

Penningpolitisk rapport

Juli 2018



Penningpolitisk rapport

Riksbankens penningpolitiska rapport publiceras sex gånger om året. Rapporten beskriver de överväganden Riksbanken gjort när man kommit fram till vad som är en lämplig penningpolitik.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 2 juli 2018. Rapporten går att ladda ned i pdf-format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se där det också finns mer information om Riksbanken.

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

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISK STRATEGI

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

BESLUTSPROCESSEN

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

PRESENTATION AV PENNINGPOLITISKT BESLUT

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

Innehåll

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar	5
Svensk inflation vid målet, osäker omvärld	5
Den aktuella penningpolitiken	7
Osäkerhet och risker	9
FÖRDJUPNING – Phillipskurvan och penningpolitiken	13
KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden	17
Utvecklingen internationellt	17
Finansiella förhållanden i Sverige	19
KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget	22
Inflation i Sverige	22
Global och svensk konjunktur	23
KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna	27
Omvärlden	27
Sverige	29
Tabeller	34

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden är fortsatt gynnsam. De samlade utsikterna för den globala konjunkturen är i stort sett oförändrade sedan den penningpolitiska rapporten i april, även om osäkerheten har ökat till följd av bland annat utökade handelsrestriktioner och den ekonomisk-politiska utvecklingen i Italien. I Sverige är den ekonomiska aktiviteten hög, arbetsmarknaden alltjämt stark och inflationen vid målet. Kronans växelkurs har utvecklats svagare än väntat och tillsammans med snabbare energiprisökningar bidrar detta till högre inflation det närmaste året jämfört med tidigare bedömning. Men på längre sikt är prognosen för KPIF-inflationen oförändrad.

En viktig förutsättning för att inflationen ska förbli nära 2 procent är att penningpolitiken fortsätter att vara expansiv. Det understryks av att mått på underliggande inflation, som ger en indikation om vart inflationen är på väg på lite sikt, tyder på att inflationstrycket fortfarande är måttligt. Direktionen har därför beslutat att behålla reporäntan oförändrad på –0,50 procent. Även prognosen för reporäntan är oförändrad och indikerar som tidigare att långsamma höjningar av reporäntan inleds mot slutet av året. Återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen fortsätter tillsvidare, enligt tidigare beslut. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Svensk inflation vid målet, osäker omvärld

BNP-tillväxten i omvärlden (sammanvägd med vikterna i kronindex, KIX) var nästan 3 procent i fjol och konjunkturen har förbättrats i de flesta länder. Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden är fortsatt gynnsam även om 2018 inleds med något svagare tillväxttakter. Uppgången i världshandeln, liksom förtroendet bland hushåll och företag, har dämpats något från höga nivåer, men denna utveckling bedöms delvis vara en effekt av tillfälliga faktorer och inte ett tecken på en tydligt försämrade konjunktur. Osäkerheten har dock ökat till följd av bland annat utökade handelsrestriktioner och den ekonomisk-politiska utvecklingen i Italien, vilket också har orsakat fluktuationer på finansiella marknader den senaste tiden. I en miljö där räntorna i omvärlden är på väg upp finns även osäkerhet kring utvecklingen i flera tillväxtekonomier. Så här långt bedöms den ökade osäkerheten endast ha haft marginella effekter på den globala ekonomin. Hur dessa risker kan påverka utvecklingen framöver är dock svårt att kvantifiera i en prognos.

Ett högre oljepris har under det första halvåret 2018 bidragit till en stigande inflation både i Sverige och i stora delar av omvärlden. Mått på underliggande inflation är dock dämpade och även om den globala inflationen väntas stiga något bedöms den förbli relativt måttlig kommande år. Detta är en viktig anledning till att normaliseringen av omvärldens penningpolitik sker långsamt – även om centralbankerna befinner sig i olika faser. Den amerikanska centralbanken gör

Tabell 1.1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Den internationella konjunkturen förstärks men osäkerheten har ökat. Måttlig uppgång i den globala inflationen och långsam normalisering av penningpolitiken i omvärlden.
Kronans växelkurs väntas stärkas gradvis under de närmaste åren.
Resursutnyttjandet i Sverige fortsatt högre än normalt.
Inflationsförväntningarna förenliga med inflationsmålet, KPIF-inflationen nära 2 procent men måttlig underliggande inflation.
Slutsats: För att inflationen ska vara nära målet även framöver behöver penningpolitiken vara fortsatt expansiv. Reporäntan behålls oförändrad på –0,50 procent och liksom i april väntas långsamma höjningar av reporäntan inledas mot slutet av året. Återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar i Riksbankens obligationsportfölj fortsätter. Mandatet som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden förlängs.

Tabell 1.2.

Viktiga prognosrevideringar
Högre oljepriser framöver i linje med terminprissättningen.
Svagare krona under hela prognosperioden.
Högre inflation det närmaste året till följd av snabbare öknings-takt i energipriserna och en svagare krona.

penningpolitiken successivt mindre expansiv med styrräntehöjningar och nedtrappning av tillgångsinnehavet medan den Europeiska centralbanken (ECB) fortfarande utökar sitt tillgångsinnehav. ECB har kommunicerat att den förväntar sig att nettotillgångsköpen avslutas i december, men att styrräntorna kommer att ligga kvar på nuvarande nivåer åtminstone över sommaren 2019. Marknadsprissättningen har därför justerats så att ECB förväntas höja sin styrränta något senare och i en långsammare takt de kommande åren, jämfört med i april. De finansiella förhållandena i omvärlden liksom i Sverige är alltjämt expansiva och hushåll och företag möter fortsatt låga räntor.

Det svenska konjunkturläget är starkt och tillväxten har varit hög under flera år (se diagram 1:2). Mycket låga räntor och en god utveckling på svenska exportmarknader har bidragit till detta. Gynnsamma finansieringsvillkor har också medverkat till ett kraftigt ökat bostadsbyggande. I prognosen väntas BNP-tillväxten i omvärlden minska till en takt mer i linje med en långsiktig trend samtidigt som bostadsbyggandet i Sverige faller. Detta innebär att också den svenska tillväxten dämpas de närmaste åren till historiskt mer normala tillväxttakter. Sammantaget väntas BNP växa med drygt 2,5 procent i år för att därefter öka med ungefär 2 procent per år 2019 och 2020.

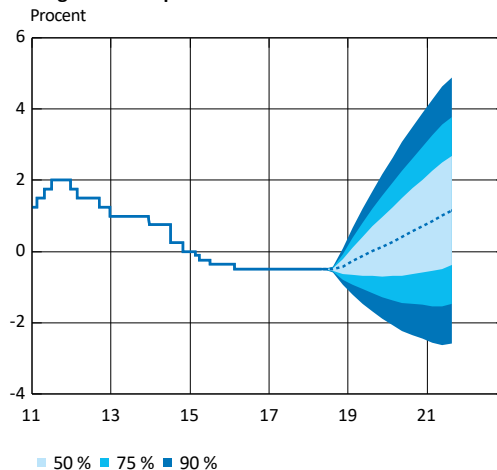
Utvecklingen på arbetsmarknaden har varit mycket stark i flera år. Utbudet av arbetskraft har ökat snabbt vilket är ett resultat av både hög tillväxt i befolkningen och en uppgång i arbetskraftsdeltagandet. Sysselsättningsgraden har stigit och arbetslösheten har fallit i nästan fem år. Arbetslösheten uppgick i maj till 6,1 procent, säsongrensat. Inflödet i befolkningen och arbetskraften består fortsatt till stor del av personer som sannolikt kommer att ha en relativt svag anknytning till arbetsmarknaden. Exempelvis handlar det i många fall om personer som saknar gymnasieutbildning. För att ytterligare minska arbetslösheten tydligt krävs därför en mängd olika ekonomisk-politiska åtgärder utöver den expansiva penningpolitiken. Riksbanken bedömer att arbetslösheten kommer att stiga något de kommande åren.

Resursutnyttjandet bedöms vara högre än normalt. Höga bristtal och långa rekryteringstider tyder på att det är besvärligt för företag att få tag på den arbetskraft de efterfrågar. Sammantaget bedöms resursutnyttjandet på arbetsmarknaden, och i ekonomin som helhet, stiga ytterligare i år och fortsatt vara högre än normalt de kommande åren. Det höga resursutnyttjandet på arbetsmarknaden har bidragit till att löneökningstakten börjat stiga och detta väntas fortsätta framöver.²

Det har skett en trendmässig uppgång i inflationen under senare år (se diagram 1:3). Uppgången bedöms främst bero på att resursutnyttjandet har stigit, vilket underlättat för företagen att höja sina priser. En annan faktor som bidragit är att

² För en diskussion om sambandet mellan resursutnyttjandet, löner och inflation, se även fördjupningen "Phillipskurvan och penningpolitiken" i denna rapport.

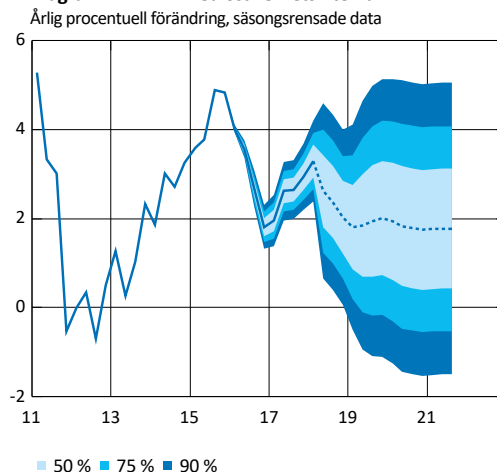
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall



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

Källa: Riksbanken

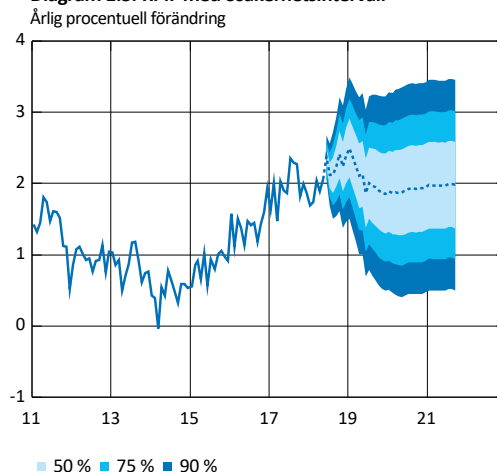
Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

kronan har försvagats, vilket medfört en press uppåt på priserna på importerade varor och tjänster. Under de kommande åren väntas stigande inflation i omvärlden och det höga resursutnyttjandet i Sverige fortsätta att bidra till inflationstrycket. Samtidigt förutses kronan stärkas gradvis vilket dämpar inflationstakten. De konjunkturella förutsättningarna för inflationsutvecklingen bedöms i stort sett vara oförändrade jämfört med den förra penningpolitiska rapporten samtidigt som kronan väntas vara svagare och energipriserna öka snabbare. Inflationen blir därför något högre det kommande året för att därefter vara ungefär oförändrad jämfört med föregående prognos. Sammantaget bedömer Riksbanken att inflationen kommer att vara nära 2 procent de närmaste åren.

Den aktuella penningpolitiken

Riksbankens penningpolitik med en negativ styrränta och omfattande köp av statsobligationer har haft ett tydligt genomslag på korta och långa marknadsräntor och på kronans växelkurs.³ Sedan 2014 har inflationen stigit och under det senaste året har den varit nära målet. Inflationsförväntningarna har också stigit, på både kort och lång sikt, och är även de nära 2 procent (se diagram 3:5). Penningpolitiken har också bidragit till att konjunkturen är stark och att arbetslösheten har fallit tillbaka.

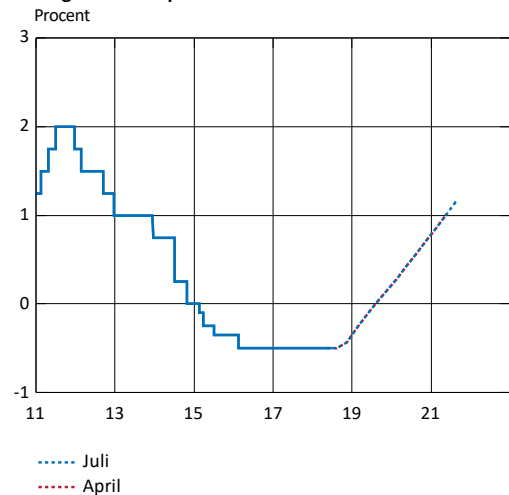
Expansiv penningpolitik för en inflation vid målet även framöver

I kortsiktindikatorer avspeglas vissa frågetecken om styrkan i omvärldskonjunkturen den närmaste tiden. Men konjunkturen har fortsatt att stärkas både i Sverige och i omvärlden och de samlade konjunkturutsikterna är i stort sett oförändrade. Inflationen har blivit något högre än väntat och till följd av snabbt stigande energipriser och en svagare krona är prognosen för KPIF-inflationen uppreviderad det närmaste året till strax över 2 procent. På lite sikt är prognosen för inflationen oförändrad.

Hur kronan utvecklas har betydelse för inflationen. Växelkursen väntas stärkas gradvis de kommande åren men det råder osäkerhet kring prognosen. Det är viktigt att kronans växelkurs utvecklas på ett sätt som är förenligt med att inflationen förblir nära målet.

Mått på underliggande inflation, som ger en indikation om vart inflationen är på väg på lite sikt, tyder på att inflationsstrycket fortfarande är måttligt. För att inflationen ska förbli nära 2 procent är det viktigt att konjunkturen fortsätter att vara stark och sätter avtryck i prisökningarna. Penningpolitiken behöver därför även fortsatt vara expansiv och direktionen har beslutat att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Även prognosen för reporäntan är oförändrad

Diagram 1:4. Reporänta



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

Inflationsmålet och mått på underliggande inflation

Inflationsmålet är formulerat i termer av KPIF, och penningpolitiken inriktas normalt på att inflationen ska vara nära målet på ett par års sikt. Därför baseras penningpolitiken på prognoser för KPIF-inflationen. Inflationen påverkas hela tiden av tillfälliga prisrörelser, som har liten betydelse för inflationsutvecklingen längre fram. För att få en bättre förståelse för den mer trendmässiga, eller underliggande, inflationen analyserar Riksbanken också andra inflationsmått än KPIF. Mått på underliggande inflation ger en indikation om vart inflationen är på väg på lite sikt.

Många centralbanker använder mått på underliggande inflation i sin analys och kommunikation men det finns ingen entydig definition av detta begrepp. Det är vanligt att konstruera mått på underliggande inflation genom att rensa bort enskilda komponenter, vars prisförändringar bedöms vara tillfälliga, från det ordinarie inflationsmättet. Eftersom dessa tillfälliga variationer tenderar att ta ut varandra över tid får man då en jämnare tidsserie som kan avspegla underliggande inflation på ett bättre sätt.

Ett exempel på en komponent, som ofta varierar kraftigt och därmed får ett stort genomslag på den uppmätta inflationen, är energipriser. Förändringar i energipriserna kan dock ibland få effekter på inflationen som inte enbart är tillfälliga. En mer varaktig global förstärkning av konjunkturen leder ofta till trendmässigt högre energipriser. En ökning i energipriserna kan även resultera i högre priser på andra produkter, och därigenom så småningom också påverka löner och inflationsförväntningar. Precis som andra mått på underliggande inflation bör ett mått som exkluderar energipriser därför ses enbart som en indikator.

Andra sätt att mäta underliggande inflation är att med hjälp av statistiska metoder systematiskt exkludera eller minska betydelsen av priser som historiskt har visat sig variera kraftigt. De av Riksbanken publicerade mätten TRIM85 och UND24 är exempel på detta men Riksbanken beräknar även regelbundet andra mått.

Inflationen mätt med KPIF har det senaste året legat nära målet på 2 procent medan flera mått på underliggande inflation vände ner under det andra halvåret i fjol. Detta ser Riksbanken som en indikation på att den trendmässiga inflationen är lägre än KPIF-inflationen och att det behövs en fortsatt expansiv penningpolitik för att inflationstakten mätt med KPIF ska förbli nära 2 procent framöver.

³ Se fördjupningen "Penningpolitikens effekt på finansiella variabler" i Penningpolitisk rapport april 2017.

och indikerar att långsamma höjningar inleds mot slutet av året (se diagram 1:4). Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken innebär att återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen ska fortsätta en tid även efter att reporäntan börjat höjas.⁴

Riksbankens innehav av statsobligationer uppgick i slutet av juni till cirka 330 miljarder kronor i nominellt belopp (se diagram 1:5).⁵ Tillsviare återinvesteras förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen. I december 2017 beslutade direktionen att tidigarelägga återinvesteringarna av de stora förfall som sker under första halvåret 2019.

Riksbanken inledde återinvesteringarna redan i januari och dessa kommer att pågå fram till och med första halvåret 2019 (se diagram 1:6). Detta innebär att Riksbankens innehav av statsobligationer ökar tillfälligt under 2018 och början av 2019.

Direktionen har också fattat beslut om att förlänga det mandat som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden till februari 2019. Inflationen är nära målet på 2 procent och kronans växelkurs har försvagats det senaste året. Men under de kommande åren väntas den stärkas (se diagram 1:7) och växelkursen är fortfarande en källa till osäkerhet vad gäller inflationsutvecklingen. En alltför snabb kronförstärkning skulle göra det svårare för Riksbanken att stabilisera inflationen.

Penningpolitiken är, precis som på flera andra håll i världen, expansiv och kommer att förbli så de kommande åren. Till exempel väntas den reala reporäntan vara negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:8).

Penningpolitiska överväganden

Utvecklingen i svensk ekonomi fortsätter att vara stark med ett resursutnyttjande som är högre än normalt och en KPIF-inflation som varit nära 2 procent en tid. Inflationsförväntningarna på både kort och lång sikt är också förenliga med inflationsmålet. Jämfört med den penningpolitiska rapporten i april väntas nu inflationen bli högre det närmaste året och ligga strax över målet (se diagram 1:9). Detta skulle kunna tala för att göra penningpolitiken något mindre expansiv, till exempel genom att höja reporäntan lite tidigare än i Riksbankens prognos.

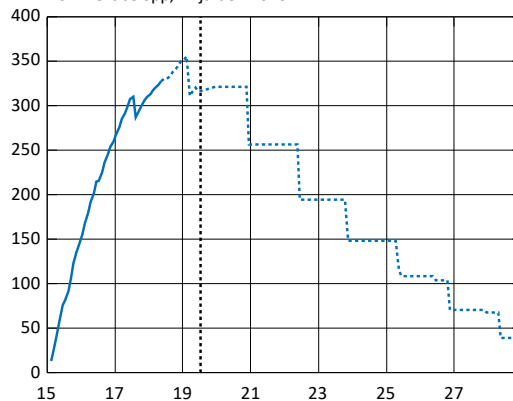
Men det har tagit lång tid att få upp inflationen och inflationsförväntningarna och det finns också faktorer som skulle kunna tala för att göra penningpolitiken något mer expansiv, till exempel genom att senarelägga reporäntehöjningarna. Osäkerheten kring utvecklingen i omvärlden, särskilt om handelsförhållanden, har ökat och förväntningarna har skiftat mot en något mer expansiv penningpolitik i euroområdet. Om penningpolitiken i Sverige skulle normaliseras

⁴ Se fördjupningen "Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport december 2017.

⁵ I innehavet ingår, utöver de köp som skett sedan 2015, även den portfölj som byggdes upp under 2012 samt återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar.

