

# Penningpolitisk rapport

Februari 2017





## Penningpolitisk rapport

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

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

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

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 14 februari 2017. Rapporten går att ladda ned i pdf format på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) där det också finns mer information om Riksbanken.

---

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

# Penningpolitiken i Sverige

## PENNINGPOLITISK STRATEGI

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som ett mål för inflationen som innebär att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) 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.
- 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**

Global återhämtning men risker för bakslag 5

Den aktuella penningpolitiken 7

Osäkerhet och risker 10

## **FÖRDJUPNING – Reporäntan på lång sikt 14**

## **KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden 18**

Utvecklingen internationellt 18

Finansiella förhållanden i Sverige 20

## **KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget 23**

Inflation 23

Global och svensk konjunktur 25

## **KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna 28**

Omvärlden 28

Sverige 31

## **Tabeller 36**



## KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Den senaste tidens utfall och indikatorer pekar på ljusare ekonomiska utsikter den närmaste tiden, i både omvärlden och Sverige. Mot den bakgrunden bedöms den globala återhämtningen fortsätta och inflationen i omvärlden stiga ytterligare, i linje med tidigare prognos. På flera håll i världen råder det samtidigt stor politisk osäkerhet, vilket gör att riskerna för bakslag har ökat.

I Sverige har Riksbankens expansiva penningpolitik bidragit till en hög tillväxt, fallande arbetslöshet, stigande inflation och långsiktiga inflationsförväntningar som är förenliga med inflationsmålet. KPIF-inflationen var i december nära 2 procent men den senaste tidens uppgång har främst drivits av tillfälligt stigande energipriser. Exklusive energipriser är inflationen fortfarande låg. För att inflationen ska stabiliseras runt 2 procent krävs det ett fortsatt starkt konjunkturläge och att kronan inte stärks för snabbt. Den politiska osäkerheten medverkar till att penningpolitiken behöver vara fortsatt expansiv. Direktionen har beslutat att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Direktionen har också fattat beslut om att förlänga det mandat som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden. Reporäntebanan avspeglar att det fortsatt finns en större sannolikhet för att räntan sänks än att den höjs den närmaste tiden och att långsamma höjningar inleds först i början av 2018. Köpen av statsobligationer fortsätter enligt den plan som beslutades i december. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som ankare för pris- och lönebildningen.

### Global återhämtning men risker för bakslag

Återhämtningen i omvärlden fortsätter i en måttlig takt. Framåtblickande indikatorer såsom inköpschefsindex och konsumentförtroende har stärkts, och utvecklingen den närmaste tiden ser något starkare ut. En fortsatt expansiv penningpolitik och i viss mån även en mer expansiv finanspolitik understödjer återhämtningen.

Den politiska situationen på flera håll i världen, bland annat i USA, bidrar dock till att göra den ekonomiska och politiska utvecklingen mer svåröversäglig. Efter presidentvalet i USA i november 2016 steg långa räntor och aktiepriser globalt men uppgången stannade av före årsskiftet. Optimismen på finansmarknaderna under hösten kan bland annat kopplas till förväntningar om finanspolitiska stimulanser i USA som skulle bidra positivt till den ekonomiska aktiviteten och till högre inflation de närmaste åren. Under senare tid har dock tilltagande osäkerhet om hur den amerikanska ekonomiska politiken kommer att utformas avspeglats i utvecklingen på finansiella marknader i form av bland annat en tydlig försvagning av den amerikanska dollarn. Riksbankens prognos utgår, liksom i december, från att vissa skattesänkningar och infrastrukturinvesteringar kommer att genomföras men att politikens positiva effekter delvis motverkas av ökad protektionism. BNP-tillväxten i USA väntas bli 2,3 procent 2017 för att sedan gradvis avta.

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Den globala återhämtningen väntas fortsätta. Politisk osäkerhet gör dock att risken för bakslag har ökat.
Omvärldens centralbanker befinner sig i olika penningpolitiska faser. Federal Reserve väntas fortsätta höja styrräntan i år medan ECB fortsätter med sina tillgångsköp.
Svensk konjunktur är allt starkare men exklusive energipriser är inflationen fortfarande låg.
De långsiktiga inflationsförväntningarna är tillbaka nära 2 procent.
Under 2016 försvagades kronan, men sedan december har den förstärkts. Framöver väntas en långsam förstärkning.
Slutsats: För att inflationen ska stabiliseras runt 2 procent krävs det ett fortsatt starkt konjunkturläge och att kronan inte stärks för snabbt. Reporäntan behålls på -0,50 procent och köpen av statsobligationer fortsätter enligt den plan som beslutades i december 2016. Mandatet som underlättar att vid behov snabbt intervensera på valutamarknaden förlängs.

I ett längre perspektiv kan en alltför expansiv finanspolitik leda till att den offentliga skuldsättningen i USA växer till nivåer som istället hotar tillväxten. En mer protektionistisk handelspolitik och striktare immigrationslagar i USA och andra länder skulle också få negativa effekter på världshandeln och global tillväxt.

I Europa hålls val i Frankrike, Nederländerna och Tyskland under 2017. Valresultaten blir viktiga för huruvida utvecklingen mot en mer inåtvänd ekonomisk politik förstärks ytterligare. Samtidigt kvarstår risker kopplade till den europeiska banksektorn som fortsatt har en stor andel dåliga lån och svag lönsamhet.

