,6)	3,0 (3,0)	3,2 (3,3)	3,6 (3,5)	3,6 (3,6)

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen för 2019 enligt IMF. KIX-vikter avser vikter i Riksbankens kronindex (KIX) för 2020.

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 senaste fem åren.

KPI	2018	2019	2020	2021	2022
Euroområdet (HIKP)	1,8 (1,8)	1,2 (1,2)	1,2 (1,2)	1,3 (1,3)	1,6 (1,6)
USA	2,4 (2,4)	1,8 (1,8)	2,3 (2,3)	2,2 (2,2)	2,2 (2,2)
Japan	1,0 (1,0)	0,5 (0,6)	0,7 (0,8)	0,8 (0,9)	0,9 (1,0)
KIX-vägd	2,2 (2,2)	1,8 (1,8)	1,9 (1,8)	1,9 (1,9)	2,1 (2,1)

	2018	2019	2020	2021	2022
Styrränta i omvärlden, procent	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Råoljepris, USD/fat Brent	71,5 (71,5)	64,1 (63,9)	59,9 (60,3)	56,7 (57,8)	55,7 (56,9)
Svensk exportmarknad	3,6 (3,6)	2,6 (2,8)	3,0 (3,1)	3,3 (3,2)	3,3 (3,2)

Anm. Styrränta i omvärlden avser en sammanvägning av styrräntor i USA, euroområdet (EONIA), Norge och Storbritannien.

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

Tabell 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2018	2019	2020	2021	2022
Hushållens konsumtion	1,7 (1,7)	1,0 (1,0)	1,9 (1,9)	1,8 (2,0)	2,0 (2,0)
Offentlig konsumtion	0,4 (0,4)	0,4 (0,4)	1,0 (0,7)	1,0 (1,0)	0,9 (0,9)
Fasta bruttoinvesteringar	4,2 (4,2)	-1,3 (-1,2)	-0,2 (0,3)	1,7 (1,7)	2,5 (2,2)
Lagerinvesteringar*	0,4 (0,4)	-0,3 (-0,3)	-0,5 (-0,3)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	3,2 (3,2)	4,5 (4,7)	2,3 (3,0)	3,3 (3,1)	3,3 (3,2)
Import	3,6 (3,6)	1,9 (2,2)	1,0 (2,4)	3,0 (3,1)	3,1 (2,9)
BNP	2,2 (2,2)	1,2 (1,1)	1,3 (1,2)	1,8 (1,7)	2,0 (1,9)
BNP, kalenderkorrigerad	2,3 (2,3)	1,2 (1,2)	1,0 (1,0)	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	1,9 (1,9)	0,2 (0,2)	1,1 (1,1)	1,5 (1,6)	1,8 (1,7)
Nettoexport*	-0,1 (-0,1)	1,3 (1,2)	0,7 (0,4)	0,3 (0,1)	0,2 (0,2)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	2,7 (2,7)	4,2 (4,2)	4,7 (4,4)	4,8 (4,3)	4,8 (4,4)

* 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

	2018	2019	2020	2021	2022
Folkmängd, 15–74 år	0,8 (0,8)	0,7 (0,7)	0,5 (0,5)	0,4 (0,4)	0,4 (0,4)
Potentiellt arbetade timmar	0,9 (0,9)	0,8 (0,8)	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)	0,6 (0,6)
Potentiell BNP	1,9 (1,8)	1,8 (1,8)	1,7 (1,7)	1,7 (1,7)	1,7 (1,7)
BNP, kalenderkorrigerad	2,3 (2,3)	1,2 (1,2)	1,0 (1,0)	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,8 (1,8)	0,1 (0,0)	0,5 (0,3)	0,4 (0,4)	0,5 (0,5)
Sysselsatta, 15–74 år	1,5 (1,5)	0,7 (0,7)	0,6 (0,5)	0,3 (0,3)	0,5 (0,4)
Arbetskraft, 15–74 år	1,1 (1,1)	1,1 (1,2)	0,8 (0,6)	0,4 (0,4)	0,5 (0,5)
Arbetslöshet, 15–74 år*	6,3 (6,3)	6,8 (6,8)	7,0 (6,9)	7,1 (7,0)	7,1 (7,1)
BNP-gap**	1,4 (1,6)	0,8 (1,0)	0,2 (0,2)	0,1 (0,1)	0,4 (0,3)
Tim-gap**	1,8 (1,8)	1,1 (1,1)	0,9 (0,7)	0,7 (0,5)	0,7 (0,4)

* Procent av arbetskraften **Avvikelse från Riksbankens bedömda potentiella nivåer, 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

	2018	2019	2020	2021	2022
Timlön, KL	2,5 (2,5)	2,6 (2,6)	2,8 (2,8)	3,0 (3,0)	3,1 (3,1)
Timlön, NR	2,8 (2,8)	3,6 (3,8)	3,0 (2,9)	3,0 (3,0)	3,1 (3,1)
Arbetsgivaravgifter*	0,7 (0,7)	-0,2 (-0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)
Arbetskostnad per timme, NR	3,5 (3,5)	3,5 (3,7)	3,1 (3,0)	3,1 (3,1)	3,2 (3,2)
Produktivitet	0,5 (0,5)	1,1 (1,2)	0,6 (0,7)	1,2 (1,2)	1,5 (1,4)
Arbetskostnad per producerad enhet	3,2 (3,2)	2,3 (2,5)	2,5 (2,3)	1,9 (1,9)	1,7 (1,7)

* Skillnad i ökningstakt mellan arbetskostnad per timme, NR och timlön, NR, 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 2000-1932 (online)