Diagram 1:5. Riksbankens innehav av statsobligationer

Nominellt belopp, miljarder kronor

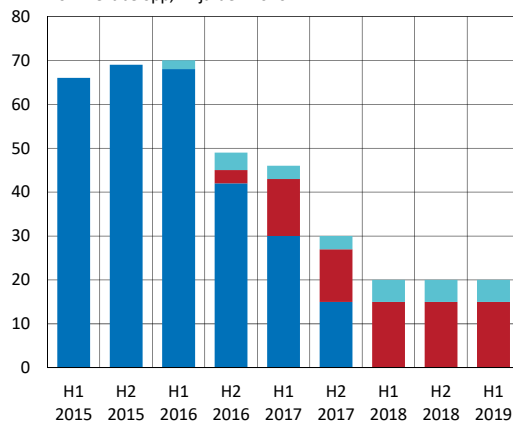


Anm. Prognos fram till juni 2019, därefter en teknisk framskrivning under antagandet att inga ytterligare återinvesteringar görs. Utvecklingen för innehavet påverkas också till viss del av obligationernas marknadspriser och vilka obligationer Riksbanken väljer att återinvestera i. Vertikala linjen markerar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

Källa: Riksbanken

Diagram 1:6. Riksbankens köp och återinvesteringar

Nominellt belopp, miljarder kronor



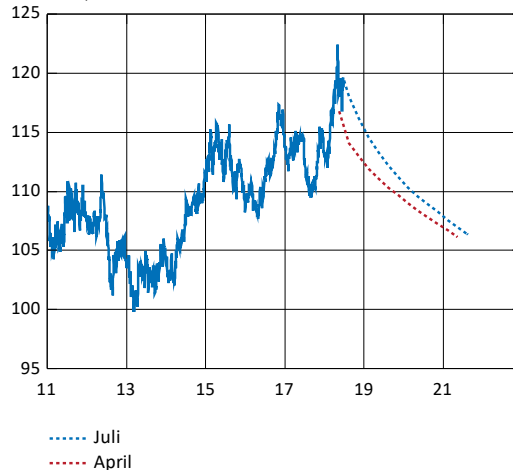
■ Nya köp
■ Återinvesteringar förfall
■ Återinvesteringar kuponger

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

Källa: Riksbanken

Diagram 1:7. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100



--- Juli
--- April

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

Källor: Nationella källor och Riksbanken

för tidigt skulle detta kunna leda till en snabbare kronförstärkning och lägre inflation.

Sammantaget bedömer direktionen att det är lämpligt att behålla penningpolitiken oförändrad. Liksom tidigare tyder löneökningstakten och olika mått på underliggande inflation på att inflationstrycket i ekonomin är måttligt. Penningpolitiken behöver därför gå försiktigt fram för att inflationen ska förbli nära målet. Till bilden hör att upprevideringen av prognosen i det kortare perspektivet främst hänger samman med att energipriserna tillfälligtvis ökar snabbare. Och på lite sikt är inflationsprognosen oförändrad. Reporäntan lämnas därför oförändrad på -0,50 procent och liksom i april indikerar prognosen för reporäntan att långsamma höjningar kommer att inledas mot slutet av året. Om förutsättningarna för inflationen skulle ändras, så att den blir högre eller lägre, har direktionen beredskap att anpassa penningpolitiken.

Osäkerhet och risker

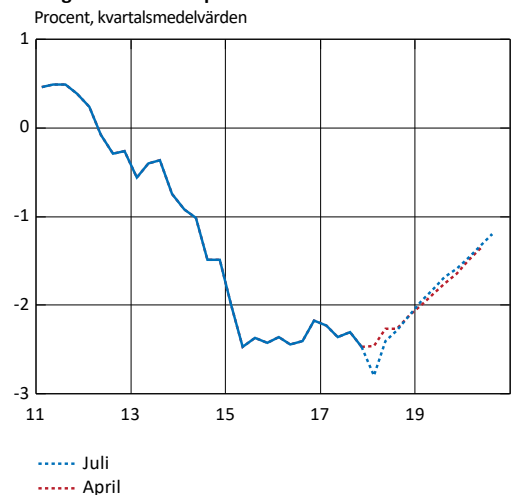
Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra, vilket osäkerhetsintervallen i diagram 1:1–1:3 illustrerar. I Riksbankens prognoser är riskerna för en bättre respektive sämre utveckling i princip balanserade. Det är dock svårt att bedöma hur sannolika olika framtida händelser är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

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

Osäkerhet kring tillväxten i omvärlden

Utvecklingen i euroområdet, Sveriges viktigaste handelspartner, är fortsatt stark. Riksbankens tidigare prognoser underskattade tillväxten i euroområdet under 2017, vilket illustrerar att en starkare tillväxt än i prognosen inte kan uteslutas. Förtroendet bland hushåll och företag är högt, även om det har dämpats den senaste tiden. Samtidigt har osäkerheten kring prognosen ökat. Det ekonomisk-politiska läget i Italien är en källa till den ökade osäkerheten. Räntorna på italienska statsobligationer steg kraftigt under andra halvan av maj. En av flera förklaringar till ränteuppgången är frågetecken kring hållbarheten i de offentliga finanserna i Italien om finanspolitiken skulle göras mer expansiv och statsskulden återigen skulle öka snabbare än BNP (se diagram 1:10).⁶ Denna utveckling skulle i värsta fall kunna ha konsekvenser för eurosamarbetet. En annan relaterad faktor som förklarar ränteuppgången är kopplingen till de italienska bankerna,

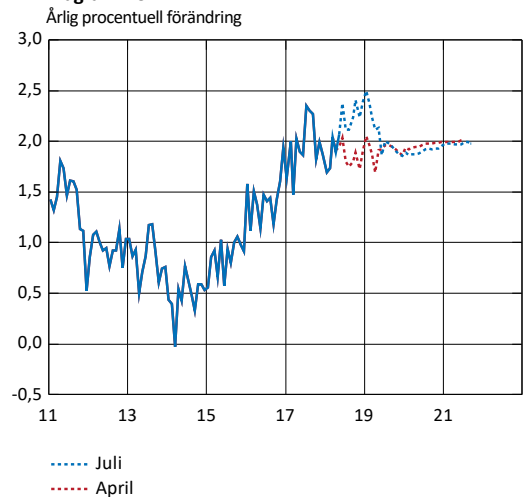
Diagram 1:8. Real reporänta



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

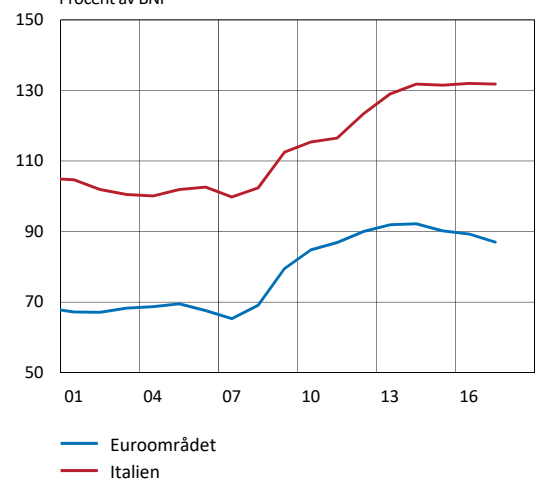
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:9. KPIF



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:10. Offentlig bruttoskuld i Italien och euroområdet
Procent av BNP



Anm. Avser konsoliderad bruttoskuld i offentlig sektor (Maastrichtskuld).

Källa: Eurostat

⁶ För en diskussion om vilka faktorer som påverkar bedömningen av hållbarheten i ett lands offentliga finanser, se fördjupningen "Hållbar utveckling av statsskuld?" i Penningpolitisk rapport, juli 2011.

som har betydande innehav av inhemska statsobligationer. Institutionerna för att hantera banker med problem i euroområdet är dock bättre rustade idag än då den europeiska skuldkrisen utbröt hösten 2011. När det gäller andra europeiska risker kvarstår sedan tidigare osäkerheten kring de ekonomiska effekterna av Storbritanniens utträde ur EU.

Den senaste tidens upptrappade handelskonflikt mellan USA och andra länder har ökat osäkerheten kring utsikterna för världshandeln och den internationella tillväxten. Om konflikten trappas upp ytterligare eller sprider sig till ännu fler länder riskerar effekterna på tillväxten i omvärlden att bli större.⁷

Det finns även osäkerhet kring utvecklingen i flera tillväxtekonomier. Hög inflation, stora underskott i bytesbalansen och politiska risker medför sårbarheter för dessa länder i en miljö där räntorna i omvärlden är på väg upp samtidigt som den amerikanska dollarn förstärks.

Osäkerhet kring inflationen i omvärlden

Trots att konjunkturen har stärkts är inflationen fortsatt låg i många länder. Mot bakgrund av detta innebär Riksbankens prognos att det stigande resursutnyttjandet i omvärlden endast gradvis sätter avtryck i inflationen, som därmed beräknas stiga i långsam takt. Men det går inte att utesluta att sambandet mellan resursutnyttjandet och inflationen har försvagats på ett mer varaktigt sätt, så att inflationen stiger ännu långsammare. Skulle å andra sidan inflationen visa sig följa historiskt normala samband med resursutnyttjandet skulle inflationen i omvärlden istället kunna bli högre än i Riksbankens prognos.

Den senaste tidens stigande oljepriser har lett till att prognosen för inflationen i omvärlden reviderats upp i närtid men inte på längre sikt. Det går inte att utesluta att oljepriset fortsätter att stiga eller har mer långvariga effekter på inflationen i omvärlden. Även detta är en faktor som skulle kunna innebära att inflationen i omvärlden blir högre än i Riksbankens prognos.

Bostadsmarknaden medför risker för tillväxten i Sverige

Riksbanken har länge diskuterat riskerna på den svenska bostadsmarknaden. Sedan hösten 2017 har bostadspriserna fallit i Sverige, men prisfallet har hejdats den senaste tiden (se diagram 1:11). Liksom tidigare bedömer Riksbanken att priserna är på väg att stabiliseras för att sedan stiga i måttlig takt framöver. Men de lägre bostadspriserna bedöms ändå innebära att bostadsinvesteringarna och BNP-tillväxten dämpas, framförallt 2019. Det finns nu också tecken på att förtroendet bland svenska hushåll har påverkats något negativt av avmattningen på bostadsmarknaden (se diagram 3:8). Dämpningen som hittills skett bedöms ändå inte ha några betydande effekter på konsumtionsutvecklingen de kommande åren.

Sidoeffekter av penningpolitiken

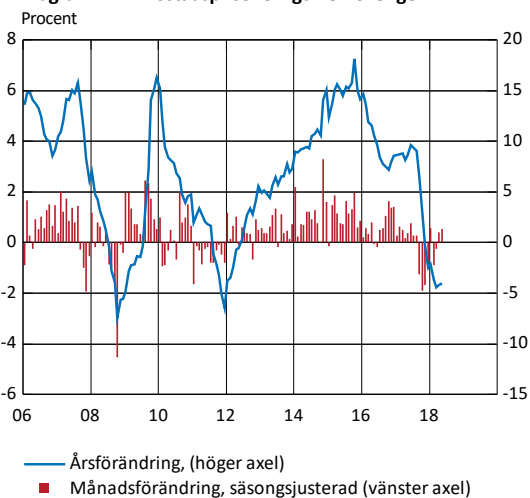
Det finns farhågor för att det kan uppstå oönskade sidoeffekter av den penningpolitik som bedrivits de senaste åren. Riksbanken analyserar kontinuerligt effekterna av den negativa reporäntan och de omfattande obligationsköpen.

De svenska bankernas lönsamhet har de senaste åren varit hög och stabil trots låga och negativa räntor. De negativa räntorna förefaller inte heller ha lett till ökad efterfrågan på kontanter; efterfrågan är tvärtom lägre än när reporäntan först blev negativ. Det är fortfarande bara en mindre del av inlåningen som sker till negativa räntor och då endast från vissa företag och delar av offentlig sektor.

En ytterligare möjlig sidoeffekt av låga och negativa räntor är att de kan skapa incitament till ett för stort risktagande i ekonomin. Tillgångar kan bli övervärderade, risker felaktigt prissatta och olika aktörers skuldsättning kan öka på ett ohållbart sätt. Under en lång tid har uppgången i de svenska hushållens skuldsättning oroat. Det är därför angeläget att på olika sätt öka hushållens motståndskraft och begränsa riskerna med hushållens höga skuldsättning.

En annan möjlig sidoeffekt är att de finansiella marknadernas funktionssätt försämras av negativ ränta och statsobligationsköp. Hittills har marknaderna kunnat hantera negativ ränta utan några större friktioner. Omsättningen på statsobligationsmarknaden har sjunkit de senaste åren vilket till en del kan ha att göra med att Riksbankens obligationsköp har inneburit att volymen obligationer som är tillgänglig för handel på marknaden har minskat. Men andra omständigheter, som till exempel nya finansiella regleringar, kan också ha påverkat omsättningen. Jämfört med föregående år uppger marknadsgaranterna på statsobligationsmarknaden att marknadslikviditeten har försämrats medan svenska och utländska investerare bedömer att den inte förändrats nämnvärt. Riksbanken följer utvecklingen noga, bland annat genom återkommande kontakter med berörda aktörer.

Diagram 1:11. Bostadspriser enligt HOX Sverige



Källor: Valueguard och Riksbanken

⁷ Se marginalrutan "Ökade handelshinder och Riksbankens prognos: en uppdatering" i denna rapport, kapitel 4.

Osäkerheten kring prisutvecklingen på bostadsmarknaden är dock stor, och ett större prisfall kan inte uteslutas. Detta skulle kunna dämpa bostadsinvesteringarna betydligt mer än i Riksbankens prognos, och även hushållens konsumtion kan i så fall påverkas tydligt negativt.

Osäkerhet kring inflationsprognosen

Som beskrivs ovan kan inflationen i omvärlden bli såväl högre som lägre än i Riksbankens prognos. Historiska samband talar för att en lägre inflation i omvärlden allt annat lika leder till lägre inflation även i Sverige, och tvärtom när inflationen i omvärlden blir högre.⁸

Den senaste tidens stigande energipriser förväntas bidra till högre inflation det närmaste året i såväl omvärlden som i Sverige. I Riksbankens prognos antas energipriserna öka betydligt långsammare framöver än de gjort den senaste tiden. En risk är att energipriserna ökar snabbare än vad som antas i prognosen eller att de prisuppgångar som redan inträffat får en mer varaktig effekt på inflationen och inflationsförväntningarna.

Förändringar i kronans växelkurs är som alltid svåra att prognostisera. I Riksbankens prognos förutspås en förstärkning av kronan. Om kronan skulle förstärkas snabbare än väntat skulle importpriserna dämpas ytterligare, vilket skulle göra det svårare att stabilisera inflationen kring målet. Problemen skulle kunna bli särskilt allvarliga om förtroendet för inflationsmålet på nytt försvagas genom sjunkande inflationsförväntningar. Kronan kan också visa sig bli svagare än i Riksbankens prognos, såsom har varit fallet i år. Detta skulle i så fall kunna bidra till högre importpriser och en högre inflation än i prognosen.

Tjänstepriserna påverkas i stor utsträckning av det inhemska kostnadstrycket. Att ökningstakten i tjänstepriserna har dämpats illustrerar osäkerheten kring styrkan i kostnadstrycket och den underliggande inflationen. En omständighet som skulle kunna dämpa företagens kostnader är en oväntat svag löneutveckling. Men kostnadstrycket beror även på produktivitetens utveckling och låga löneökningar behöver därför inte betyda att inflationen blir lägre.⁹

Det finns tecken på att lönerna i euroområdet och framförallt i Tyskland nu börjar växa snabbare. Parterna inom den svenska industrin lägger i sina avtalsförhandlingar stor vikt vid konkurrenskraften och kostnadsutvecklingen i omvärlden. Om lönerna ökar snabbare i omvärlden kan detta ge avtryck även på lönebildningen i Sverige.

Det finns därmed ett antal faktorer som skulle kunna leda till både lägre och högre inflation än vad som nu antas, och Riksbanken har beredskap att anpassa penningpolitiken för att inflationen ska vara nära inflationsmålet på 2 procent. Ris-

Risker med för låg inflation

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

Om inflationen under lång tid ligger under inflationsmålet ökar risken för att aktörerna i ekonomin anpassar sina förväntningar och börjar ställa in sig på att inflationen inte ens på längre sikt kommer att nå tillbaka till målet. Det skulle bland annat försämra lönebildningen.

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

⁸ Se exempelvis J. Lindé och A. Reslow, "Tar svenska prognosmakare tillräcklig hänsyn till Sveriges omvärldsberoende?", Penning- och valutapolitik nr 2 2017, Sveriges riksbank.

⁹ Se fördjupningen "Phillipskurvan och penningpolitiken" i denna rapport.

kerna för en allt för låg inflation förtjänar särskilt stor uppmärksamhet eftersom det vid rådande räntenivåer är svårare att hantera en inflation som blir för låg än en som blir för hög.

Riskerna på bostadsmarknaden måste hanteras

Hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna bedöms fortsätta att öka de kommande åren, även om de lägre bostadspriserna gör att ökningen sker i en långsammare takt än de senaste åren (se diagram 1:12).

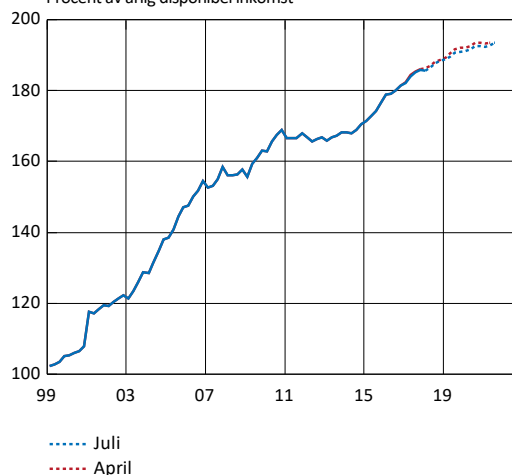
Utöver banklån har många hushåll också indirekta skulder via bostadsrättsföreningarnas lån. Det innebär att ett hushåll som äger en bostadsrätt kan påverkas än mer av stigande räntor. Om föreningen måste höja sina avgifter för att kunna betala på sina banklån, kan hushållet få både höjd månadsavgift och stigande räntekostnader för det egna banklånet.¹⁰

Finansinspektionens beslut om ett skärpt amorteringskrav trädde i kraft i mars. Riksbanken bedömer att detta kommer att bidra till att hushållens motståndskraft ökar något. Samtidigt kvarstår de grundläggande orsakerna till att hushållens skuldsättning har blivit så hög. Dessa har bland annat att göra med långsiktiga strukturella problem på den svenska bostadsmarknaden. Det är därför angeläget att åtgärder vidtas inom bostadspolitiken, skattepolitiken och, vid behov, makrotillsynen för att minska riskerna som är förknippade med hushållens skuldsättning. Politikerna behöver ta ett helhetsgrepp och se över hyresförhandlingssystemet, beskattningen av kapitalvinster vid bostadsförsäljningar samt fastighetsskatten och ränteavdragen.

På senare tid har ett antal nya aktörer börjat etablera sig på den svenska bolånemarknaden. Dessa nya aktörer leder till att konkurrensen på marknaden ökar, och kommer sannolikt att bidra till lägre bolåneräntor. Utvecklingen skulle på så vis också kunna öka efterfrågan på nya bolån och därigenom bidra till ökad skuldsättning bland hushållen. Hur mycket låntagaren får låna beror visserligen även på låntagarens inkomst och andra kreditvillkor. Men bolåneaktörer som inte är banker omfattas idag inte av makrotillsynsåtgärder. Det är därför viktigt att alla framtida bolån, oavsett långivare, omfattas av en gedigen kreditprövning samt av nuvarande och kommande relevant makrotillsynsreglering.¹¹

Diagram 1:12. Hushållens skulder

Procent av årlig disponibel inkomst



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

Källor: SCB och Riksbanken

¹⁰ Se Finansiell stabilitetsrapport 2018:1, Riksbanken.