Osäkerheten om den politiska utvecklingen i omvärlden innebär också att osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen är stor, och att riskerna för bakslag har ökat. Samtidigt pekar starka utfall och positiva indikatorer på att den globala återhämtningen fortsätter, i linje med tidigare bedömning. Den globala tillväxten väntas stiga från 3,1 procent 2016 till 3,7 procent 2019. Prognosen för BNP-tillväxten i de länder som är viktigast för svensk ekonomi (KIX-viktad) bedöms stiga från cirka 2,0 procent 2016 till drygt 2,2 procent per år 2017 till 2019. Ett gradvis högre resursutnyttjande i omvärlden och stigande energipriser medför att inflationen ökar. Inflationen (KIX-viktad) väntas i genomsnitt uppgå till cirka 2 procent under prognosperioden.

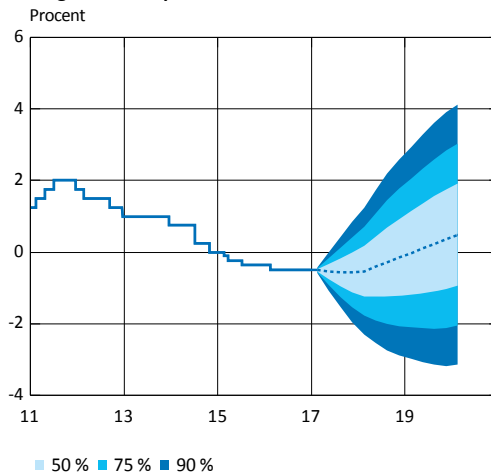
Federal Reserve lämnade penningpolitiken oförändrad i februari efter att ha höjt intervallet för sin styrränta med 0,25 procentenheter till 0,5–0,75 procent i december. Medien av prognoserna som görs av ledamöterna i den penningpolitiska kommittén indikerar ytterligare tre räntehöjningar (om 0,25 procentenheter vardera) under 2017, medan marknadens förväntningar är att räntan höjs två gånger. Den europeiska centralbanken, ECB, beslutade i december att förlänga sitt program för tillgångssköp fram till och med december 2017. Vid mötet i januari lämnades penningpolitiken oförändrad. Att de stora centralbankerna befinner sig i olika penningpolitiska faser illustreras bland annat av att den amerikanska dollarn har förstärkts mot euron de senaste åren.

### Svensk konjunktur allt starkare

Den svenska konjunkturen är god och väntas stärkas ytterligare under prognosperioden, även om det finns risker för bakslag kopplade till den politiska osäkerheten i omvärlden. Resursutnyttjandet är för närvarande över den normala nivån enligt flera indikatorer. De kommande åren, med en tillväxt som är snabbare än normalt, väntas resursutnyttjandet stiga ytterligare.

Den svenska BNP-tillväxten har sedan en tid tillbaka varit stark (se diagram 1:2). Förtroendemått visar att optimismen bland både företag och hushåll har stigit och exportordergången har stärkts på sistone. Detta tyder på att BNP-tillväxten växlade upp det fjärde kvartalet 2016 och tillväxtprognosen är något uppreviderad i närtid.

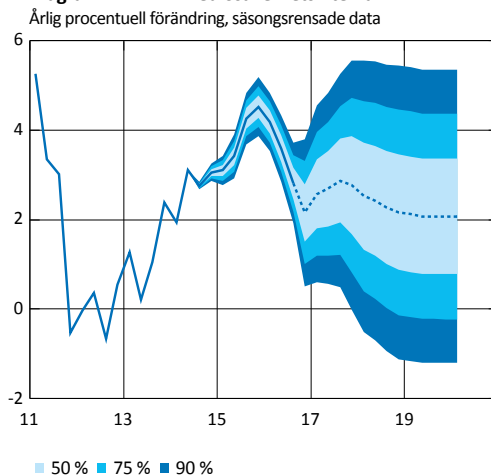
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall



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

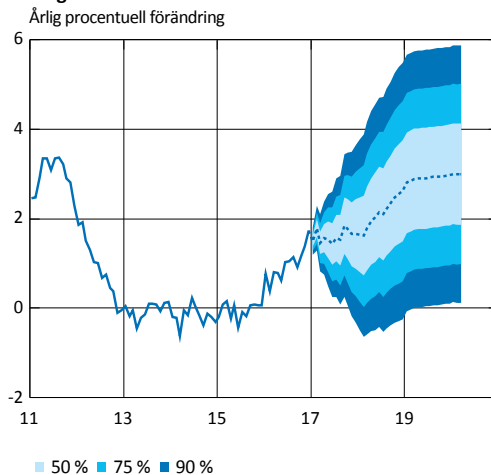
Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall



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. KPI med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken



Konjunkturåterhämtningen i omvärlden medför att efterfrågan på många av Sveriges viktigaste exportmarknader väntas öka de närmaste åren. Det bidrar till högre export och till att investeringsbehovet bland svenska företag ökar. Det starka konjunkturläget innebär att efterfrågan på arbetskraft väntas vara fortsatt stor även framöver. Men sysselsättningsgraden är redan hög, i synnerhet i vissa grupper, och både andelen företag som rapporterar brist på arbetskraft och andelen lediga jobb som behöver tillsättas omedelbart är på en hög nivå. Sysselsättningstillväxten väntas därför dämpas framöver. Sammantaget bedöms BNP växa med 2,5 procent i år och med i genomsnitt 2,2 procent per år 2018–2019.