¹¹ Se fördjupningen "Nya aktörer på bolånemarknaden" i Finansiell stabilitetsrapport 2018:1, Sveriges riksbank.

FÖRDJUPNING – Phillipskurvan och penningpolitiken

Denna fördjupning syftar till att beskriva relationen mellan resursutnyttjandet och inflationen i ljuset av de senaste årens låga löneökningar i Sverige. Sambandet mellan resursutnyttjandet och löneutvecklingen ser ut att ha försvagats i Sverige. Riksbankens prognos utgår fortsatt från att löneutvecklingen med viss fördröjning påverkas av resursutnyttjandet men beaktar att sambandet verkar ha försvagats. Sambandet mellan resursutnyttjandet och inflationen ser däremot inte ut att ha försvagats. Inflationen påverkas av ett flertal faktorer utöver löneökningstakten, bland annat produktivitetstillväxten, energipriserna och växelkursen. Det går därför inte att säga i förväg hur penningpolitiken skulle förändras om löneökningarna blir lägre än prognostiserat.

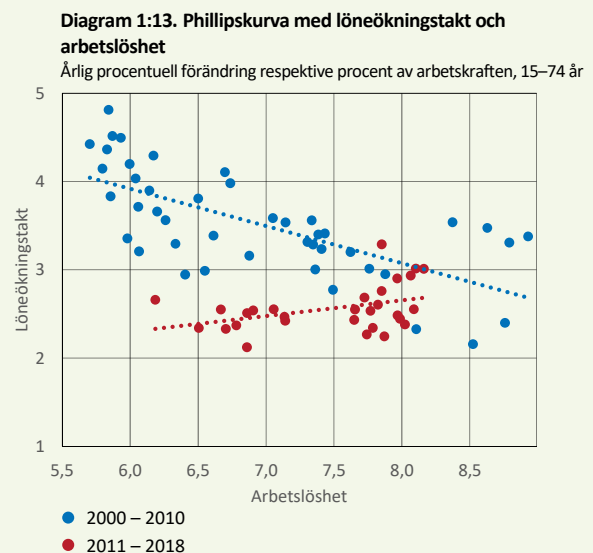
I många länder har löneökningstakten och inflationen varit relativt dämpade de senaste åren, trots att arbetslösheten har minskat och resursutnyttjandet har ökat. Detta har lett till en diskussion om huruvida sambandet mellan utvecklingen av den reala ekonomin och pris- och löneökningstakten har förändrats.¹² De flesta av dessa resonemang utgår från den så kallade Phillipskurvan, som finns i en mängd olika varianter.¹³ Tanken bakom sambandet är att när konjunkturen är stark och arbetslösheten är låg konkurrerar många arbetsgivare om löntagarna, vilket leder till högre löner, snabbare kostnadsökningar och högre inflation.

Debatten kring Phillipskurvan har förts i många olika länder i omvärlden men har också gällt utvecklingen i Sverige. Vissa bedömare har dragit slutsatsen att den svenska Phillipskurvan har brutit samman.¹⁴ Riksbanken har tidigare analyserat och diskuterat sambandet mellan å ena sidan resursutnyttjandet och å andra sidan löneutvecklingen och inflationen.¹⁵ Denna fördjupning syftar till att ytterligare belysa Phillips sambandet i Sverige och penningpolitikens möjligheter att hålla inflationen kring målet mot bakgrund av de senaste årens låga löneökningar.

Hur ser Phillipskurvan ut i Sverige?

Diagram 1:13 visar sambandet mellan lönetillväxten och arbetslösheten i Sverige sedan år 2000. Vi ser tydligt att sambandet är negativt för perioden 2000–2010, enligt en

klassisk Phillipskurva, men att sambandet verkar ha försvagats sedan dess.



Anm. Löner enligt konjunkturlönestatistiken. Blå och röd linje visar skattat regressions samband för perioden 2000–2010 respektive 2011–2018.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 1:14 visar motsvarande samband mellan KPIF-inflationen och arbetslösheten. Sambandet är svagt negativt för perioden 2000–2010 och ser, till skillnad från sambandet mellan löner och arbetslöshet, ut att ha förstärkts något på senare år.¹⁶

¹² Se exempelvis J. Cunliffe, "The Phillips curve: lower, flatter or in hiding?", tal, Bank of England, 14 november 2017, samt O. Blanchard, "The US Phillips Curve: Back to the 60s?", Policy Brief, Peterson Institute, 2016.

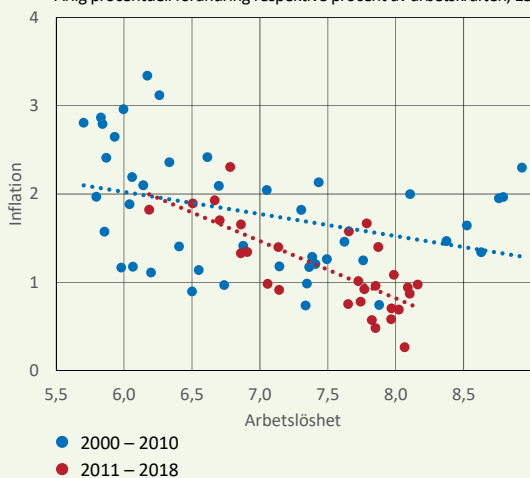
¹³ Phillipskurvan är uppkallad efter William Phillips, som 1958 presenterade en studie som visade ett negativt samband mellan nominella löneökningar och arbetslösheten i Storbritannien 1861–1957. Samuelson och Solow påvisade 1960 på motsvarande sätt ett negativt samband mellan inflationen och arbetslösheten i USA under ungefär samma tidsperiod. Friedmans och Phelps arbeten ifrågasatte ett varaktigt samband mellan inflationen och arbetslösheten och utvecklade den så kallade förväntningsutvidgade Phillipskurvan.

¹⁴ Se exempelvis Industriarbetsgivarna, "Den svenska Phillipskurvan har kortslutits", januari 2017 samt "Strukturella faktorer försvagar Phillips-kurvan", 13 mars 2018.

¹⁵ Se bland annat fördjupningen "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation" i Penningpolitisk rapport oktober 2016, Riksbanken samt fördjupningen "Stark konjunktur men dämpade löneökningar" i Penningpolitisk rapport juli 2017, Riksbanken. Se även P. Jansson, "Den penningpolitiska idédebatten – lärdomar från utvecklingen i Sverige", tal, Sveriges riksbank, 6 december 2017 samt H. Ohlsson, "Om data, samband och ekonomisk-politiska utmaningar", tal, Sveriges riksbank, 29 maj 2018.

¹⁶ Att sambandet inte har försvagats efter krisen var också slutsatsen i fördjupningen "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation" i Penningpolitisk rapport oktober 2016. Se även S. Karlsson och P. Österholm, "A Note on the Stability of the Swedish Phillips Curve", Working Paper 2018:6, Handelshögskolan vid Örebro universitet.

Diagram 1:14. Phillipskurva med inflation och arbetslöshet
Årlig procentuell förändring respektive procent av arbetskraften, 15–74 år

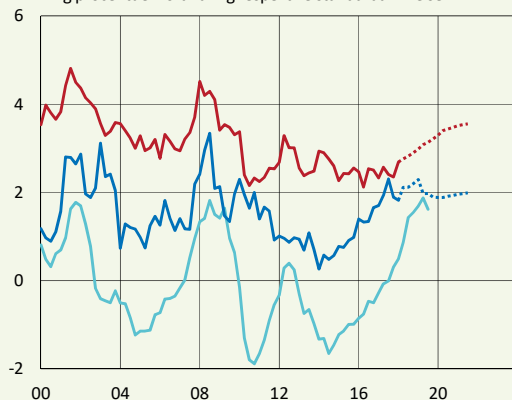


Anm. Inflation avser KPIF. Blå och röd linje visar skattat regressions-samband för perioden 2000–2010 respektive 2011–2018.

Källor: SCB och Riksbanken

I den penningpolitiska analysen använder Riksbanken bredare mått än just arbetslösheten för att bedöma resursutnyttjandet i ekonomin. Effekterna från resursutnyttjandet på löneökningstakten och inflationen kommer dessutom ofta med en betydande fördröjning. Diagram 1:15 illustrerar därför Phillippsambandet i form av tids-serier med lönerna utveckling, KPIF-inflationen och Riksbankens indikator för resursutnyttjandet (RU-indikatorn) 6 kvartal tidigare.

Diagram 1:15. Löner, KPIF och RU-indikatorn 6 kvartal tidigare
Årlig procentuell förändring respektive standardavvikelse



— KPIF
— Löner enligt konjunkturlönestatistiken
— RU-indikator

Anm. Medlingsinstitutets prognos på definitivt utfall för konjunkturlö- nerna 2017kv2–2018kv1. RU-indikatorn är ett mått på resursutnyttjandet. Den är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

RU-indikatorn sammanfattar informationen i enkät- data och arbetsmarknadsdata och ger ofta en likartad bild av resursutnyttjandet i ekonomin som BNP- eller timgap.

Diagrammet visar att det historiskt har funnits ett tydligt samband mellan resursutnyttjandet och löne- och prisökningstakten. I takt med att resursutnyttjandet har stärkts de senaste åren har inflationen stigit i linje med tidigare samband. Löneökningstakten har däremot inte stigit på samma sätt. Diagram 1:15 visar också hur Riksbankens löne- och inflationsprognoser förhåller sig till resursutnyttjandet.

Hur kommer det sig då att sambandet mellan resursutnyttjandet och löner verkar ha försvagats, medan sambandet med inflationen inte har försvagats på samma sätt?

Låga löneökningar de senaste åren ...

Löneökningstakten bestäms till en del av den förväntade produktivitetstillväxten och den förväntade inflationen. Den förväntade produktivitetstillväxten avspeglar det reala löneutrymmet, som tillsammans med den förväntade inflationen avspeglar det nominella löneutrymmet. Dessutom påverkas löneökningstakten av arbetsmarknadsläget, förhandlingsstyrkan bland löntagare och internationell konkurrenskraft, som oftast diskuteras i termer av löneökningstakten i Sveriges viktigaste konkurrentländer.

Tabell 1:3 sammanfattar hur dessa faktorer kan ha påverkat löneutvecklingen i Sverige de senaste åren.

Tabell 1:3. Möjliga förklaringsfaktorer bakom den senaste tidens löneutveckling

Förklaringsfaktor	Möjlig effekt på lönerna i Sverige den senaste tiden
Produktivitetstillväxt	— En lägre produktivitetstillväxt bedöms ha minskat det reala löneutrymmet.
Förväntad inflation	+ Den högre förväntade inflationen kan ha bidragit till högre nominella löner.
Arbetsmarknadsläget	+ Det stigande resursutnyttjandet kan ha bidragit till att hålla uppe löneökningstakten.
Förhandlingsstyrkan bland löntagare	— Ett ökat och förändrat arbetskraftsutbud kan ha dämpat lönekraven.
Internationell konkurrenskraft	— Låga löneökningar i euroområdet har sannolikt dämpat löneutvecklingen även i Sverige.

Vissa faktorer finns det starkt stöd för, medan andra är att beteckna som tänkbara bidragande faktorer. En svag produktivitetstillväxt har sannolikt hållit tillbaka löneökningarna, medan högre inflationsförväntningar och det starkare konjunktur- och arbetsmarknadsläget kan ha verkat i motsatt riktning. Samtidigt kan löneökningarna ha dämpats av ett flertal faktorer såsom ett förändrat arbetskraftsutbud, och en relativt svag löneutveckling i euroområdet.

... men inflationen ändå nära målet

Trots de relativt låga löneökningarna de senaste åren har inflationen stigit mot målet på 2 procent. Inflationen påverkas av ett flertal faktorer utöver löneutvecklingen. En viktig faktor är det inhemska kostnadstrycket för företag, vilket till stor del bestäms av hur mycket lönerna ökar i förhållande till produktivitetstillväxten i ekonomin. För en liten öppen ekonomi som Sverige har också importpriser betydande effekter på företagets kostnader och på konsumentpriserna. Kostnaden för importerade varor bestäms av både världsmarknadspriser och växelkursen. Företagens prispåslag, som avspeglar hur mycket företagen höjer priserna i förhållande till sina kostnader, spelar roll för prissättningen liksom den förväntade framtida inflationen; ju mer företagen väntar sig att priserna i allmänhet ska stiga, desto större benägenhet har de att höja priset idag.

Tabell 1:4 sammanfattar hur dessa förklaringsfaktorer kan ha påverkat inflationen de senaste åren.¹⁷

Tabell 1:4. Möjliga förklaringsfaktorer bakom den senaste tidens inflation

Förklaringsfaktor	Möjlig effekt på inflationen i Sverige den senaste tiden
Inhemska kostnadsutveckling	<p>— Låga löneökningar har hållit tillbaka kostnadsutvecklingen.</p> <p>+ Lägre produktivitetstillväxt har bidragit till att hålla uppe kostnadsutvecklingen.</p>
Världsmarknadspriser	+ Bland annat högre oljepriser har bidragit till högre importpriser.
Växelkurs	+ Svagare krona har bidragit till stigande kostnader via högre importpriser i svenska kronor.
Prispåslag	<p>— Låga prispåslag kan delvis avspegla en ökad konkurrens.</p> <p>+ Prispåslagen kan också avspegla konjunkturläget och har stigit då konjunktutsikterna förbättrats</p>
Förväntad inflation	+ Högre förväntad inflation har bidragit till högre priser i företagen.

Den lägre produktivitetstillväxten har sannolikt hållit tillbaka löneutvecklingen men samtidigt hållit uppe ökningstakten i det inhemska kostnadstrycket. Den senaste tidens stigande oljepriser och försvagning av kronan har också bidragit till att pressa upp kostnaderna och

inflationen, utan en direkt koppling till löneutvecklingen i Sverige.

Ökad konkurrens från bland annat e-handel kan ha fått många företag att minska sina prispåslag men prispåslagen drivs också av efterfrågeläget och konjunkturen.¹⁸ Riksbanken bedömer att det allt starkare konjunkturläget under senare tid har möjliggjort för företagen att höja prispåslagen.

Mot denna bakgrund är det föga överraskande att det observerade sambandet mellan resursutnyttjandet och löne- eller prisökningstakten – Phillipskurvan – kan se olika ut över olika tidsperioder. Det finns alltså flera tänkbara förklaringar till de senaste årens utveckling med måttliga löneökningar och en inflation som ändå har varit nära inflationsmålet.

Risken för låga löner även framöver – hur påverkas inflationen?

I diagram 1:16 visas Riksbankens löneprognos tillsammans med uppskattade empiriska samband från en mängd olika modeller som förklarar lönetillväxten med förväntad produktivitetstillväxt, förväntad inflation och resursutnyttjandet i Sverige och euroområdet.¹⁹

Diagram 1:16. Riksbankens löneprognos och empiriskt skattade samband

Årlig procentuell förändring



Anm. Löner enligt konjunkturlönestatistiken. Medlingsinstitutets prognos på definitivt utfall för konjunkturlönerna 2017kv2–2018kv1. Fältet innehåller anpassade värden mellan 2012kv1 och 2018kv1 och modellprognoser därefter.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

Riksbankens prognos innebär att ökningstakten i de svenska lönerna tilltar, men att den ändå förblir lägre än vad de historiska sambanden indikerar.

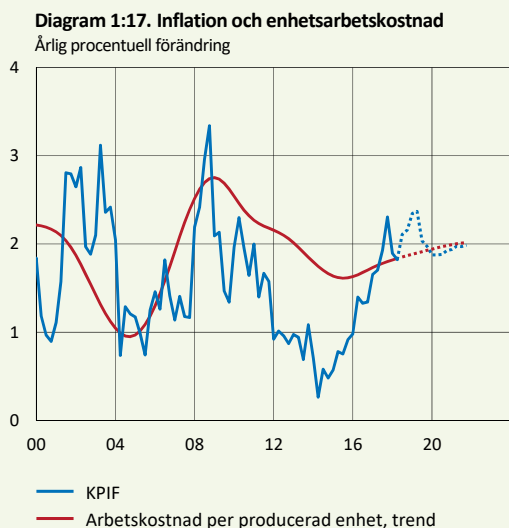
¹⁷ Se även "Förklaringar till den stigande inflation", fördjupning i Redogörelse för penningpolitiken 2017 samt "Utvärdering av Riksbankens prognoser", Riksbanksstudier, mars 2018, Sveriges riksbank.

¹⁸ Se exempelvis M. Jonsson, "Ökad konkurrens och inflation", Penning- och valutapolitik 2007:2, Sveriges riksbank, för en mer ingående beskrivning av hur ökad konkurrens kan påverka företagets prissättning. Att såväl konkurrens från e-handel som

konjunkturen påverkar företagets prissättning bekräftas av Riksbankens företagsundersökning; se "Riksbankens företagsundersökning: Högkonjunkturen består", 13 juni 2018, Sveriges riksbank.

¹⁹ Se fördjupningen "Stark konjunktur men dämpade löneökningar" i Penningpolitisk rapport juli 2017, Sveriges riksbank, för en närmare beskrivning av skattningarna.

Att produktiviteten väntas stiga i endast måttlig takt de kommande åren gör dock att det inhemska kostnadsstrycket växer med ungefär 2 procent per år i Riksbankens prognos, trots att löneökningarna förblir relativt måttliga (se diagram 1:17).



Anm. Trenden i arbetskostnad per producerad enhet (avser hela ekonomin) är beräknad med ett så kallat HP-filter baserat på Riksbankens prognos i juli 2018 och ett antagande om att arbetskostnaden per producerad enhet ökar med 2 procent bortom prognoshorisonten.

Källor: SCB och Riksbanken

Det höga resursutnyttjandet möjliggör även fortsättningsvis för företagen att hålla uppe sina marginaler. Dessa faktorer motverkar den dämpande effekten på inflationen av att kronan förväntas stärkas framöver. Sammantaget bidrar dessa faktorer till att KPIF-inflationen väntas vara kvar nära 2 procent de närmaste åren (se diagram 1:17).

En osäkerhetsfaktor i Riksbankens prognoser är att de faktorer som hållit tillbaka löneökningarna de senaste åren kan vara mer bestående och att lönetillväxten framöver därför inte ökar på det sätt som Riksbanken väntar sig. Om löneutvecklingen blir svagare än beräknat finns flera tänkbara scenarier för inflationen.

Ett scenario är att *såväl lönerna som inflationen blir lägre än i Riksbankens prognos*. Fortsatt låga löneökningar av konkurrenskraftsskäl skulle kunna vara en faktor bakom ett sådant scenario.²⁰ Den inhemska kostnadsutvecklingen och inflationen skulle då antagligen bli lägre än i Riksbankens prognos. Eftersom inflationen under flera år legat under målet skulle en sådan utveckling kunna försvaga inflationsmålets bidrag som ankare i pris- och lönebildningen, även om Riksbanken bedömer att det finns utrymme att vid behov göra penningpolitiken mer expansiv, eller behålla den expansiva penningpolitiken under en längre tid.

Ett annat scenario är att *lönerna ökar långsammare än förväntat men att inflationen ändå stiger i linje med Riksbankens prognos*. Detta skulle kunna ske om de låga löneökningarna avspeglar en långsammare produktivitetstillväxt, så att kostnadsstrycket ändå utvecklas som förväntat, och om företagens prissättning i övrigt följer antagandena i Riksbankens prognos.

Som nämnts tidigare påverkas inflationen av många andra faktorer, bland annat energiprisernas och växelkursens utveckling. Det går därför inte att i förväg säga exakt hur inflationsprognosen och penningpolitiken skulle förändras om löneökningarna fortsätter att vara låga istället för att stiga enligt Riksbankens prognos.

²⁰ Att det nu finns tecken på att lönerna i omvärlden ökar snabbare minskar risken för detta scenario.

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

I Sverige har de finansiella förhållandena blivit mer expansiva sedan den penningpolitiska rapporten i april. Den svenska kronan är svagare än prognos och marknadsprissättningen indikerar förväntningar om en långsammare höjningstakt av reporäntan. Samtidigt möter hushåll och företag låga räntor och kredit-tillväxten är på en fortsatt hög nivå. I omvärlden befinner sig penningpolitiken i olika faser. Den amerikanska centralbanken fortsätter sin normalisering av penningpolitiken och har höjt styrräntan sedan april medan den Europeiska centralbanken har kommunicerat en avsikt att förlänga sina nettotillgångsköp till slutet av året. Marknadsprissättningen indikerar förväntningar om ytterligare en räntehöjning från den amerikanska centralbanken i år medan den Europeiska centralbanken förväntas hålla styrräntorna oförändrade i ett år framöver. Utvecklingen för statsobligationsräntor i omvärlden fortsätter att tydligt spegla divergensen i penningpolitiska förväntningar mellan ekonomierna, där skillnaden i räntenivåer mellan USA och övriga ekonomier har fortsatt att öka. Ränteskillnaderna har också ökat mellan Tyskland och de länder inom euroområdet där osäkerheten kring den ekonomiska och politiska utvecklingen är större.

Utvecklingen internationellt

Centralbanker i olika faser

I samband med det penningpolitiska mötet i juni lämnade den Europeiska centralbanken (ECB) styrräntorna oförändrade. ECB meddelade att nettotillgångsköpen kommer att fortsätta med 30 miljarder euro per månad fram till september i år, i enlighet med tidigare beslut. Efter september avser man att minska storleken på de månatliga nettotillgångsköpen till 15 miljarder euro per månad fram till slutet på december, då de förväntas avslutas helt. ECB förväntar sig att styrräntorna kommer att ligga kvar på nuvarande nivåer åtminstone över sommaren 2019.

Förväntningarna på ECB:s styrränta enligt marknadsprissättningen har sjunkit sedan april (se diagram 2:1). Styrräntan förväntas nu hållas oförändrad åtminstone ett år framöver, i linje med ECB:s kommunikation. En ökad osäkerhet kring den ekonomiska och politiska utvecklingen i Italien och en del utfall för makroekonomisk statistik, som har blivit svagare än vad marknadsaktörerna väntat, har troligen också bidragit till denna utveckling.

Den amerikanska centralbanken Federal Reserve fortsätter att gradvis göra penningpolitiken mindre expansiv. Vid det penningpolitiska mötet i juni höjdes intervallet för styrräntan

Tabell 2:1.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i april
Marknadsaktörers förväntningar om framtida styrräntor är relativt oförändrade i USA men har sjunkit i euroområdet, Storbritannien och Sverige.
Statsobligationsräntor är ungefär oförändrade i USA men har sjunkit något i euroområdet, Storbritannien och Sverige.
Kronan har utvecklats svagare än prognosen i april.
Aktieindex har stigit i USA men är på lägre nivå i euroområdet, Sverige och tillväxtekonomier.
Utlåningsräntorna för hushåll och företag är oförändrade.
Fortsatt hög kreditillväxt för hushåll och icke-finansiella företag.

Transmissionsmekanismen – från reporäntan till räntor för hushåll och företag

Reporäntan har en direkt effekt på de korta interbank- och statsräntorna via dagslåneräntan. Förväntningar om den framtida reporäntan och statsobligationsköp påverkar utvecklingen i de 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.



till 1,75–2,00 procent. Samtidigt fortsätter den gradvisa nedtrappning av centralbankens tillgångsinnehav som inleddes i oktober förra året. Medianprognosen från ledamöterna i den penningpolitiska kommittén indikerade enligt beslutet ytterligare två räntehöjningar med 0,25 procentenheter i år, tre höjningar nästa år och en under 2020. Förväntningarna på den framtida styrräntan i USA är, enligt marknadsprissättningen, oförändrade sedan april (se diagram 2:1). Dessa indikerar fortsatt något färre räntehöjningar än centralbankens prognos.

Den brittiska centralbanken höll sin penningpolitik oförändrad i juni och kommunicerar fortsatt att framtida räntehöjningar kommer att vara begränsade i antal och ske gradvis. Sedan april har marknadsförväntningarna på den framtida styrräntan sjunkit, även om de skiftade upp något efter mötet i juni. Makroekonomisk statistik, som har kommit in något svagare än väntat, har troligen bidragit till utvecklingen (se diagram 2:1).

Centralbankerna fortsätter alltså att befinna sig i olika faser och enligt marknadsprissättningen har skillnaderna ökat sedan april. Marknadsaktörernas samlade bedömning är att normaliseringen av penningpolitiken kommer att gå långsamt och att den globala penningpolitiken därmed förblir expansiv.

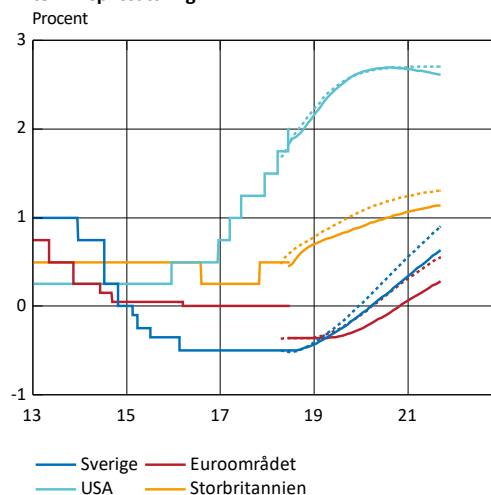
Ökad politisk oro i euroområdet speglas i räntorna

Utvecklingen för statsobligationsräntorna i omvärlden fortsätter att spegla skillnaden i penningpolitiska förväntningar mellan länderna. I USA har statsobligationsräntorna för samtliga löptider stigit sedan hösten 2017, i takt med att ökad finanspolitisk stimulans och positiv makroekonomisk statistik har lett till förväntningar om högre framtida inflation och tillväxt. Sedan den penningpolitiska rapporten i april är de amerikanska statsobligationsräntorna på en relativt oförändrad nivå (se diagram 2:2 och 2:3).

Till skillnad från i USA har statsobligationsräntorna i Tyskland och i Storbritannien varit relativt stabila under de två senaste åren och sedan april har räntorna sjunkit något i samband med att de penningpolitiska förväntningarna har reviderats ned (se diagram 2:2 och 2:3).

I mitten av maj uppstod kraftiga rörelser på obligationsmarknaderna till följd av en oro för hållbarheten i den italienska statens finanser. En del av de förslag som den tillträdande regeringen i Italien annonserade tockades av marknaderna som något som kan hota det finanspolitiska ramverket. Den politiska situationen i Italien har alltså skapat en osäkerhet som fått viss spridning. Obligationsräntorna har stigit i de länder där det råder en osäkerhet om den ekonomiska politiken (se diagram 2:4). Samtidigt sjönk statsobligationsräntorna i de länder som upplevs som mer säkra, exempelvis Tyskland. I ett historiskt perspektiv är dock ränteskillnaderna mot Tyskland fortsatt små.

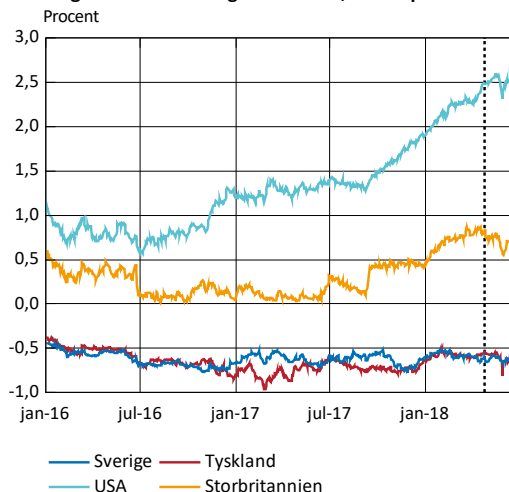
Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan (för euroområdet refräntan). Heldragna linjer är skattade 2018-06-29, streckade linjer är skattade 2018-04-27.

Källor: Nationella centralbanker, Macrobond och Riksbanken

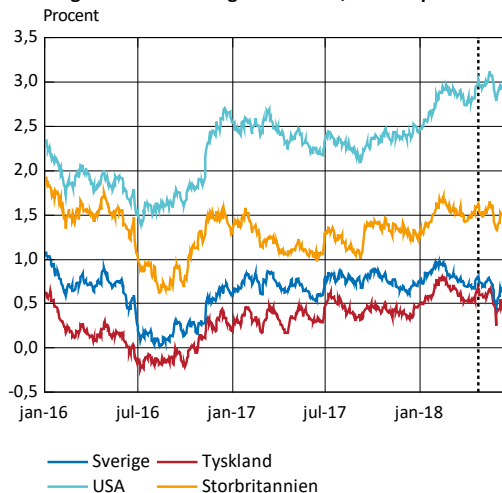
Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 2 års löptid



Anm. Nollkupongräntor beräknade från statsobligationer. Vertikala linjen markerar penningpolitiska mötet i april.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

Diagram 2:3. Statsobligationsräntor, 10 års löptid



Anm. Nollkupongräntor beräknade från statsobligationer. Vertikala linjen markerar penningpolitiska mötet i april.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

Dollarn har stärkts och tillväxtekonomiers valutor försvagats

I en miljö med ökad politisk oro i euroområdet och allt större skillnader i penningpolitik mellan USA och övriga länder har dollarn förstärkts mot flertalet valutor sedan april.

Stigande amerikanska räntor relativt andra ekonomier och förväntningar om starkare dollar har lett till försvagning av tillväxtekonomiernas valutor (se diagram 2:5). Fundamentala risker, som hög inflation och stora underskott i vissa av dessa länders bytesbalanser, samt interna och externa politiska risker har bidragit till kapitalutflöden ur dessa ekonomier.

Ojämn utveckling på aktiemarknaderna sedan årsskiftet

Aktiemarknaderna, som utvecklades starkt i början av året, har sedan slutet av januari haft en ojämn utveckling, framför allt eftersom den politiska och geopolitiska osäkerheten ökat (se diagram 2:6). Sedan april har den amerikanska börsen utvecklats starkare än den europeiska, till följd av en fortsatt god vinstutveckling för företagen i USA och förväntningar om högre tillväxt, vilket har fått amerikanska aktiepriser att stiga. I euroområdet och i tillväxtländerna har den ökade politiska och geopolitiska osäkerheten under samma period istället lett till sjunkande aktiepriser. Förnyad osäkerhet kring handelsrestriktioner har bidragit till en något lägre efterfrågan på riskfyllda tillgångar, vilket har fått aktiepriser att sjunka generellt i omvärlden den senaste tiden.

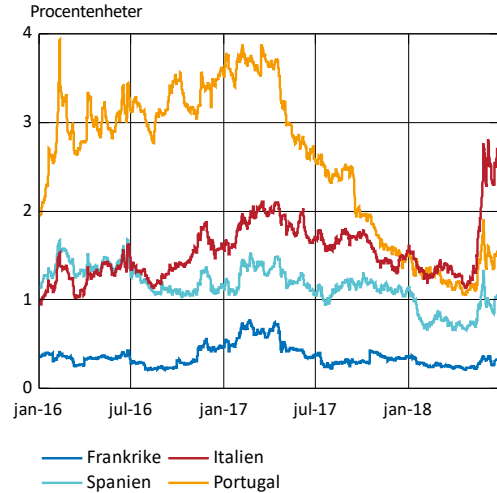
Den förväntade volatiliteten för aktier och obligationer har följt ungefär samma mönster och har i genomsnitt varit högre än nivåerna under andra halvåret 2017 (se diagram 2:7). Den kraftiga uppgången i volatiliteten på aktiemarknaden i slutet av januari sammanföll med en ökad oro för att lönerna i USA skulle stiga snabbt med ökad inflation och stigande styrräntor som följd. Därefter har volatiliteten återgått till något lägre nivåer. På kreditmarknaderna har ränteskillnaderna mellan företagsobligationer och statsobligationer, i framför allt USA men även till viss del i euroområdet, stigit något sedan april.

Finansiella förhållanden i Sverige

Marknadsförväntningar om fortsatt expansiv penningpolitik

Sedan det penningpolitiska beslutet i april har förväntningarna på den framtida reporäntans nivå sjunkit enligt prissättningen på de finansiella marknaderna och ligger nu under Riksbankens reporänteprogno på framför allt lite längre sikt (se diagram 2:1 och 2:8). Förväntningar om att ECB kommer att senarelägga tidpunkten för en första räntehöjning och normalisera penningpolitiken i en något långsammare takt har sannolikt bidragit till utvecklingen (se diagram 2:1). Marknadsaktörernas förväntningar på reporäntan enligt enkätundersökningar har varit relativt oförändrade under de senaste månaderna och ligger i stort sett i linje med reporäntebanan (se diagram 2:8).

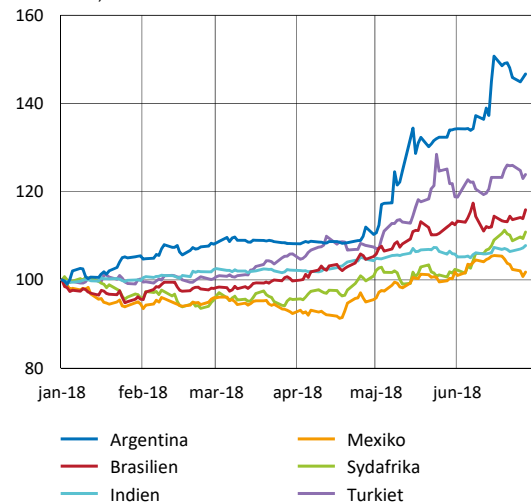
Diagram 2:4. Ränteskillnader mot Tyskland, 10 år



Anm. Ränteskillnaderna avser 10-åriga benchmark-obligationer.

Källa: Macrobond

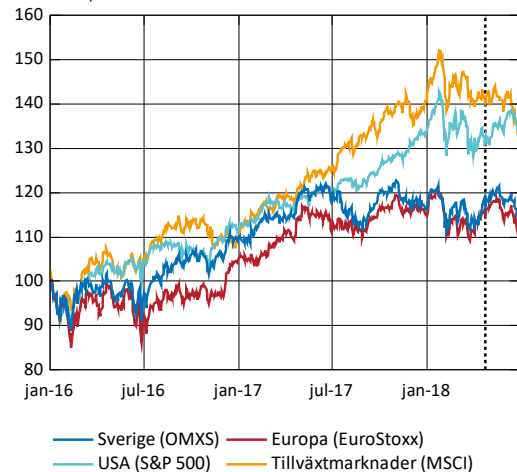
Diagram 2:5. Tillväxtekonomiers valutor mot dollarn
Index, 2018-01-01=100



Anm. Ett högre värde än 100 indikerar en svagare växelkurs.

Källa: Macrobond

Diagram 2:6. Börsutveckling i lokal valuta
Index, 2016-01-04 = 100



Anm. Vertikala linjen markerar penningpolitiska mötet i april.

Källa: Macrobond

I Sverige har statsobligationsräntorna följt de tyska räntornas utveckling sedan årsskiftet och sjunkit något sedan april (se diagram 2:2 och 2:3). På kreditmarknaderna har räntorna på bostadsobligationer och företagsobligationer med framför allt längre löptider sjunkit mindre än statsobligationsräntorna, vilket har fått ränteskillnaderna mellan dessa obligationer att öka något. Dämpningen i bostadspriserna tycks fortsatt inte ha inneburit någon tydligt ökad riskpremie för bostadsobligationer (se diagram 2:9).

Fortsatt stort intresse för Riksbankens obligationsköp

Riksbankens obligationsköp har, sedan de påbörjades våren 2015, bidragit till att såväl statsobligationsräntor som andra marknadsräntor har sjunkit. Köpen har således bidragit till penningpolitikens expansivitet. Intresset för att delta i Riksbankens auktioner har överlag varit bra. Riksbanken har i genomsnitt fått bud som klart överstiger den volym som Riksbanken erbjudit sig att köpa.

I december 2017 fattades beslut om att redan under 2018 börja återinvestera obligationer som förfaller under 2019. Det har inneburit att Riksbanken har fortsatt att köpa nominella och reala statsobligationer under första halvåret 2018 i ungefär samma takt som Riksgälden emitterar obligationer.

Marknadsaktörer uppger att det tar längre tid att omsätta större poster statsobligationer nu än för ett antal år sedan. Riksgäldens återförsäljare, som agerar mellanhand åt köpare och säljare, uppgav i Riksgäldens senaste enkätundersökning att marknadslikviditeten försämrats för nominella statsobligationer.²¹ Samtidigt bedömde svenska och utländska investerare att likviditeten inte förändrats nämnvärt sedan föregående år. Omsättningen på den svenska statsobligationsmarknaden har sjunkit, men det är en trend som inleddes redan innan Riksbanken påbörjade sina obligationsköp. Den lägre omsättningen uppges av marknadsaktörer bero på både finansiella regleringar och att tillgänglig volym obligationer har minskat i takt med att Riksbanken har ökat sitt innehav.

Riksbanken följer noga hur statsobligationsmarknaden och närliggande marknader fungerar, både genom analys av data och genom löpande kontakt med marknadens aktörer.

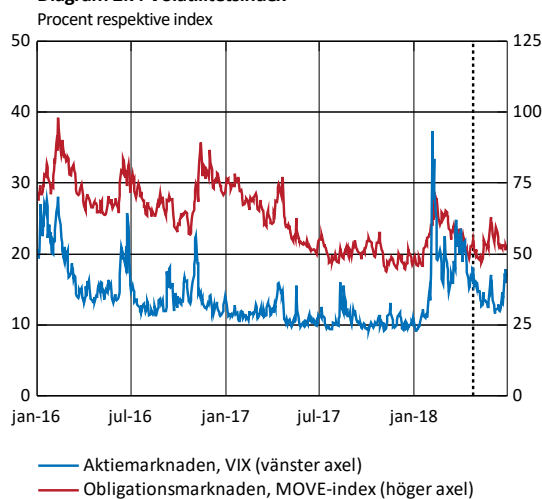
Kronan är svagare än prognosen i april

Kronan har i konkurrensvägda termer, enligt kronindex, KIX, försvagats under första halvåret i år och haft en svagare utveckling än väntat. Försvagningen har sammanfallit med ökad oro och volatilitet på de finansiella marknaderna men också med förväntningar om en något långsammare normalisering av penningpolitiken i Sverige relativt omvärlden.

Kronan försvagades också efter det penningpolitiska beslutet i april. I början av maj förstärktes kronan i samband med publiceringen av protokollet från det penningpolitiska mötet och inflationsutfallet för april, vilket var i linje med

²¹ Se "Förtroendet för Riksgälden 2017", Prospera Sifo/Kantar, som genomförs på uppdrag av Riksgälden.