### Goda förutsättningar för inflationsuppgång

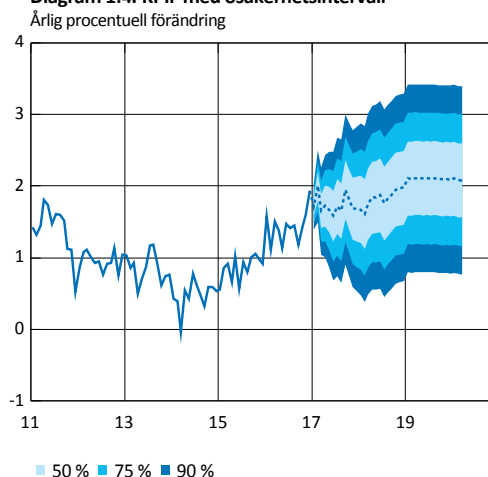
Inflationen har stigit trendmässigt sedan 2014. Den senaste tiden är framförallt energi- och livsmedelspriser som vänt uppåt och gett inflationstalen ytterligare skjuts. Inflationen i december var 1,7 procent enligt KPI och 1,9 procent enligt KPIF (se diagram 1:3 och diagram 1:4). Den uppåtgående trenden i KPIF exklusive energi har däremot dämpats under 2016 och uppgick till endast 1,3 procent i december (se diagram 1:5). Riksbanken bedömer dock att det finns goda förutsättningar för att uppgången i inflationen ska fortsätta även efter att prisökningarna på energi dämpats mot mer normala nivåer. Ett viktigt skäl till detta är att ett fortsatt stigande resursutnyttjande i ekonomin bidrar till högre inflation, men med viss eftersläpning.

Även växelkursen är viktig för inflationsutvecklingen. Sedan det penningpolitiska mötet i december har kronans växelkurs förstärkts, efter att ha försvagats under halvåret dessförinnan. Framöver väntas kronan fortsätta att stärkas, men långsamt. Då väntas istället det internationella pristrycket stiga och bidra till stigande inflation. Bilden av långsamt stigande inflation kvarstår (se diagram 1:5–1:7). KPIF-inflationen stabiliseras runt 2 procent i slutet av 2018.

## Den aktuella penningpolitiken

Den miljö penningpolitiken i Sverige verkar i har under en längre tid präglats av låg inflation, stor osäkerhet om konjunkturutvecklingen i omvärlden och låga globala räntor. Syftet med den expansiva penningpolitiken är att inflationen ska stiga och stabiliseras runt målet på 2 procent och att inflationsförväntningarna ska vara förenliga med inflationsmålet. Ett högt förtroende för inflationsmålet skapar förutsättningar för en väl fungerande pris- och lönebildning och bidrar på detta sätt till en god ekonomisk utveckling. Mot den bakgrunden har Riksbanken sänkt reporäntan till –0,50 procent och genomfört omfattande köp av statsobligationer.

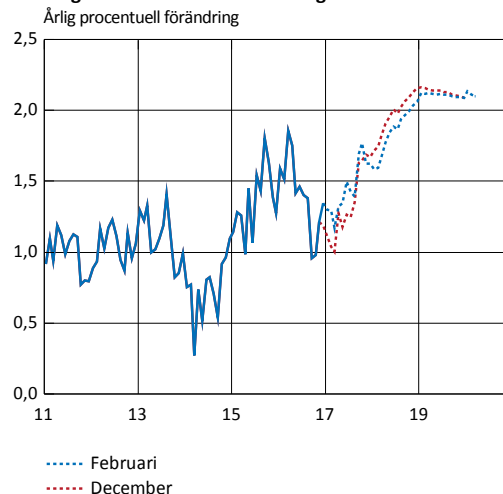
**Diagram 1:4. KPIF med osäkerhetsintervall**



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

Källor: SCB och Riksbanken

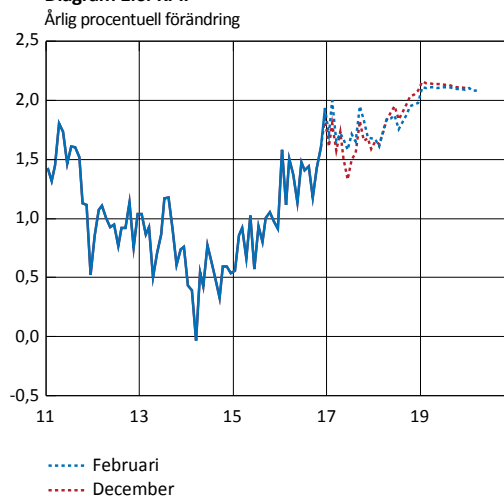
**Diagram 1:5. KPIF exklusive energi**



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:6. KPIF**



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

### Fortsatt expansiv penningpolitik krävs för att inflationen ska stabiliseras runt 2 procent

De senaste åren har den svenska ekonomin utvecklats positivt med hög tillväxt, fallande arbetslöshet och stigande inflation. Riksbankens expansiva penningpolitik har genom att pressa ner räntorna bidragit till den positiva utvecklingen. Att de långsiktiga inflationsförväntningarna är tillbaka på nivåer som är förenliga med inflationsmålet är ett tecken på att förtroendet för penningpolitiken har stärkts. De senaste mätningarna från Prospera visar att marknadsaktörerna bedömer att inflationen både på två och fem års sikt kommer att vara nära 2 procent (se diagram 1:8).

På flera håll i världen råder det stor politisk osäkerhet vilket skapar risker för återhämtningen i den internationella ekonomin. Men den senaste tidens utfall och indikatorer pekar på ljusare utsikter den närmaste tiden i ekonomier som är viktiga för Sveriges export. Sedan den penningpolitiska rapporten i december har den realekonomiska utvecklingen i omvärlden sammantaget varit i linje med Riksbankens prognos. Bilden av en måttlig global återhämtning kvarstår därmed.

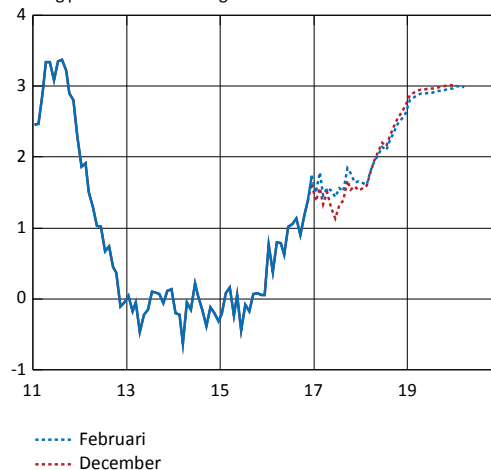
I svensk ekonomi är stämmningsläget fortsatt ljust, tillväxten bedöms vara högre än normalt och arbetsmarknaden blir allt mer ansträngd. På kort sikt ser konjunkturutsikterna något starkare ut, men jämfört med bedömningen i december är prognoserna endast marginellt reviderade. Den samlade bilden kvarstår med en stark svensk konjunktur som väntas fortsätta att förbättras de kommande åren, och detta krävs också för att inflationen ska fortsätta att stiga.

De senaste åren har inflationen stigit trendmässigt och den allt starkare konjunkturen innebär alltså att det finns goda förutsättningar för en fortsatt uppgång. De senaste månaderna har dock uppgången till stor del drivits av högre energipriser. När dessa inte bidrar lika mycket bedöms KPIF-inflationen falla tillbaka något. Detta sker under första halvåret 2017. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi är fortsatt låg och har under senare tid bara stigit svagt. Först i slutet av 2018 bedömer Riksbanken att inflationen stabiliseras runt 2 procent.

Kronans växelkurs fortsätter att skapa osäkerhet kring inflationens utveckling. Under en stor del av 2016 utvecklades kronan svagare än i Riksbankens prognoser men sedan december har den blivit klart starkare än väntat (se diagram 1:9). I Riksbankens nuvarande prognos väntas den senaste tidens snabba förstärkning inte fortsätta utan växelkursen väntas förstärkas långsamt framöver i takt med att konjunkturen förbättras. För inflationsuppgången är det viktigt att förstärkningen sker just långsamt. Om förstärkningen sker alltför snabbt skulle det kunna leda till att priserna på importerade varor och tjänster ökar långsammare och till att efterfrågan på svensk export blir lägre. En sådan utveckling skulle göra det svårare för Riksbanken att få upp inflationen.

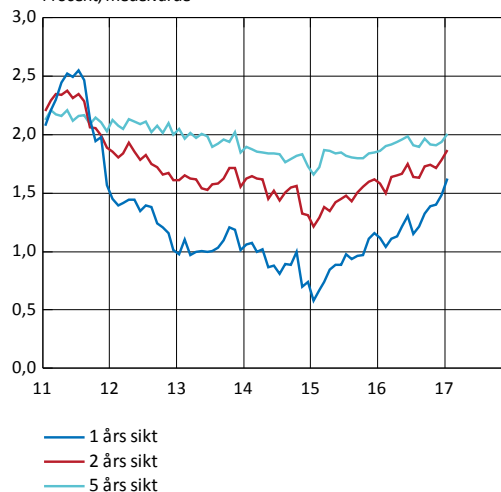
Inflationen har varit låg länge och det krävs ett fortsatt starkt konjunkturläge och att kronan inte stärks för snabbt för

**Diagram 1:7. KPI**  
Årlig procentuell förändring



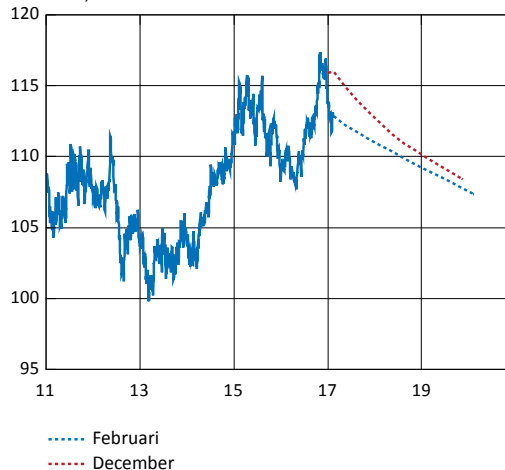
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:8. Inflationsförväntningar bland penningmarknadens aktörer**  
Procent, medelvärde