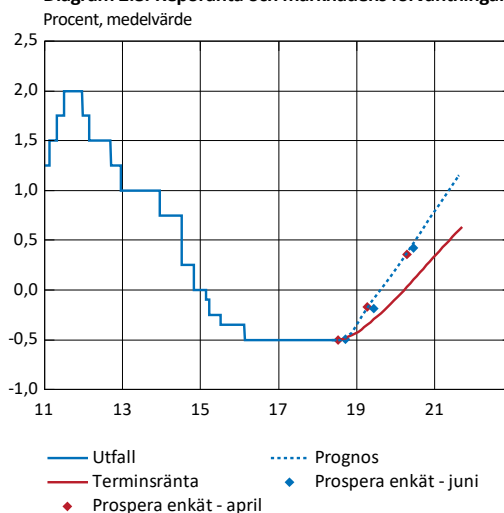
Diagram 2:7. Volatilitetsindex



Anm. Volatility Index (VIX) visar den förväntade volatiliteten på den amerikanska börsen utifrån optionspriser. Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE) Index är ett mått på den förväntade volatiliteten på amerikanska statsobligationer utifrån optionspriser. Vertikala linjen markerar penningpolitiska mötet i april.

Källor: Chicago Board Operations Exchange och Merrill Lynch

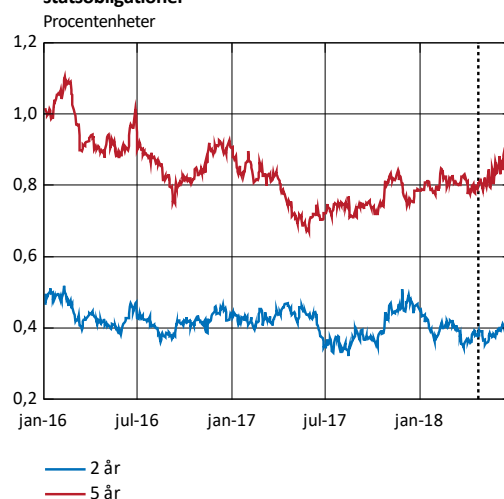
Diagram 2:8. Reporänta och marknadens förväntningar



Anm. Terminsräntan är skattad 2018-06-29 och är ett mått på förväntad reporänta. Enkätsvaren visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer 2018-03-27 respektive 2018-05-30.

Källor: Macrobond, TNS Sifo Prospera och Riksbanken

Diagram 2:9. Ränteskillnad mellan bostads- och statsobligationer



Anm. Bostadsobligationsräntan och statsobligationsräntan är nollkuponsräntor beräknade med Nelson-Siegel metoden. Vertikala linjen markerar penningpolitiska mötet i april.

Källor: Macrobond och Riksbanken

Riksbankens och marknadens prognoser. Sedan dess har kronan åter försvagats, vilket på nytt har sammanfallit med en ökad oro på de finansiella marknaderna och förväntningar om en något långsammare räntehöjningstakt i Sverige (se diagram 2:10). Kronan har under det andra kvartalet i genomsnitt varit nästan 2 procent svagare än prognosen från april.

Sedan april har den politiska osäkerheten i euroområdet och fortsatt oro kring handelskrig även påverkat stämningsslaget på den svenska börsen, som har sjunkit i linje med den europeiska (se diagram 2:6).

Företagens och hushållens skuldsättning fortsätter att öka

Den fortsatt expansiva penningpolitiken har bidragit till att bankernas finansieringsvillkor och lönsamhet utvecklats gynnsamt. Förutsättningarna för hushållen och företagen att få krediter är därmed fortsatt goda. Hushållens banklån fortsätter att öka i nästan samma takt, trots den nedgång som har setts i bostadspriserna sedan hösten 2017. Ökningstakten i hushållens skulder är snabbare än ökningstakten i inkomsterna, vilket innebär att skuldkvoten successivt stiger.

Banklån utgör fortfarande den primära finansieringskällan för svenska företag även om värdepappersupplåningen har ökat snabbt och motsvarar runt en tredjedel av den totala företagsupplåningen. Drivkrafterna bakom uppgången är god efterfrågan från investerare och bättre finansieringsvillkor jämfört med banklån. Den årliga tillväxttakten i värdepappersupplåningen har visserligen sjunkit påtagligt de senaste två månaderna, men är fortsatt hög i ett historiskt perspektiv. Sedan början av förra året har den i genomsnitt varit 17 procent. Tillväxttakten för bankupplåningen har under samma period legat kring 5 procent (se diagram 2:11).

Sedan reporäntan för första gången sänktes under noll i februari 2015 har utlåningsräntorna till hushållen och företagen också sjunkit, om än något mindre än reporäntan. Genomsnittsräntan för nya banklån till icke-finansiella företag har uppgått till cirka 1,4 procent sedan mitten av 2015. Den genomsnittliga bolåneräntan för nya avtal har samtidigt i genomsnitt legat kring 1,6 procent (se diagram 2:12). Sedan årsskiftet har nya aktörer på bostadsmarknaden listat lägre boräntor och vissa etablerade aktörer har också sänkt sina räntor. Riksbanken följer noga utvecklingen på boräntemarknaden och hittills har de lägre listade räntorna inte fått något brett genomslag på den genomsnittliga boräntan. De genomsnittliga inlåningsräntorna för hushåll och företag har varit i stort sett oförändrade sedan mitten av 2015 och ligger nära noll.²² Sammantaget har genomslaget från reporäntan på in- och utlåningsräntorna varit i linje med Riksbankens förväntningar.

²² De flesta finansiella företag samt vissa större icke-finansiella företag och kommuner möter negativa inlåningsräntor. Av tekniska skäl redovisas den negativa inlåningsräntan dock ofta som en avgift och syns därför inte alltid i statistiken från SCB. Inlåning till negativa räntor utgör dock en liten andel av den totala inlåningen från icke-finansiella företag. Se fördjupningen "Perspektiv på den negativa reporäntan" i Penningpolitisk rapport juli 2016.

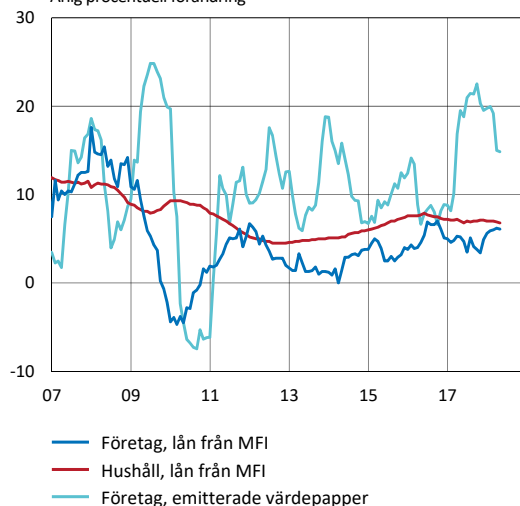
Diagram 2:10. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Utfall är dagsdata. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Vertikala linjen markerar penningpolitiska mötet i april.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

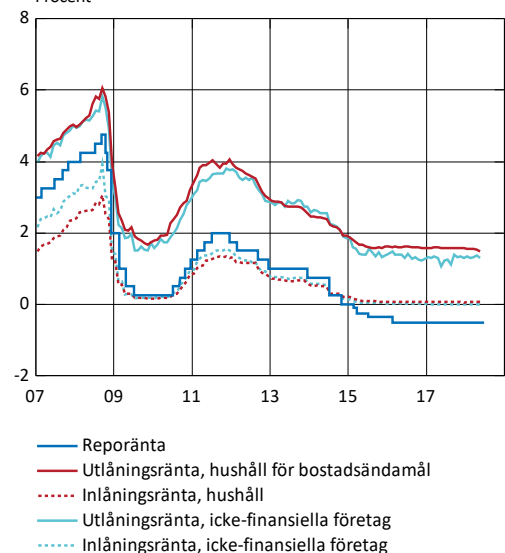
Diagram 2:11. Hushållens och företagens upplåning
Årlig procentuell förändring



Anm. Monetära finansiella instituts (MFI) utlåning till hushåll och icke-finansiella företag justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån, enligt finansmarknadsstatistiken. Icke-finansiella företagens emitterade värdepapper är valutajusterade. Data sträcker sig fram till och med april 2018.

Källa: SCB (Finansmarknadsstatistik och värdepappersstatistik)

Diagram 2:12. Reporänta samt genomsnittlig in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal
Procent



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

Källor: SCB och Riksbanken

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Hög tillväxt i omvärlden under 2017 har följts av en svagare inledning av 2018. Den mer dämpade utvecklingen väntas till viss del vara tillfällig. Förtroendet bland hushåll och företag ligger fortsatt på höga nivåer trots problemen i Italien och ökad protektionism. I Sverige var tillväxten god under första kvartalet, och förtroendet är fortsatt högt, i synnerhet inom industrin. Förtroendet har ändå minskat något och BNP väntas växa i en historiskt normal takt under andra och tredje kvartalet. På arbetsmarknaden fortsätter sysselsättningen och arbetskraften att öka, även om arbetslösheten inte bedöms minska ytterligare. Energipriserna har utvecklats oväntat starkt och väntas bidra till att inflationen överstiger 2 procent resten av året, en upprevidering jämfört med prognosen i april.

Inflation i Sverige

Inflationen 2,1 procent i maj

I maj uppgick inflationen mätt med KPIF till 2,1 procent (se diagram 3:1). Den var därmed något högre än i prognosen i den penningpolitiska rapporten i april. Stigande oljepriser och kronans svaga utveckling har bidragit till att energipriserna ökat snabbare än väntat. KPIF-inflationen exklusive energi uppgick samtidigt till 1,5 procent.

Tjänstepriserna har ökat långsammare det senaste halvåret efter att trendmässigt ha ökat allt snabbare de senaste åren (se diagram 3:2). Ökningstakten i tjänstepriserna drevs under fjolåret upp av vissa tillfälliga faktorer som bland annat en ovanligt hög ökningstakt i priserna på utrikes resor och banktjänster.²³

Olika mått på den underliggande inflationen har ökat trendmässigt sedan 2014. Efter flera år med låga prisökningar i förhållande till kostnadsutvecklingen förefaller den starka konjunkturen nu ha gjort det lättare än tidigare för företagen att höja priserna. Tidigare kronförsvagningar, som med eftersläpning bland annat påverkar priserna på livsmedel och andra importerade varor, har också bidragit till att inflationen stigit. Enligt flera olika mått har ökningstakten i den underliggande inflationen dock varit i stort sett oförändrad de senaste månaderna och medianvärdet för de olika måtten uppgår till 1,5 procent (se diagram 3:3).

Högre inflation resten av året

Riksbankens prognos för ökningstakten i KPIF är uppreviderad jämfört med prognosen i april och väntas uppgå till något över 2 procent under resten av året. Detta förklaras främst av att energiprisernas utveckling är uppjusterad till följd av det högre oljepriset på världsmarknaden och den svagare kronan.

Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR april	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 2,0 procent i maj.	KPIF-inflationen blev 2,1 procent.
BNP-tillväxten 2,6 procent första kvartalet	BNP-tillväxten blev 2,9 procent.
Arbetslösheten 6,3 procent andra kvartalet.	Månadsutfall i april och maj något lägre än prognosen.
BNP-tillväxten i euroområdet 1,2 procent första kvartalet.	BNP-tillväxten blev 1,5 procent.
BNP-tillväxten i USA 2,6 procent första kvartalet.	BNP-tillväxten blev 2,2 procent.

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

Diagram 3:1. KPIF och variationsband



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

Källor: SCB och Riksbanken

²³ De uppmätta priserna på utrikes resor påverkades under fjolåret av en ny beräkningsmetod, som innebar tillfälligt högre ökningstakt under sommarmånaderna.

Riksbankens kortsiktsmodeller, som sammanfattar informationen i ett stort antal indikatorer, tyder på att även KPIF exklusive energi ökar något snabbare resten av året (se diagram 3:4). Försvagningen av kronan det senaste året är en faktor som bidrar till detta. Ökningstakten i hemmamarknadspri-serna på konsumtionsvaror i producentledet har varit stabil under de senaste månaderna. Prisökningstakten på importerade konsumtionsvaror i producentledet har stigit i takt med att kronan försvagats. Enligt Konjunkturbarometern har också handelsföretagens förväntningar om framtida prisökningar stigit under samma tid.

Ökningstakten i KPIF exklusive energi väntas utvecklas i linje med modellprognoserna de närmaste månaderna för att därefter stiga till ungefär 1,8 procent mot slutet av året, vilket är något högre än prognosen i april, men något lägre än vad Riksbankens kortsiktsmodeller prognostiserar. Att Riksbankens bedömning är lägre än modellprognoserna under hösten beror främst på att de senaste årens mönster med något lägre månatliga prisökningar under hösten inte fullt ut fångas av modellerna.

Inflationsförväntningarna nära 2 procent

Efter att ha varit mycket låga i början av 2015 har måtten på inflationsförväntningarna stigit de senaste tre åren. Förväntningarna på längre sikt har varit nära 2 procent det senaste året och i takt med att inflationen har stigit har även inflationsförväntningarna på kortare sikt stigit till nära 2 procent.

Enligt TNS Sifo Prosperas undersökning i juni var inflationsförväntningarna i stort sett oförändrade jämfört med föregående mätning. På fem års sikt förväntar sig respondenterna att inflationen mätt med KPI är 2,1 procent (se diagram 3:5). De långsiktiga inflationsförväntningarna för KPIF uppgick till 1,9 procent bland penningmarknadens aktörer.

Global och svensk konjunktur

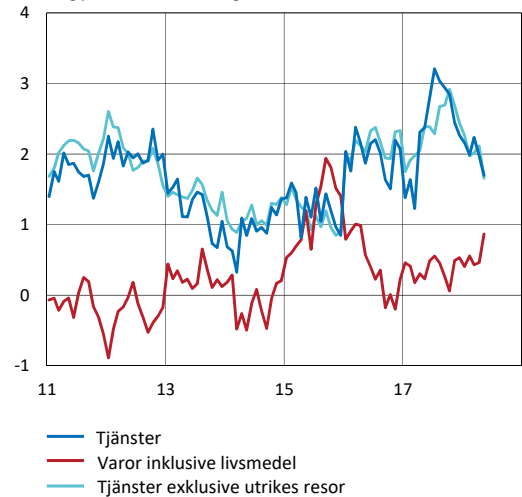
Tillfälligt svag utveckling i början av 2018

Efter höga tillväxttal under fjolåret dämpades tillväxten något i omvärlden i början av året. BNP-tillväxten var lägre i de flesta länder och regioner under första kvartalet jämfört med sista kvartalet i fjol. I euroområdet nära halverades tillväxten och BNP ökade med 1,5 procent uppräknat till årstakt. Nedgången i USA var mindre och motsvarande tillväxt uppgick till 2,2 procent. Den lägre BNP-tillväxten bedöms till viss del vara tillfällig, bland annat till följd av väderförhållanden i både USA och euroområdet. Viktiga tillväxtindikatorer som världshandeln, industriproduktionen och detaljhandeln dämpades också under första kvartalet och förtroendet sjönk bland företagen (se diagram 3:6).

Ett antal faktorer talar dock för en god global tillväxt under andra och tredje kvartalet. Konsumentförtroendet är högt och arbetsmarknaden har fortsatt att förbättras i de för

Diagram 3:2. Varu- och tjänstepriser i KPI

Årlig procentuell förändring

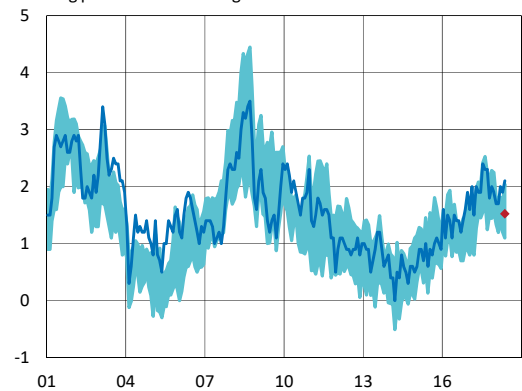


Anm. Varor inklusive livsmedel är en sammanvägning av aggregaten varor och livsmedel i KPI. Dessa utgör tillsammans 45 procent av KPI. Tjänstepriserna utgör 45 procent av KPI.

Källor: SCB och Riksbanken

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

Årlig procentuell förändring

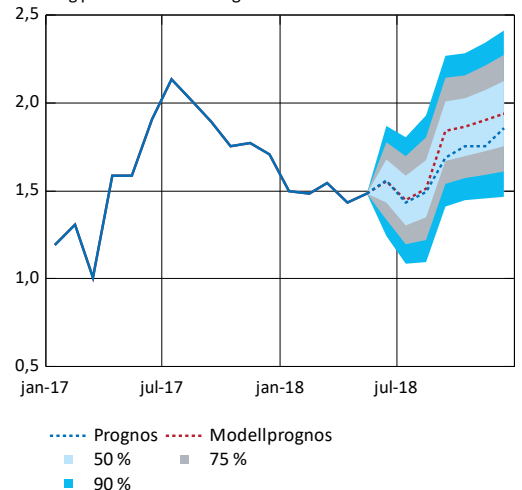


Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utslaget bland olika mått på underliggande inflation. De mått som inkluderas är KPIF exklusive energi, UND24, Trim85, HIKP exklusive energi och icke förädlade livsmedel, persistensviktad inflation, faktor från principalkomponentanalys och viktad medianinflation. Den röda punkten avser medianvärdet i maj 2018 för samtliga mått på underliggande inflation.

Källor: SCB och Riksbanken

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

Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på modellernas historiska prognosfel. Modellprognoserna är justerade för det nya säsongsmönstret som följer av metodförändringen för beräkningen av prisindex för charterresor.

Källor: SCB och Riksbanken

Sverige viktigaste handelsländerna. Räntorna till hushåll och företag är låga och bankerna har generellt gynnsamma kreditvillkor.

Utvecklingen i företagsförtroendet utgör visserligen ett orosmoment då det har minskat under andra kvartalet. De senaste månaderna har hot om utökade handelshinder och oro kring utvecklingen i Italien sannolikt bidragit till nedgången. Förtroendet bland företagen är dock, trots nedgången, på en nivå som är högre än ett genomsnitt sedan 1999.

Stigande inflation i omvärlden

De senaste månaderna har inflationen sammantaget ökat i de för Sverige viktigaste regionerna (se diagram 4:3). I euroområdet ökade inflationen till 2,0 procent i juni. En ökad osäkerhet kring framtida oljeproduktion bidrog till att energipriserna ökade snabbt. Energiprisuppgången väntas driva upp inflationen under det närmaste året. Inflationen exklusive energi- och livsmedelspriserna uppgick samtidigt till 1,0 procent (se diagram 3:7) och bedöms stiga något de närmaste kvartalen tack vare fortsatta förbättringar på arbetsmarknaden och högre lönetillväxt.

I USA fortsatte KPI-inflationen att öka och var 2,8 procent i maj. Den underliggande inflationen, mätt med konsumtionsdeflatoren exklusive energi och livsmedel, uppgick till nästan 2,0 procent (se diagram 3:7).

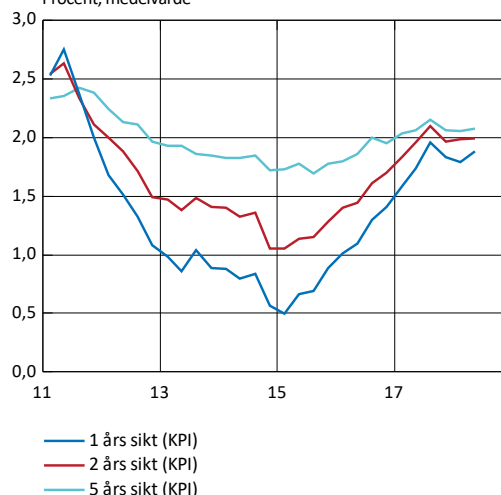
Svensk BNP växer något långsammare

Svensk BNP fortsatte att växa i god takt under första kvartalet. Det var framför allt inhemsk efterfrågan som växte snabbt och trots fallande export ökade BNP med nära 3 procent jämfört med fjärde kvartalet 2017 uppräknat till årstakt.