Källa: TNS Sifo Prospera

**Diagram 1:9. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX**  
Index, 1992-11-18 = 100



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

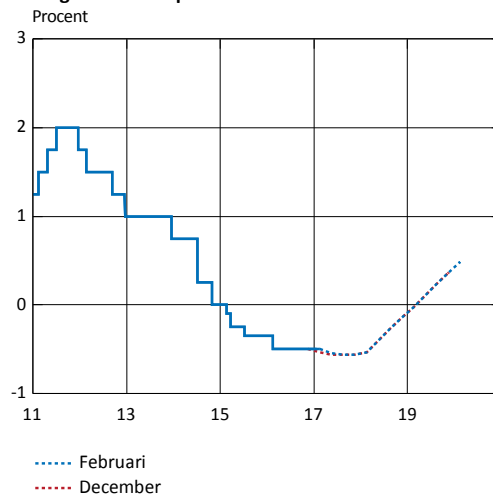
att inflationen ska stabiliseras runt inflationsmålet. Penningpolitiken behöver därmed även fortsättningsvis vara mycket expansiv. Den politiska osäkerheten i omvärlden, som i förlängningen även kan få negativa effekter på den svenska konjunktur- och inflationsutvecklingen, understryker också vikten av en fortsatt expansiv penningpolitik. Direktionen har beslutat att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Reporäntebanan avspeglar att det fortsatt finns en större sannolikhet för att räntan sänks än att den höjs den närmaste tiden och att långsamma höjningar inleds först i början av 2018 (se diagram 1:10). Prognosen innebär att reporäntan under de närmaste åren kommer att vara avsevärt lägre än den långsiktigt normala nivån (se även fördjupningen "Reporäntan på lång sikt"). Köpen av statsobligationer fortsätter under första halvåret 2017, såsom beslutades i december 2016. Direktionen har också fattat beslut om att förlänga det mandat som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden. Förlängningen av mandatet, som sker till oktober 2017, motiveras av den stora osäkerhet som råder kring utvecklingen av kronans växelkurs och de konsekvenser det kan få för inflationen.

Tillsvidare återinvesteras också förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen. Under 2017 kommer dessa förfall och kupongbetalningar att uppgå till ungefär 30 miljarder kronor och återinvesteringarna planeras fortgå under hela året. Vid mitten av 2017 kommer köpen av statsobligationer att uppgå till 275 miljarder kronor, exklusive återinvesteringar (se diagram 1:11).

Penningpolitiken är alltså, precis som på flera andra håll i världen, mycket expansiv och kommer att förbli så de kommande åren. Den reala reporäntan väntas exempelvis vara negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:12).

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

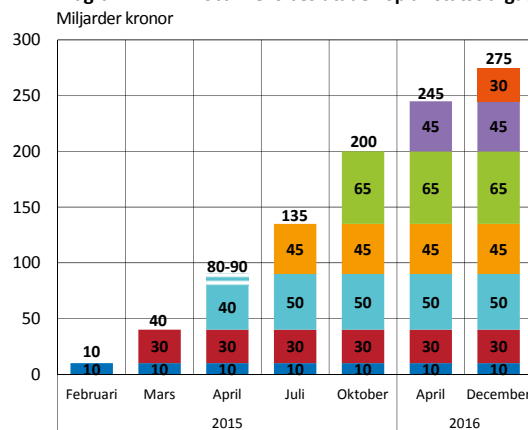
**Diagram 1:10. Reporänta**



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

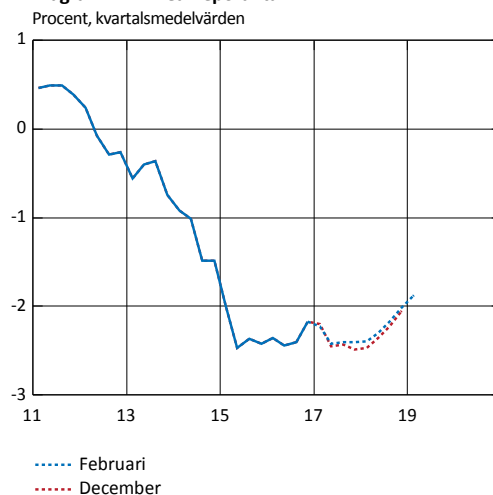
**Diagram 1:11. Riksbankens beslutade köp av statsobligationer**



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

Källa: Riksbanken

**Diagram 1:12. 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

## Osäkerhet och risker

Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra, vilket osäkerhetsintervallen i diagram 1:1–1:4 illustrerar. I Riksbankens prognoser ska riskerna för en bättre respektive sämre utveckling i princip vara balanserade. Det är dock svårt att bedöma hur sannolika olika framtida händelser är och vilka konsekvenserna skulle bli om de inträffar.

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

### Osäkerhet kring inflationsprognosen

Utfall och indikatorer har överlag utvecklats positivt sedan i december men den politiska situationen på flera håll i världen, bland annat i USA, bidrar till att göra den ekonomiska och politiska utvecklingen mer svårförutsägbar. Den politik som aviserats av USA:s president innebär att risken ökar för mindre handel med andra länder och mindre invandring till USA. En sådan utveckling skulle, främst på lite längre sikt, innebära en lägre ekonomisk tillväxt globalt. Mer protektionism och därmed högre importkostnader och mindre konkurrens skulle samtidigt kunna medföra högre inflation. Storbritanniens beslut att lämna EU får liknande följder men effekterna på omvärlden är troligtvis mer begränsade. I Europa hålls val i Frankrike, Nederländerna och Tyskland under 2017. Dessa val blir viktiga för huruvida utvecklingen mot en mer inåtvänd ekonomisk politik förstärks ytterligare. Den ökade osäkerheten som detta för med sig illustreras bland annat av de större skillnaderna mellan statsobligationsräntor i Europa den senaste tiden, exempelvis är skillnaden mellan franska och tyska 10-åriga statsobligationsräntor den högsta sedan 2012.