Sammantaget tyder indikatorerna på en något lägre tillväxt under andra kvartalet. Enligt Konjunkturbarometern har förtroendet i näringslivet och bland hushållen dämpats sedan hösten 2017 (se diagram 3:8). Nedgången hänger sannolikt till viss del samman med den priskorrigerings som ägt rum på bostadsmarknaden, då förtroendet minskat tydligast bland hushållen och byggföretagen. I ett historiskt perspektiv förefaller företagen dock vara fortsatt optimistiska, i synnerhet inom tillverkningsindustrin. Bilden av stämningläget i näringslivet stämmer väl överens med Riksbankens företagsundersökning i maj där industriföretagen tecknar en mycket positiv bild av konjunkturläget och utsikterna framöver, medan företagen inom handeln och byggsektorn är något mindre optimistiska. Detaljhandelns försäljning utvecklades starkt i april och maj efter en svag inledning av 2018, men näringslivets produktion utvecklades svagt i april.

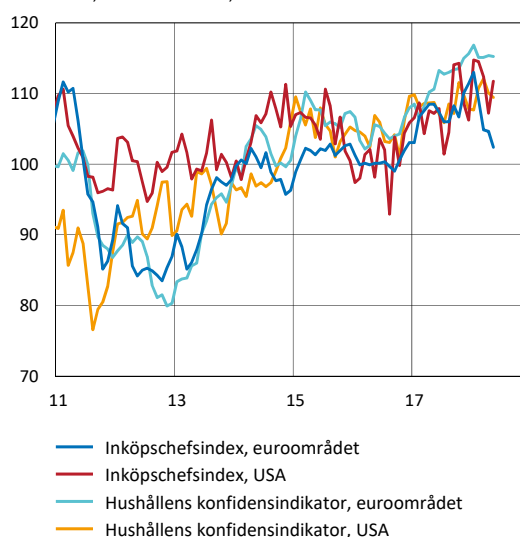
Riksbankens modeller för prognoser på kort sikt, som använder informationen i ett stort antal indikatorer, tyder på att BNP-tillväxten dämpas något under andra kvartalet (se diagram 3:9). Riksbankens prognos är något lägre än modellprognosen, då modellerna inte bedöms kunna ta full hänsyn

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



Källa: TNS Sifo Prospera

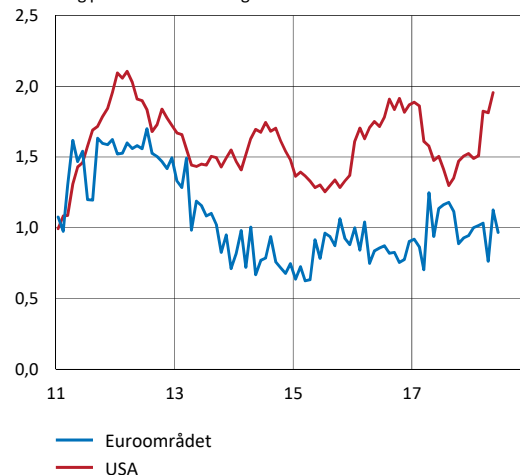
Diagram 3:6. Konfidensindikatorer i omvärlden
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Anm. Serierna är normaliserade från januari 1999. Riksbankens sammanvägning av förtroendet i den amerikanska industri- och tjänstesektorn.

Källor: Europeiska kommissionen, Institute for Supply Management (ISM), Markit Economics, University of Michigan och Riksbanken

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



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

Källor: Bureau of Economic Analysis och Eurostat

till nedgången i bostadsbyggandet. Fallande bostadsinvesteringar innebär att BNP-växer något långsammare än en historiskt genomsnittlig takt både andra och tredje kvartalet.

Svag bostadsprisutveckling och minskat bostadsbyggande

Med hänsyn taget till säsongsvariationer har bostadspriserna, mätt med bostadsprisindexet HOX, stigit i april och maj (se diagram 1:11). Nedgången sedan hösten 2017 uppgår därmed till drygt 5 procent för bostadsrätter och småhus sammantaget. För småhus visar andra mått på prisutvecklingen, som till exempel fastighetsprisindex och småhusbarometern, hittills en lite mindre prisnedgång.

Även om antalet påbörjade bostäder har minskat är inflödet av nya bostäder fortsatt på en hög nivå. Antalet bostäder till försäljning har därmed ökat, vilket i sin tur tyder på att den svaga prisutvecklingen håller i sig. Enligt Mäklarstatistik har omsättningen på bostäder minskat tydligt de senaste månaderna jämfört med samma månader i fjol. En delförklaring till utvecklingen kan vara det skärpta amorteringskravet på nya bostadslån som infördes den första mars. Almis låneindikator tyder också på att hushållen på senare tid haft något svårare att få lån jämfört med andra halvåret 2017.

Den senaste tidens svaga prisutveckling väntas följas av ett lägre bostadsbyggande i år i linje med Boverkets prognos i juni för antalet påbörjade bostäder. Ett minskat byggande kan skönjas i flera indikatorer såsom färre påbörjade bostäder, färre nya bygglov och mindre optimistiska byggföretag.

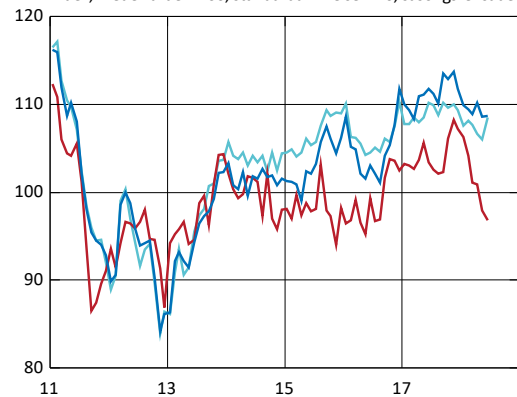
Fortsatt hög efterfrågan på arbetskraft

Såväl utbudet av arbetskraft som efterfrågan på arbetskraft har ökat kraftigt de senaste åren. Det har medfört att både arbetskräftsdeltagandet och sysselsättningsgraden är rekordhög (se diagram 4:10). Såväl antalet i arbetskraften som antalet sysselsatta fortsatte att öka i april och maj och arbetslösheten har varit i stort sett oförändrad jämfört med nivån under första kvartalet. Månadsutfallen under andra kvartalet, näringslivets anställningsplaner enligt Konjunkturbarometern och antalet lediga jobb enligt SCB talar sammantaget för att sysselsättningen kommer att fortsätta öka de närmaste kvartalen, om än i en något långsammare takt än tidigare (se diagram 3:10).

Sedan slutet av fjolåret har antalet inskrivna arbetslösa som tillhör så kallade utsatta grupper börjat minska (se diagram 3:11). Inskrivna arbetslösa utanför de utsatta grupperna har dock minskat snabbare och som andel av de arbetslösa utgör de utsatta grupperna nu drygt 75 procent. De senaste årens uppgång i andelen som tillhör en utsatt grupp försvårar en fortsatt nedgång i arbetslösheten. Uppgången beror till stor del på att allt fler utomeuropeiskt födda blivit inskrivna på arbetsförmedlingen. Utomeuropeiskt födda är en heterogen grupp, men har i genomsnitt svårare att få ett arbete än andra grupper på arbetsmarknaden. Detta bland annat ef-

Diagram 3:8. Konfidensindikatorer

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

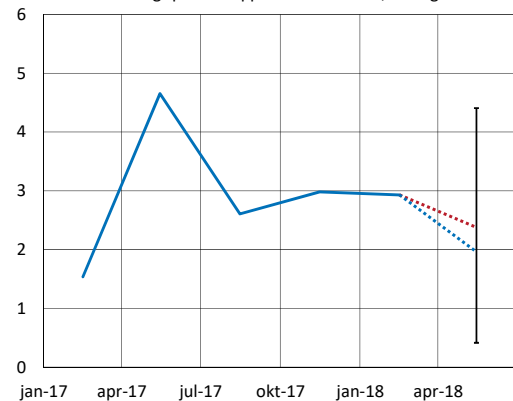


— Barometerindikatorn
— Hushållens konfidensindikator
— Konfidensindikator, totala näringslivet

Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:9. BNP, modellprognos och osäkerhetsintervall

Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



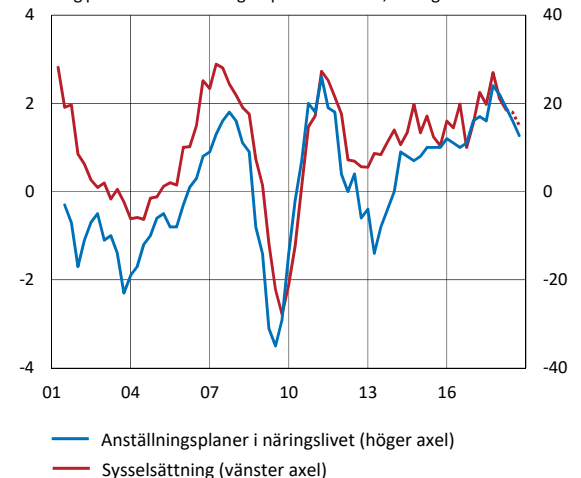
..... Prognos
..... Modellprognos

Anm. Modellprognosen är ett medelvärde av prognoser gjorda med olika statistiska modeller. Den vertikala linjen avser 50 procentigt osäkerhetsintervall baserat på modellernas historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:10. Sysselsättning och anställningsplaner

Årlig procentuell förändring respektive netttotal, säsongrensade data



— Anställningsplaner i näringslivet (höger axel)
— Sysselsättning (vänster axel)

Anm. Anställningsplaner avser förväntningar om antal anställda i näringslivet på tre månaders sikt, framflyttade ett kvartal. Anställningsplaner för 2018 kv2 avser ett genomsnitt av månadsutfallen för april – juni 2018.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

tersom många i gruppen saknar gymnasieutbildning och eftersom det tar tid att lära sig det svenska språket. Utrikes födda har dessutom sällan samma tillgång till informella och formella nätverk som inrikes födda.

Resursutnyttjandet i ekonomin högre än normalt

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar löner och priser, om än med viss eftersläpning. Då resursutnyttjandet i ekonomin inte går att observera gör Riksbanken en bedömning utifrån en mängd olika indikatorer.

Kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin, både enligt Konjunkturinstitutet och SCB, är högt. Andelen företag som rapporterar brist på arbetskraft är också mycket hög vilket även gäller vakansgraden som mäter antalet obemannade jobb som behöver tillsättas omedelbart. Dessutom är den genomsnittliga rekryteringstiden i näringslivet lång.

Sammantaget bedömer Riksbanken att resursutnyttjandet i ekonomin är högre än normalt, vilket är förenligt med den höga nivån på Riksbankens resursutnyttjandeindikator (se diagram 3:12).

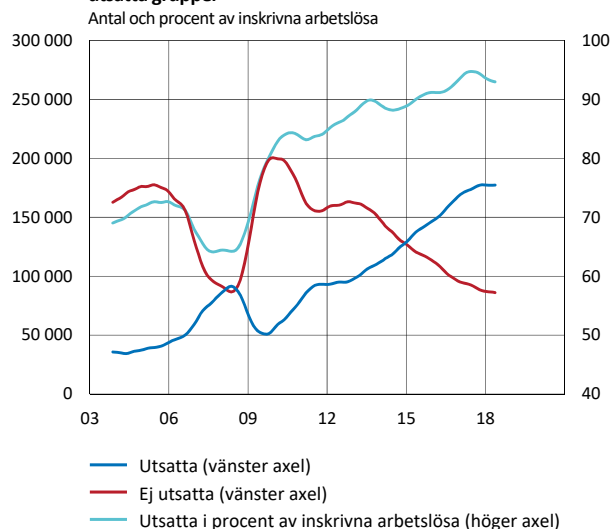
Något högre löneökningar

Det höga resursutnyttjandet och det allt mer ansträngda läget på arbetsmarknaden bidrar till att löneutvecklingen väntas stiga. Medlingsinstitutets skattningar indikerar att den genomsnittliga löneökningstakten under januari till april i år var cirka 2,6 procent i årlig procentuell förändring, vilket är något högre än 2016 och 2017, då lönerna steg med 2,4 procent (se diagram 3:13).

Nationalräkenskapernas timlöner och arbetskostnader per timme i hela ekonomin utvecklades i linje med konjunkturlönerna under första kvartalet. Produktiviteten har, i likhet med lönerna, ökat relativt långsamt under senare år. Även om arbetskostnaderna per producerad enhet utvecklades relativt svagt i slutet av fjolåret och början av 2018 så förväntas de i genomsnitt utvecklas i en historiskt sett normal takt under andra och tredje kvartalet.

Resursutnyttjandet påverkar löner, arbetskostnader och inflation med en viss fördröjning och Riksbanken bedömer att lönerna kommer att växa något snabbare framöver. Men ökningstakten fortsätter att vara dämpad i förhållande till det höga resursutnyttjandet, se fördjupningen "Phillipskurvan och penningpolitiken".

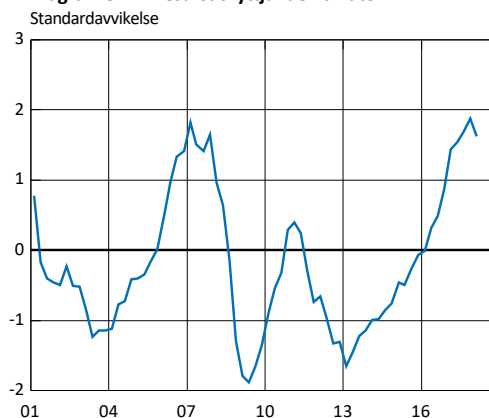
Diagram 3:11. Inskrivna arbetslösa fördelat på utsatta och ej utsatta grupper



Anm. Utsatta grupper avser arbetslösa som saknar gymnasieutbildning, och/eller är utomeuropeiskt födda och/eller har ett funktionshinder och/eller är 55–64 år.

Källa: Arbetsförmedlingen

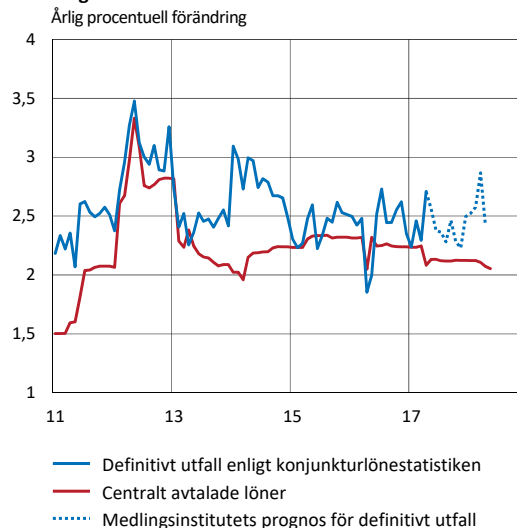
Diagram 3:12. Resursutnyttjandeindikatorn



Anm. Resursutnyttjandeindikatorn är ett statistiskt mått på resursutnyttjandet som sammanfattar information från ett stort antal indikatorer över resursutnyttjandet i den svenska ekonomin. Indikatorn är normaliserad för att ha medelvärdet 0 och standardavvikelsen 1.

Källa: Riksbanken

Diagram 3:13. Löner och löneavtal i hela ekonomin



Källa: Medlingsinstitutet

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Konjunktoren i omvärlden är gynnsam och tillväxten är god. Även om tillväxten väntas sjunka de kommande åren fortsätter resursutnyttjandet att stiga i de utvecklade ekonomierna, med gradvis stigande löneökningstakt och inflation som följd. Konjunkturläget i Sverige är också starkt och BNP-tillväxten har varit hög under flera år. Resursutnyttjandet bedöms vara högre än normalt, vilket till stor del är en följd av den gynnsamma utvecklingen i omvärlden, en expansiv penningpolitik och ett kraftigt ökat bostadsbyggande. När omvärldens tillväxt minskar till en takt mer i linje med en långsiktig trend och bostadsbyggandet dämpas i spåren av den senaste tidens nedgång i bostadspriserna, innebär detta också att tillväxten i Sverige kommer att dämpas de närmaste åren. Den allt starkare arbetsmarknaden bidrar till att löneökningstakten gradvis stiger framöver vilket, tillsammans med stigande inflation i omvärlden, väntas fortsätta att bidra till stigande inflation i Sverige. Samtidigt förutses kronan stärkas gradvis under prognosperioden, vilket dämpar inflationstakten. Sammantaget bedömer Riksbanken att KPIF-inflationen kommer att vara nära 2 procent de närmaste åren.

Omvärlden

Gynnsam internationell konjunktur

Efter en förhållandevis stark BNP-tillväxt under 2017 inleddes 2018 med något svagare tillväxttakter i de flesta länder och regioner (se diagram 4:1). Industriproduktionen och detaljhandeln försvagades generellt, liksom förtroendet bland företagen. Denna utveckling bedöms dock delvis vara en effekt av tillfälliga faktorer och inte något tecken på en tydligt svagare konjunkturutveckling. I takt med att resursutnyttjandet fortsätter att stiga och penningpolitiken blir mindre expansiv väntas tillväxten för KIX-viktad BNP successivt dämpas från nästan 3 procent i år till drygt 2 procent 2020.

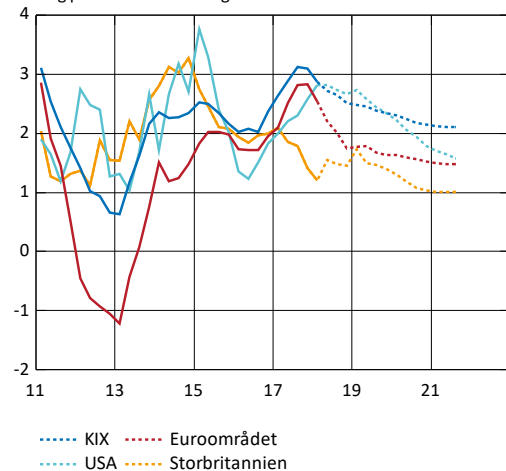
I de framväxande ekonomierna bedöms tillväxten förbli hög. Då dessa länder har större vikt i global BNP än i KIX-viktad BNP så kommer den globala BNP-tillväxten sammantaget att vara högre än den KIX-viktade och uppgå till 3,8 procent i genomsnitt under perioden 2018–2020.

Fortsatt god konjunktur i USA

Förtroendet bland amerikanska företag är högt och hushållen är optimistiska, vilket sammantaget indikerar en fortsatt hög BNP-tillväxt på kort sikt. Arbetsmarknaden är stark och arbetslösheten är den lägsta på nästan 20 år. Den expansiva finanspolitiken i form av skattesänkningar och ökade offentliga utgifter väntas höja BNP-tillväxten i år och nästa år. De finansiella förhållandena är fortsatt gynnsamma för tillväxten även om de blir mindre expansiva när Federal Reserve fortsätter att höja styrräntan och minska sitt tillgångsinnehav. BNP-tillväxten väntas bli knappt 3 procent under 2018 för att minska till ungefär 2 procent 2020. De hittills införda tullarna omfattar en relativt liten del av ekonomin och bedöms därför

Diagram 4:1. BNP i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring



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

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

ha endast en liten dämpande effekt på den amerikanska tillväxten. Denna effekt kan bli större både för USA och andra länder om de protektionistiska åtgärderna skulle trappas upp (se faktarutan "Ökade handelshinder och Riksbankens prognos: en uppdatering").

Hög tillväxt i framväxande ekonomier

Tillväxten bedöms bli fortsatt hög i de framväxande ekonomierna, i synnerhet i Asien och Östeuropa. Att oljepriset stigit (se diagram 4:2) bidrar positivt till återhämtningen i några ekonomier, framför allt i Ryssland. Stigande amerikanska räntor har dock bidragit till oro i länder som är beroende av dollarfinansiering. Därtill har även ett antal landspecifika faktorer som till exempel politisk osäkerhet och minskat förtroende för den ekonomiska politiken påverkat länder som Argentina, Brasilien och Turkiet.

I Kina väntas ekonomin fortsätta att växa i god takt i år, i linje med den kinesiska regeringens tillväxtnål för BNP på runt 6,5 procent. Tillväxten väntas bli gradvis lägre framöver i takt med att ombalanseringen mot en mer konsumtions- och tjänstedriven tillväxt fortgår, och väntas uppgå till cirka 6 procent 2020. Nya regleringar har under senare tid bidragit till att dämpa den höga kreditillväxten. I linje med bedömningen för USA väntas de hittills beslutade tullarna på kinesiska varor ha begränsad inverkan på tillväxten.

Tillväxten i euroområdet och Storbritannien dämpas

Detaljhandeln och industriproduktionen utvecklades svagt i euroområdet under inledningen av året. Detaljhandeln har därefter återhämtat sig medan industriproduktionen fortfarande uppvisar en svag utveckling. Förtroendet bland såväl hushåll som företag har visserligen minskat de senaste månaderna, men är fortsatt högt och indikerar en god BNP-tillväxt. Sammantaget bedöms BNP-tillväxten bli över den normala i år (se diagram 4:1). Under kommande år växlar tillväxten ned mot en mer normal takt då de uppdämda behoven av konsumtion och investeringar tillgodoses och resursutnyttjandet stiger. I Italien väntas den politiska oron bidra till att dämpa tillväxten, vilket dock endast marginellt påverkar tillväxten för euroområdet som helhet. I Storbritannien är resursutnyttjandet högt och BNP-tillväxten väntas vara låg de kommande åren (se diagram 4:1).

Långsamt stigande inflation i omvärlden

Det stigande oljepriset under första halvåret 2018 bidrar till att inflationen i stora delar av omvärlden väntas öka snabbare framöver (se diagram 4:2 och 4:3). För många länder och regioner bedöms inflationen under andra halvåret 2018 stiga till över 2 procent, vilket är den högsta ökningstakten sedan 2011.

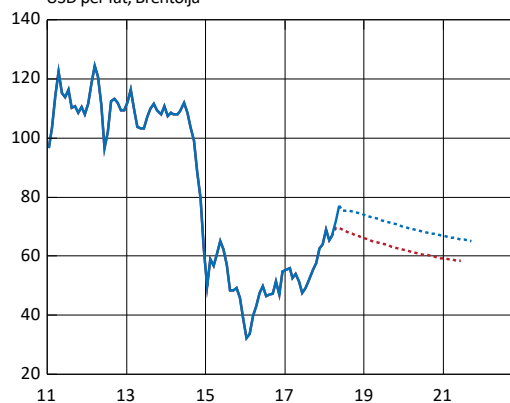
Inflationen rensat från energi- och livsmedelspriser, väntas också stiga något även om den förblir relativt måttlig. I euroområdet väntas ett mer ansträngt resursutnyttjande göra att

Ökade handelshinder och Riksbankens prognos: en uppdatering

USA införde den 23 mars i år importtullar på stål och aluminium på 25 respektive 10 procent. Sammantaget utgör dessa varor knappt två procent av den totala importen till USA. Tidsbegränsade undantag beviljades initialt för flera av de största exportörerna till USA, däribland Kanada och Mexiko, och för länderna inom EU, men sedan den 1 juni har tullarna även börjat gälla för dessa länder. EU införde den 22 juni motåtgärder som bland annat inkluderar utökade tullar på stål- och aluminiumprodukter, jordbruksprodukter och motorcyklar. USA har nyligen även aviserat intentioner att införa tullar på import av fordon och fordonskomponenter. Det skulle medföra en betydande upptrappning av handelshindren då värdet av denna import är mer än tio gånger större än värdet av stålimporten.

USA har också aviserat att de ska höja importtullar på kinesiska varor för totalt 50 miljarder dollar, varav varor för 34 miljarder omfattas av 25-procentiga tullar från och med 6 juli. Kina har aviserat att man kommer att svara med motsvarande tullhöjningar på varor från USA med start den 6 juli. Än så länge omfattas en relativt liten del av handeln mellan USA och Kina vilket talar för en begränsad inverkan på BNP-tillväxten i de båda länderna. Utöver de beslutade tullhöjningarna har USA annonserat att ytterligare tullhöjningar mot Kina kan komma att införas. Dessutom har USA annonserat åtgärder för att göra kinesiska investeringar i USA mer kostsamma. Sammantaget bedöms de makroekonomiska effekterna av de åtgärder som introducerats och som hittills annonserats vara begränsade. Om handelskonflikterna mellan USA och andra länder skulle eskalera ytterligare, eller sprida sig och leda till att fler länder upprättar handelshinder, kan effekterna bli större för den globala ekonomin.

Diagram 4:2. Pris på råolja
USD per fat, Brentolja



--- Terminspris, juli
... Terminspris, april

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

Källor: Macrobond och Riksbanken

lönerna stiger lite snabbare framöver, vilket bidrar till att kärninflationen gradvis stiger från omkring 1 procent till strax under 2 procent mot slutet av prognosperioden. De nya löneavtalen i Tyskland, som är lite högre än fjolårets, ger stöd för denna bild. I USA har kärninflationen stigit något snabbare och utvecklingen väntas fortsätta i och med att resursutnyttjandet blir alltmer ansträngt.

En svagare efterfrågan i Storbritannien, tillsammans med att tidigare effekter av ett försvagat pund har klingat av, bidrar till att inflationen i Storbritannien dämpas under prognosperioden.

Kronan svagare men förstärks gradvis

Kronans växelkurs har försvagats under året, både i nominella och reala termer (se diagram 4:4). I viss utsträckning beror det på ändrade förväntningar om den framtida penningpolitiken i Sverige relativt omvärlden. Kronan tenderar dock också att försvagas vid ökad osäkerhet om den internationella ekonomiska utvecklingen, vilket innebär att oron för ökad global protektionism och utvecklingen i Italien kan ha bidragit till utvecklingen. Att Sverige haft en starkare realekonomisk utveckling än omvärlden talar för att kronan i reala termer på längre sikt bör vara starkare än vad den är idag. Exakt hur mycket starkare och hur snabbt förstärkningen kommer att ske är dock mycket osäkert.

Sverige

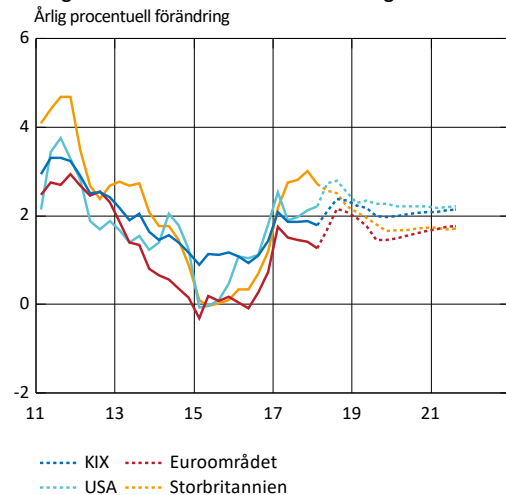
Lägre tillväxt framöver men fortsatt starkt konjunkturläge

Hög BNP-tillväxt under flera år har inneburit att resursutnyttjandet stigit och att den svenska konjunktoren blivit allt starkare. Att resursutnyttjandet nu bedöms vara högre än normalt beror till betydande del på mycket låga räntor och en god utveckling på svenska exportmarknader. Gynnsamma finansieringsvillkor har också medverkat till ett kraftigt ökade bostadsbyggande. När omvärldens tillväxt dämpas till en takt mer i linje med en långsiktig trend och bostadsbyggandet i Sverige faller innebär detta också att den svenska tillväxten dämpas något de närmaste åren. Sammantaget väntas BNP-tillväxten uppgå till drygt 2,5 procent i år för att därefter sjunka till ungefär 2 procent per år 2019 och 2020. Den växande befolkningen innebär att tillväxttakten i BNP per capita blir ungefär en procentenhet lägre per år (se diagram 4:5).

Viss dämpning i utländsk efterfrågan de kommande åren

Även om konjunkturläget i många av Sveriges exportländer har förstärkts är tillväxten inte särskilt hög i ett historiskt perspektiv. Detta beror delvis på en bred internationell nedgång i produktivitetstillväxten som fått ekonomiernas långsiktiga tillväxtpotential att minska. Omvärldens BNP-tillväxt väntas inte heller generera efterfrågan på svensk export i samma utsträckning som under 1990- och 2000-talen när den globala

Diagram 4:3. Inflation i olika länder och regioner

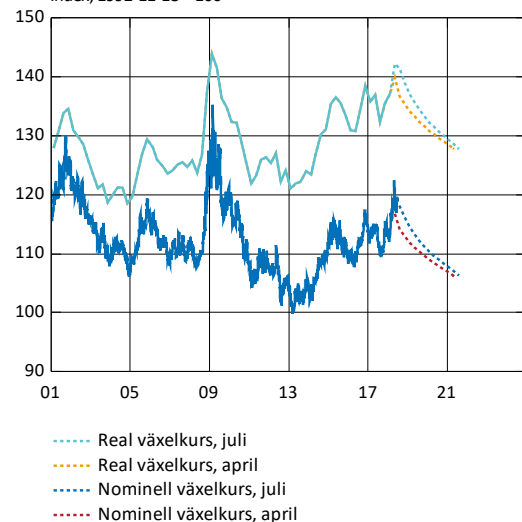


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

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

Diagram 4:4. Real och nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100

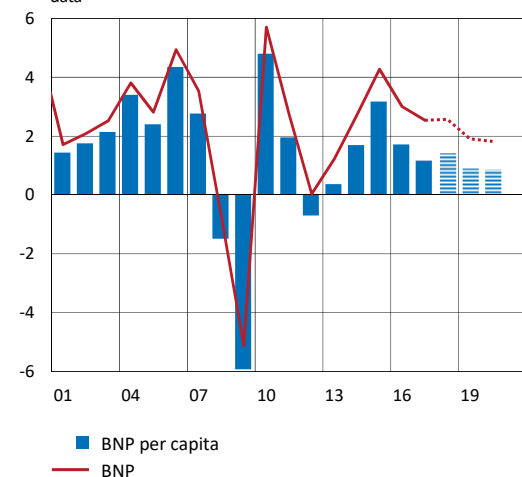


Anm. Real växelkurs är beräknad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. Utfall är dagsdata för nominell växelkurs, utfall för real växelkurs och prognoser avser kvartalsmedelvärden. KIX är en sammanvägning av 32 länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

Diagram 4:5. BNP och BNP per capita

Årlig procentuell förändring, säsongrensade och kalenderkorrigerade data



Källor: SCB och Riksbanken

handeln expanderade i snabb takt. Den utländska efterfrågan på svensk export blir ändå relativt hög i år, men dämpas de kommande åren i takt med att BNP-tillväxten, i bland annat euroområdet, avtar (se diagram 4:6). Eftersom industrin redan i utgångsläget har ett högt kapacitetsutnyttjande innebär den högre utländska efterfrågan på svenska varor och tjänster också ett ökat behov av nyinvesteringar i svenska företag. Effekterna på svensk export av den senaste tidens svaga krona bedöms däremot bli måttliga, bland annat eftersom kronförsvagningen är tillfällig och svenska exportvaror innehåller en stor del importerade insatsvaror.

Nedgången i bostadspriserna tynger bostadsinvesteringarna

Efter några år av mycket hög tillväxt uppgick antalet påbörjade bostäder 2017 till ungefär 64 000, vilket är mycket högt i ett historiskt perspektiv. Att utbudet av bostäder växer snabbt bedöms ha bidragit till den nedgång i bostadspriser som skett sedan hösten 2017, framför allt i vissa segment av bostadsmarknaden. Prisnedgången bedöms bidra till att utbudet av bostäder ökar långsammare framöver. Fortsatt tillväxt i sysselsättningen och det låga ränteläget väntas dock hålla uppe efterfrågan på bostäder och nedgången i byggandet blir måttlig. Sammantaget talar utvecklingen i utbud och efterfrågan för en stabilisering av bostadspriserna i år, följt av en svag uppgång de kommande åren.

Minskat nybyggande innebär att bostadsinvesteringarna dämpas till knappt 5 procent av BNP 2020 (se diagram 4:7). Bostadsinvesteringarna kommer därigenom bidra negativt till den årliga BNP-tillväxten med början 2019, vilket kan jämföras med det positiva bidraget till BNP-tillväxten de senaste fyra åren (se diagram 4:8).²⁴

Den svagare utvecklingen på bostadsmarknaden bedöms ha dämpat hushållens förtroende något, men väntas sammantaget ha måttlig betydelse för deras konsumtion de kommande åren. Hushållen har under en längre tid sparat en allt större del av sina inkomster (se diagram 4:9). De kommande åren ökar hushållens inkomster i en långsammare takt, när sysselsättningstillväxten dämpas och bolåneräntorna stiger.²⁵ För att kunna bibehålla ökningen i konsumtionen väntas hushållen minska sitt sparande något.

Skulderna ökar trots svag utveckling på bostadsmarknaden

Eftersom ungefär 80 procent av nytulningen till hushåll används för bostadsköp finns det normalt ett positivt samband mellan utvecklingen i bostadspriserna och hushållens skulder. Trots nedgången i bostadspriserna fortsätter dock skulderna att öka, om än i en långsammare takt. Detta förklaras av att den som köper en bostad idag betalar i genomsnitt ett betydligt högre pris än tidigare. Det innebär också att lånen för att

Diagram 4:6. Export och svensk exportmarknad

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data

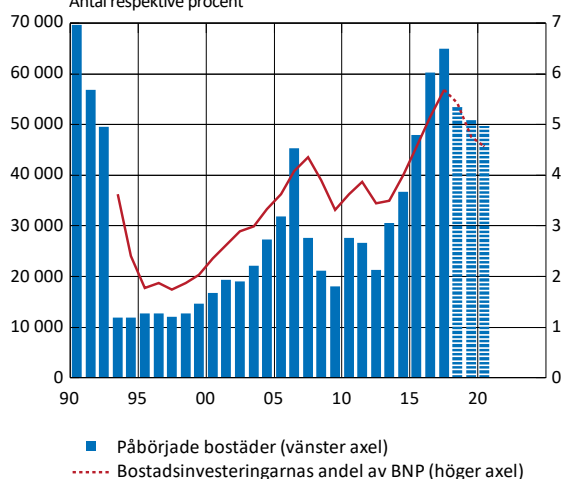


Anm. Index över svensk exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av importen i de länder som inkluderas i KIX och täcker cirka 85 procent av den totala svenska exportmarknaden.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:7. Påbörjade bostäder och bostadsinvesteringar

Antal respektive procent

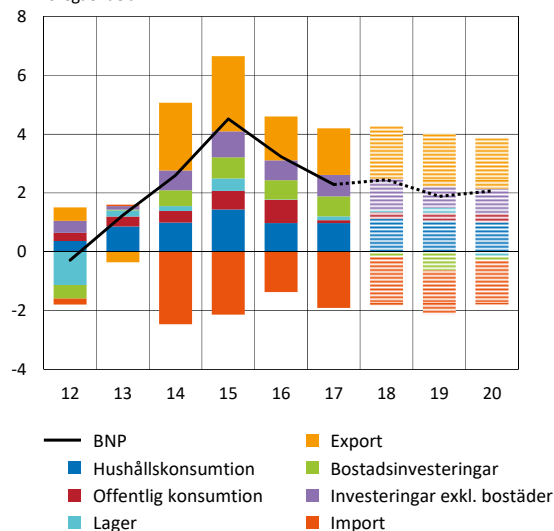


Anm. Bostadsinvesteringarnas andel av BNP är beräknad i löpande pris.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 4:8. Bidrag till BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring och förändring i procent av BNP föregående år.



Källor: SCB och Riksbanken

²⁴ För en utförligare diskussion om utvecklingen i bostadsinvesteringarna, se fördjupningen "Minskat bostadsbyggande dämpar BNP-tillväxten" i Penningpolitisk rapport februari 2018.

²⁵ I hushållens disponibla inkomster ingår både inkomster och utgifter från räntor.

finansiera bostadsköp idag är större än de genomsnittliga lånen hos befintliga bostads säljare. Omsättningen på bostäder bidrar därmed till att hushållssektorns samlade skulder ökar. Den historiskt höga nyproduktionen har också bidragit till att antalet bostadsägare med bostadslån har ökat relativt snabbt.

Den nu mer dämpade utvecklingen på bostadsmarknaden vad gäller priser, omsättning och nyproduktion väntas bidra till en lägre tillväxt i hushållens skulder de kommande åren. Skulderna växer dock fortfarande något snabbare än hushållens disponibla inkomster och den så kallade skuldkvoten fortsätter därför att öka de kommande åren (se diagram 1:12).

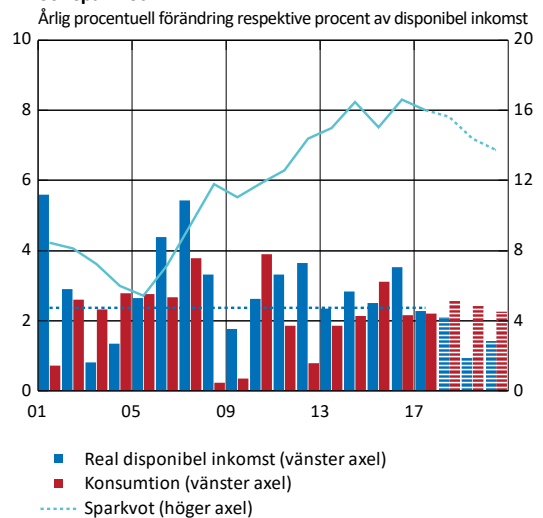
Stark arbetsmarknad

Utvecklingen på arbetsmarknaden har varit stark i flera år och både arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden har stigit till historiskt höga nivåer (se diagram 4:10). Utbudet av arbetskraft har ökat snabbt vilket är ett resultat av både hög tillväxt i befolkningen och ett ökat arbetskraftsdeltagande. Enligt SCB:s senaste befolkningsprognos, som publicerades i slutet av april, kommer befolkningen i arbetsför ålder att fortsätta att öka om än i långsammare takt än under de senaste åren (se faktarutan "Ny befolkningsframskrivning påverkar prognosen"). Den nya befolkningsprognosen medför att antalet i arbetskraften nu väntas öka något snabbare de kommande åren.

Inflödet i befolkningen och arbetskraften består emellertid fortsatt till stor del av personer födda utanför Europa, vilket är en grupp som historiskt haft en relativt sett svag anknytning till arbetsmarknaden. Det finns dock positiva signaler om att etableringen på den svenska arbetsmarknaden för nyanlända går snabbare än den gjort tidigare.²⁶ Det är sannolikt delvis ett resultat av det gynnsamma konjunkturläget och den starka konjunkturen bedöms fortsätta underlätta inträdet på arbetsmarknaden för nyanlända även de kommande åren.