USA:s president har även aviserat omfattande finanspolitiska stimulanser, men det är ännu oklart hur dessa kommer att utformas och i vilken utsträckning de sedan genomförs. En mer expansiv finanspolitik innebär sannolikt att efterfrågan och inflationen blir högre och att penningpolitiken i USA behöver stramas åt snabbare. Stora budgetunderskott och en växande statskuld skulle också kunna innebära att politiken uppfattas som ohållbar på längre sikt och att långivare därmed skulle kräva en större kompensation för att hålla amerikanska statsobligationer. Snabbt stigande räntor i USA skulle sannolikt påverka ränteläget i världen i övrigt och därmed utgöra en påfrestning för stater, företag och hushåll med stora skulder.

En viktig risk i euroområdet är kopplad till banksektorn som i vissa länder har strukturella problem med svag lönsamhet och en stor andel dåliga lån. Dessa problem har fått ökad

### KPI, KPIF och HIKP

Det vanligaste måttet på inflation i Sverige är konsumentprisindex, KPI. KPI är målvariabel för penningpolitiken men syftet med måttet är också att beräkna den påverkan prisförändringar har på hushållens levnadskostnader och det används bland annat för att räkna ut prisbasbeloppet. I KPI ingår hushållens räntekostnader för boende som direkt påverkas av Riksbankens reporänta. Därför är det ibland lämpligt att i stället titta på KPIF, där bostadsräntorna hålls konstanta. Det EU-harmoniserade inflationsmålet HIKP påverkas inte heller direkt av förändrade bostadsräntor eftersom hushållens boendekostnader till stor del utelämnas. Till skillnad från KPI syftar HIKP inte till att vara ett levnadskostnadsindex, utan är i stället tänkt att vara ett mått som är bra för penningpolitiska ändamål. HIKP kallas därför ofta ett inflations-index och är målvariabel för penningpolitiken i bland annat euroområdet och Storbritannien. Att KPI, KPIF och HIKP har olika syften innebär att de beräknas på delvis olika sätt. Trots skillnaderna i konstruktion är inflationen mätt med HIKP och KPIF likartad, medan KPI-inflationen varierar mer. Mer information om olika inflationsmått och relaterade frågeställningar finns i Riksbanksstudien "Riksbankens inflationsmål – målvariabel och intervall" (september 2017).

uppmärksamhet under senare tid men det finns ett flertal oklarheter om hur de kommer att hanteras. Detta är några exempel på viktiga omvärldsrisker som centralbanker behöver bevaka noggrant då en ogynnsam utveckling snabbt skulle kunna förändra förutsättningarna för penningpolitiken. Alla dessa risker är dock svåra att siffersätta.

Kronrörelserna under det senaste året illustrerar att prognoser för växelkursen är mycket osäkra. En alltför stor och snabb förstärkning av växelkursen skulle dämpa importpriserna och efterfrågan, vilket skulle göra det svårare att nå inflationsmålet i den takt som Riksbanken nu förutser. Problemen skulle kunna bli särskilt allvarliga om förtroendet för inflationsmålet på nytt försvagas. Denna risk är särskilt stor när inflationen varit låg under en längre tid.

Sambandet mellan kronans utveckling och inflationen beror samtidigt till stor del på vad som driver rörelserna i växelkursen.<sup>2</sup> Om kronan stärks som ett resultat av en global konjunkturuppgång stiger samtidigt efterfrågan, vilket kan motverka de dämpande effekterna av den starkare kronan på inflationen. Att identifiera vad som driver förändringar i kronans växelkurs är dock svårt.

Resursutnyttjandet stiger och väntas bli högre än normalt under prognosperioden. Enligt historiska samband bör därmed lönerna öka snabbare och inflationen bli högre framöver. Men det är svårt att veta hur snabbt resursutnyttjandet påverkar löneökningstakten och inflationen, och det skapar osäkerhet i löne- och inflationsprognoserna.<sup>3</sup>

Inflationen kan också komma att stiga snabbare än i prognosen. Den senaste tiden har realekonomin stärkts relativt snabbt både i omvärlden och i Sverige. Om denna utveckling skulle fortsätta kan resursutnyttjandet och därmed inflationen drivas upp ganska snabbt. Inflationen har dock underskridit målet under lång tid och skulle inflationen tillfälligt bli något högre än inflationsmålet behöver det inte innebära att penningpolitiken måste göras mindre expansiv i närtid.

### Risker med låg inflation

När inflationsförväntningarna är väl förankrade kring Riksbankens inflationsmål på 2 procent är det lättare för penningpolitiken att nå målet. Om inflationen ligger under inflationsmålet en längre tid riskerar inflationsförväntningarna att bita sig fast på alltför låga nivåer. Det kan skapa osäkerhet för hushåll och företag när de ska fatta ekonomiska beslut. Till exempel kan det bli svårare för företagen att bedöma hur de egna kostnaderna och intäkterna kommer att utvecklas, vilket kan påverka investeringar och nyanställningar negativt.

Förankrade inflationsförväntningar är särskilt viktiga för att lönebildningen ska fungera väl. En väl fungerande löne-

<sup>2</sup> Se även fördjupningen "Växelkursens genomslag på inflationen" i Penningpolitisk rapport december 2016.

<sup>3</sup> Se även fördjupningen "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation" i Penningpolitisk rapport oktober 2016.

bildning lägger i sin tur grunden för en god utveckling på arbetsmarknaden och i förlängningen också för en stabil prisutveckling. En alltför låg inflation kan dessutom försvåra anpassningen av reallönerna eftersom de nominella löner vanligtvis stiger och sällan sänks. Det kan medföra en högre arbetslöshet och en ytterligare press nedåt på inflationen.

Den expansiva penningpolitiken med bland annat en negativ reporänta syftar till att inflationen ska stiga mot målet på 2 procent. Med en mindre expansiv penningpolitik skulle risken öka för att inflationen är alltför låg länge. Om så blir fallet kommer också räntan att behöva vara låg under en längre tid, och olika negativa sidoeffekter av penningpolitiken kan då bli större. Det skulle då också göra det svårare att motverka effekterna av en konjunkturavmattning. Dagens mycket expansiva penningpolitik bidrar på så sätt till att räntorna framöver kan stiga snabbare än annars. Riskerna för olika negativa sidoeffekter av låga och negativa räntor kan då förväntas avta, och utrymmet för penningpolitiken att motverka framtida konjunktursvackor blir större.

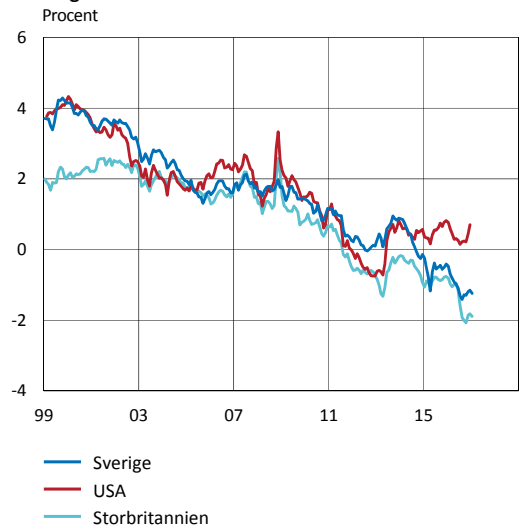
### Risker med låga och negativa räntor

Centralbankernas styrräntor har varit låga och i vissa fall negativa under en tid. Det beror framför allt på en nedåtgående global trend i realräntan (se diagram 1:13). Denna trend innebär att centralbanker har behövt vidta mycket kraftiga åtgärder för att stimulera den ekonomiska tillväxten och motverka riskerna med alltför låg inflation (se även fördjupningen "Reporäntan på lång sikt" i denna rapport).

Samtidigt kan det låga ränteläget leda till att tillgångar övervärderas och risker inte prissätts fullt ut, vilket kan öka sårbarheten i det finansiella systemet. Hushållens skulder som andel av deras disponibla inkomster fortsätter att öka under kommande år (se diagram 1:14). I slutet av prognosperioden bedöms andelen vara nära 195 procent, vilket är en historiskt mycket hög nivå. En utveckling där skulderna hela tiden stiger i snabbare takt än inkomsterna är inte hållbar. Bostadspriserna fortsätter också att stiga även om ökningstakten avtog under 2016 (se diagram 1:15).

Riksbanken bedömer att värderingarna på den svenska bostadsmarknaden är höga i ett historiskt perspektiv. Detta, tillsammans med en allt högre skuldsättning i hushållssektorn och det faktum att en allt större del av lånen är till rörlig ränta, har gjort både hushållen och bankerna mer sårbara. Höga skulder kan vara särskilt problematiska om den ekonomiska utvecklingen skulle bli betydligt sämre än förväntat. Högt skuldsatta hushåll kan då bli tvungna att minska sin konsumtion. Detta skulle kunna förstärka den ekonomiska inbromsningen ytterligare, i synnerhet om bostadspriserna dessutom börjar falla. Erfarenheterna visar att även hushåll med goda ekonomiska marginaler ofta väljer att dra ned på sina konsumtionsutgifter i sådana situationer.