Resursutnyttjandet bedöms för tillfället vara högre än normalt. Höga bristtal och långa rekryteringstider tyder på att det är besvärligt för företag att få tag på den arbetskraft de söker, vilket bedöms dämpa sysselsättningstillväxten de kommande åren. Arbetslösheten är förvisso fortfarande relativt hög, men sammansättningen av gruppen arbetslösa innebär samtidigt en utmaning då den i mycket stor utsträckning består av personer som historiskt haft svårt att få ett arbete, exempelvis de som saknar gymnasieutbildning och är utomeuropeiskt födda (se diagram 3:11). Riksbanken bedömer därför att arbetslösheten kommer att stiga något de kommande åren (se diagram 4:11). Sammantaget bedöms dock resursutnyttjandet på arbetsmarknaden, och i ekonomin som helhet, stiga ytterligare i år och vara högre än normalt de kommande åren (se diagram 4:12).

Diagram 4:9. Hushållens reala disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot

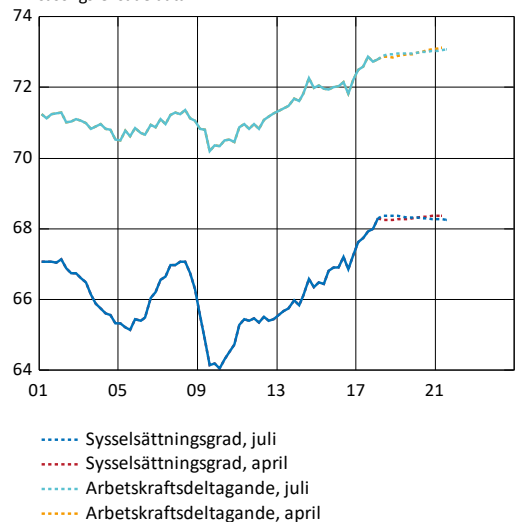


Anm. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator. Streckad linje avser genomsnitt av konsumtionstillväxten 1994–2017.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:10. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande

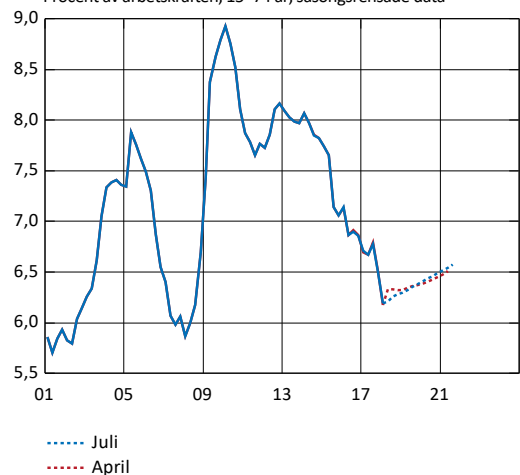
Sysselsättning och arbetskraft i procent av befolkningen, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:11. Arbetslöshet

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

²⁶ Registerdata från SCB för 2016 visar att kommunmottagna flyktingar som varit i Sverige i två år eller längre nu kommer i arbete i en snabbare takt än de senaste åren.

Lönerna stiger men i en måttlig takt

Enligt konjunkturlönestatistiken syns tecken på att löneökningstakten har börjat stiga under inledningen av 2018 (se diagram 4:13). Under hela prognosperioden blir arbetsmarknaden allt starkare och det bidrar till att löneökningstakten gradvis fortsätter att stiga, även om den bedöms bli fortsatt måttlig i förhållande till resursutnyttjandet. Det finns flera indikatorer som talar för en stigande löneökningstakt. Företagens förväntningar på utvecklingen av lönekostnaderna och löneglidningen under de kommande tolv månaderna föll visserligen något i Riksbankens senaste företagsundersökning, som genomfördes i maj, men de har stigit trendmässigt sedan 2013.²⁷ Enligt samma undersökning fortsätter företagen dessutom att rapportera om stor brist på arbetskraft och specialister, och om svårigheter att få tag på rätt kompetens.

Under prognosperioden bedöms nationalräkenskapernas timlöner och arbetskostnader, det vill säga summan av lönerna och arbetsgivaravgifterna, stiga i linje med konjunkturlönerna. Den tillfälliga sänkningen av de lagstadgade arbetsgivaravgifterna för enmansföretag, det så kallade växa-stödet, som i år utvidgas till ytterligare bolagsformer och som gäller till och med 2021, bidrar till att dämpa arbetskostnaderna, framför allt i år. Produktivitetstillväxten, som har varit svag sedan finanskrisen, förväntas stärkas något, men kommer under prognosperioden att vara lägre än ett historiskt genomsnitt. Sammantaget bedöms arbetskostnaderna per producerad enhet öka med omkring 2 procent per år under prognosperioden, vilket är en relativt normal ökningstakt (se diagram 4:14).

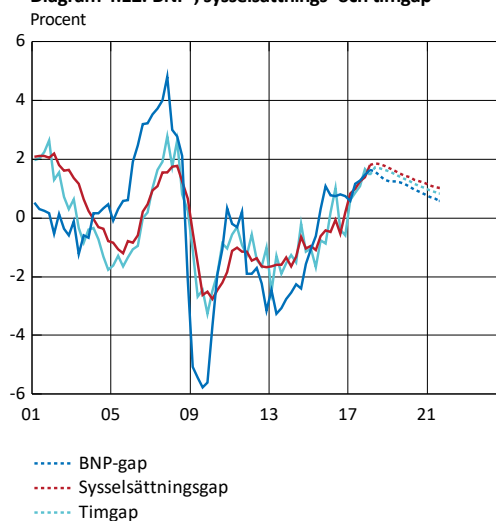
Inflationen nära 2 procent de närmaste åren

I maj uppgick inflationen mätt med KPIF till 2,1 procent (se diagram 3:1). Den var därmed något högre än i prognosen i den penningpolitiska rapporten i april. Stigande oljepriser och kronans svaga utveckling har bidragit till att energipriserna ökat snabbare än väntat. Mått på underliggande inflation, som ger en indikation om vart inflationen är på väg, tyder dock fortfarande på att inflationstrycket är måttligt. Ett sådant mått, KPIF-inflationen exklusive energi, uppgick i maj till 1,5 procent. Detta var marginellt lägre än i Riksbankens prognos (se diagram 4:15).

Det har skett en trendmässig uppgång i inflationen sedan 2014. Det stigande resursutnyttjandet har underlättat för företagen att höja sina priser. Att inflationen har stigit är även en följd av att kronan försvagats, vilket medfört att priserna på importerade varor och tjänster har pressats uppåt.

Under de kommande åren väntas det höga resursutnyttjandet i Sverige fortsätta att bidra till inflationstrycket. Samtidigt stiger inflationen i omvärlden. Å andra sidan väntas kronan stärkas gradvis, vilket dämpar inflationstakten. Sammantaget bedömer Riksbanken att KPIF-inflationen kommer att

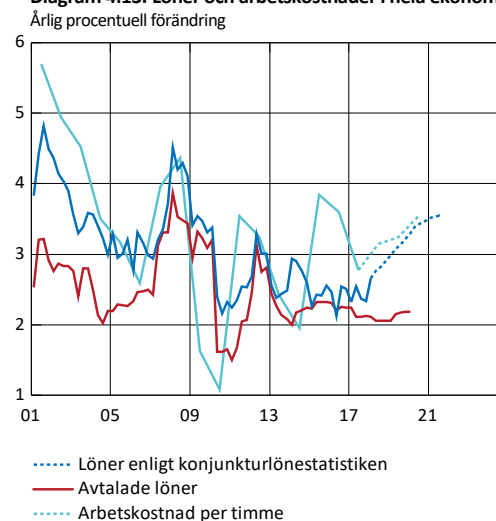
Diagram 4:12. BNP-, sysselsättnings- och timgap



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:13. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin



Anm. Medlingsinstitutets prognos på definitivt utfall 2017kv2–2018kv1.

Källa: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Ny befolkningsframskrivning påverkar prognosen

Normalt använder Riksbanken Statistiska centralbyråns (SCB:s) befolkningsframskrivningar för att göra långsiktiga prognoser av olika arbetsmarknadsvariabler. Sedan den förra befolkningsframskrivningen publicerades i fjol har Migrationsverket successivt reviderat ned sina prognoser över antalet nya uppehållstillstånd. Till följd av detta har Riksbanken också justerat ned befolkningstillväxten i prognosen. Enligt SCB:s nya befolkningsframskrivning väntas emellertid befolkningen i arbetsför ålder öka något snabbare de närmaste åren än vad Riksbanken antagit (Se SCB, "Sveriges framtida befolkning 2018–2070", Demografiska rapporter 2018:1). Det beror framförallt på att arbetskraftsinvandringen nu väntas vara större. Utbudet av arbetskraft och efterfrågan har till följd av detta reviderats upp jämfört med den penningpolitiska rapporten i april.

²⁷ Riksbanken (2018), Riksbankens Företagsundersökning – Högkonjunkturen består, maj 2018.

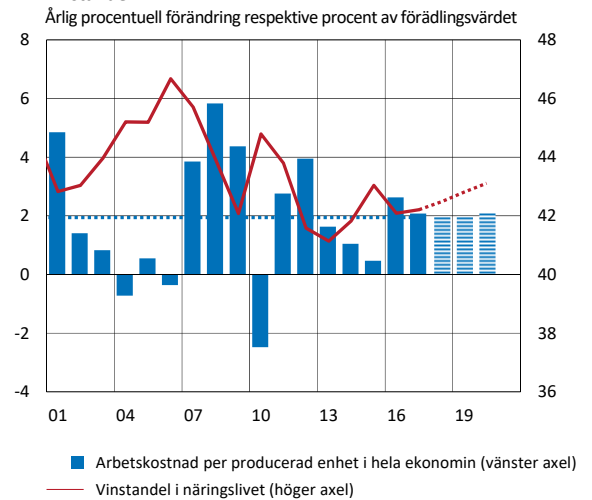
vara nära 2 procent de närmaste åren (se diagram 4:16). När reporäntan, och därmed också bostadsräntorna, börjar stiga mot slutet av 2018 ökar hushållens räntekostnader snabbare vilket medför att inflationen mätt med KPI ökar snabbare än inflationen mätt med KPIF.

Inflationsprognosen uppreviderad det närmaste året

De konjunkturella förutsättningarna för inflationsutvecklingen bedöms vara i stort sett oförändrade sedan den förra penningpolitiska rapporten. Resursutnyttjandet bedöms vara fortsatt högt de närmaste åren. Detta bidrar till att inflationstrycket, som fortfarande bedöms vara måttligt, stiger i linje med tidigare bedömning. Detta illustreras av att även prognosen för KPIF-inflationen rensat för energiprisförändringar stabiliseras nära 2 procent under 2019.

Jämfört med prognosen i april väntas kronan vara svagare och energipriserna öka snabbare. Det innebär att KPIF-inflationen väntas öka snabbare det närmaste året, jämfört med prognosen i april. På lite sikt är dock prognosen oförändrad.

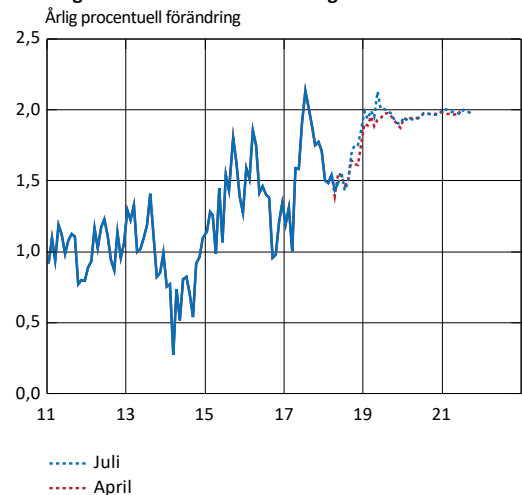
Diagram 4:14. Arbetskostnad per producerad enhet och vinstandel



Anm. Vinstandel avser driftöverskottet som andel av det totala förädlingsvärdet i näringslivet. Streckad blå linje avser genomsnitt för öknings-takten i arbetskostnad per producerad enhet i hela ekonomin sedan 1994.

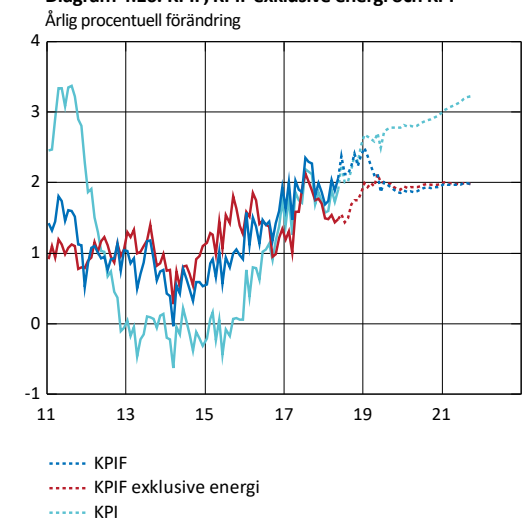
Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 4:15. KPIF exklusive energi



Källor: SCB och Riksbanken

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



Källor: SCB och Riksbanken

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos
Procent, kvartalsmedelvärden

	2018 kv 2	2018 kv 3	2018 kv 4	2019 kv 3	2020 kv 3	2021 kv 3
Reporänta	-0,50	-0,50 (-0,50)	-0,43 (-0,43)	0,01 (0,01)	0,57 (0,57)	1,15

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2016	2017	2018	2019	2020
KPIF	1,4	2,0	2,1 (1,9)	2,1 (1,9)	1,9 (2,0)
KPIF exkl. energi	1,4	1,7	1,6 (1,6)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)
KPI	1,0	1,8	2,0 (1,8)	2,7 (2,6)	2,9 (2,9)
HIKP	1,1	1,9	2,0 (1,8)	2,0 (1,9)	1,8 (1,9)

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

Källor: SCB och Riksbanken

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

	2016	2017	2018	2019	2020
Reporänta	-0,5	-0,5	-0,5 (-0,5)	-0,1 (-0,1)	0,5 (0,5)
10-årsränta	0,5	0,7	0,8 (0,9)	1,5 (1,7)	2,2 (2,4)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	111,7	112,9	116,9 (114,5)	112,8 (110,8)	109,3 (108,1)
Offentligt finansiellt sparande*	1,2	1,3	0,8 (0,9)	0,9 (0,9)	0,9 (0,8)

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

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

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2016	2017	2018	2019	2020
Euroområdet	0,11	0,48	1,8	2,6	2,1 (2,1)	1,7 (1,9)	1,6 (1,6)
USA	0,15	0,09	1,5	2,3	2,8 (2,8)	2,5 (2,5)	2,0 (2,0)
Japan	0,04	0,02	1,0	1,7	1,0 (1,3)	0,9 (0,8)	0,4 (0,4)
Kina	0,19	0,09	6,7	6,9	6,6 (6,6)	6,2 (6,2)	6,1 (6,1)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,1	2,9	2,7 (2,7)	2,4 (2,5)	2,2 (2,2)
Världen (PPP-vägd)	1,00	-	3,2	3,7	3,9 (3,9)	3,8 (3,8)	3,7 (3,7)

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen för 2018 enligt IMF. KIX-vikter avser vikter i Riksbankens kronindex (KIX) för 2018. Prognosen för BNP i världen är baserade på IMF:s prognoser för PPP-vikter. Prognosen för KIX-vägd BNP baseras på ett antagande om att KIX-vikterna kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de tidigare fem åren.

KPI	2016	2017	2018	2019	2020
Euroområdet (HIKP)	0,2	1,5	1,8 (1,5)	1,7 (1,5)	1,6 (1,7)
USA	1,3	2,1	2,6 (2,5)	2,3 (2,2)	2,2 (2,2)
Japan	-0,1	0,5	0,9 (1,1)	1,3 (1,4)	1,9 (1,9)
KIX-vägd	1,1	1,9	2,2 (2,0)	2,1 (2,0)	2,0 (2,1)

	2016	2017	2018	2019	2020
Styrränta i omvärlden, procent	-0,1	-0,1	0,1 (0,1)	0,2 (0,3)	0,5 (0,7)
Råoljepris, USD/fat Brent	45,1	54,8	72,9 (67,8)	72,1 (64,1)	68,4 (60,7)
Svensk exportmarknad	3,6	5,1	3,8 (4,6)	3,9 (4,1)	3,5 (3,9)

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

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

Tabell 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2016	2017	2018	2019	2020
Hushållens konsumtion	2,2	2,2	2,6 (2,5)	2,4 (2,5)	2,3 (2,5)
Offentlig konsumtion	3,1	0,4	0,8 (1,2)	1,0 (1,0)	1,1 (1,2)
Fasta bruttoinvesteringar	5,6	5,9	3,7 (3,3)	0,4 (0,9)	2,8 (2,8)
Lagerinvesteringar*	0,0	0,1	0,1 (0,0)	0,2 (0,2)	-0,1 (-0,1)
Export	3,3	3,6	4,0 (5,9)	3,9 (4,1)	3,7 (4,1)
Import	3,4	4,8	4,1 (5,5)	3,6 (4,0)	3,5 (4,2)
BNP	3,2	2,3	2,5 (2,6)	1,9 (2,0)	2,1 (2,1)
BNP, kalenderkorrigerad	3,0	2,5	2,6 (2,7)	1,9 (2,0)	1,8 (1,9)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	3,1	2,5	2,3 (2,2)	1,4 (1,6)	2,0 (2,1)
Nettoexport*	0,1	-0,3	0,1 (0,4)	0,3 (0,2)	0,2 (0,2)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	4,7	4,2	3,9 (4,0)	4,0 (4,0)	4,0 (3,9)

* 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

	2016	2017	2018	2019	2020
Folkmängd, 15–74 år	0,9	1,1	0,8 (0,8)	0,6 (0,5)	0,5 (0,3)
Potentiellt arbetade timmar	0,9	0,8	0,8 (0,8)	0,8 (0,6)	0,8 (0,5)
Potentiellt BNP	2,2	2,2	2,2 (2,1)	2,2 (2,0)	2,1 (2,0)
BNP, kalenderkorrigerad	3,0	2,5	2,6 (2,7)	1,9 (2,0)	1,8 (1,9)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	2,1	1,8	1,4 (1,6)	0,6 (0,5)	0,4 (0,4)
Sysselsatta, 15–74 år	1,5	2,3	1,6 (1,4)	0,6 (0,5)	0,5 (0,4)
Arbetskraft, 15–74 år	1,0	2,0	1,1 (1,0)	0,7 (0,6)	0,6 (0,5)
Arbetslöshet, 15–74 år*	6,9	6,7	6,2 (6,3)	6,3 (6,4)	6,4 (6,4)
BNP-gap	0,8	1,1	1,5 (1,5)	1,2 (1,4)	0,9 (1,3)
Tim-gap	0,0	1,0	1,6 (1,6)	1,4 (1,4)	1,1 (1,3)

* Procent av arbetskraften

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

	2016	2017	2018	2019	2020
Timlön, KL	2,4	2,4	2,7 (2,8)	3,1 (3,1)	3,4 (3,4)
Timlön, NR	2,2	2,7	3,0 (2,8)	3,1 (3,1)	3,4 (3,4)
Arbetsgivaravgifter*	0,7	-0,1	0,1 (0,0)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)
Arbetskostnad per timme, NR	3,0	2,6	3,1 (2,8)	3,2 (3,2)	3,5 (3,5)
Produktivitet	0,9	0,7	1,2 (1,1)	1,3 (1,5)	1,4 (1,5)
Arbetskostnad per producerad enhet	2,6	2,1	2,0 (1,7)	2,0 (1,7)	2,1 (2,1)

* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken



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

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