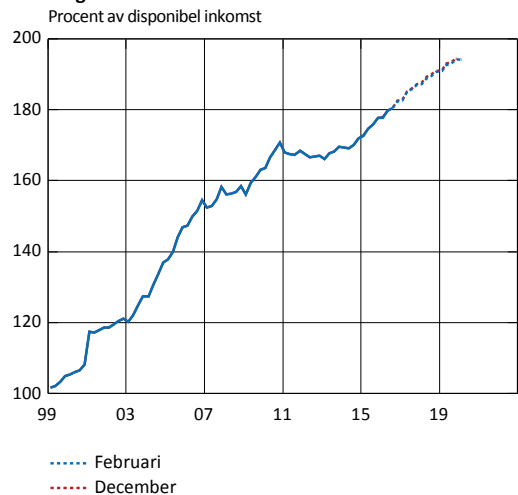
Diagram 1:13. Realräntor



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

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

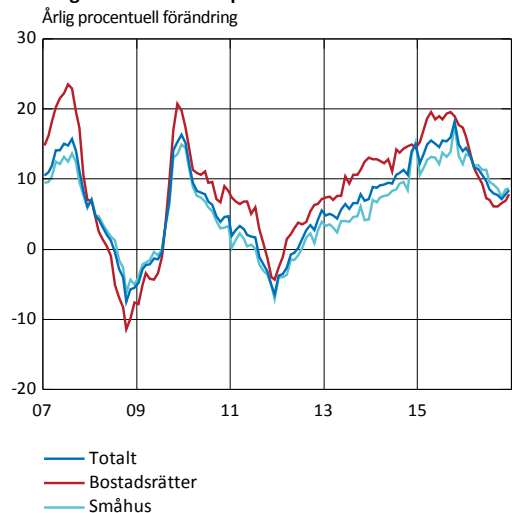
Diagram 1:14. Hushållens skulder



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:15. Bostadspriser



Källa: Valueguard

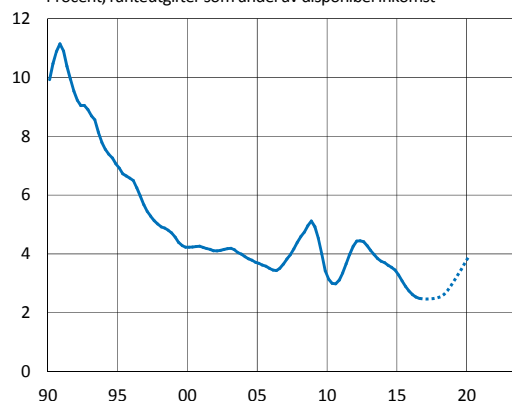
### Riskerna med hushållens skuldsättning kvarstår – brådskar med ytterligare åtgärder

Den höga och ökande skuldsättningen kan äventyra den finansiella och makroekonomiska stabiliteten. För att få en långsiktigt hållbar utveckling för svensk ekonomi, med stabil konjunktur och inflation, behövs därför en kombination av åtgärder inom olika politikområden. Detta är särskilt viktigt då räntorna förväntas vara fortsatt låga under en lång tid (se fördjupningen ”Reporäntan på lång sikt”). Det behövs dels åtgärder för att få en bättre balans mellan utbud och efterfrågan på bostadsmarknaden, dels förändringar av skatter i syfte att minska hushållens vilja eller förmåga att skuldsätta sig. Även ytterligare makrotillsynsåtgärder kan behöva vidtas, exempelvis införandet av ett skuldkvotstak som begränsar hur mycket ett hushåll får låna i relation till sin inkomst. En annan möjlig åtgärd är att se över regelverk så att bankerna får större incitament att ge lån med långa räntebindningstider, och hushållen större incitament att välja sådana lån.<sup>4</sup> Hushållens höga skuldsättning i kombination med att deras lån i stor utsträckning har rörlig ränta innebär att hushållens räntekänslighet är hög. Hushållens ränteutgifter som andel av de disponibla inkomsterna kan komma att förändras relativt mycket framöver även vid förhållandevis små ändringar av reporäntan (se diagram 1:16). I slutet av prognosperioden väntas reporäntan ha stigit med en procentenhet från dagens nivå. En ökad andel bundna boräntor skulle innebära att hushållen blir mindre räntekänsliga.

En kraftigt höjd reporänta skulle förvisso bromsa skulduppbyggnaden men samtidigt leda till högre arbetslöshet och lägre inflation. Andra åtgärder som är mer specifikt inriktade på att minska riskerna förknippade med hushållens skulder har mindre negativa effekter på ekonomin i övrigt. Om inga ytterligare åtgärder vidtas bedöms de samhällsekonomiska obalanserna öka. Det kan i förlängningen bli mycket kostsamt för Sveriges ekonomi.

Diagram 1:16. De svenska hushållens räntekvot

Procent, ränteutgifter som andel av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken

<sup>4</sup> Se även fördjupningen ”Räntebindningstider på svenska bolån” i Finansiell Stabilitetsrapport 2015:1, samt Holmberg, U. et al. En analys av räntebindningstiden på svenska bolån, *Ekonomisk kommentar nr 7* 2015, Sveriges riksbank.

## FÖRDJUPNING – Reporäntan på lång sikt

I en liten öppen ekonomi som den svenska påverkas inhemska räntor i stor utsträckning av internationella skeenden. De senaste decennierna har nominella och reala räntor fallit trendmässigt världen över. De globala faktorer som kan förklara utvecklingen är dels strukturella trender som påverkar sparande och investeringar, dels konjunkturella faktorer kopplade till finanskrisen och eurokrisen. Den globala återhämtningen efter finanskrisen har nu pågått en längre tid och inflationen stiger, vilket väcker frågan om vart räntorna i omvärlden och i Sverige är på väg på lång sikt. De strukturella faktorer som bidragit till att räntorna fallit de senaste decennierna bedöms till viss del hålla ned räntorna även framöver. Riksbankens samlade bedömning är att reporäntan på lång sikt kan väntas ligga mellan 2,5 och 4,0 procent, vilket är lägre än det tidigare publicerade intervallet. Riksbankens prognos innebär dock att reporäntan kommer att vara avsevärt lägre än den långsiktigt normala nivån under de närmaste åren.

### Räntorna har sjunkit under lång tid

Globala räntor har sjunkit trendmässigt de senaste decennierna och även om i synnerhet nominella långräntor har stigit något den senaste tiden är både nominella och reala räntor historiskt låga (se diagram 1:13). En del av förklaringen till dagens låga räntor kan hänföras till strukturella trender som inte i första hand påverkas av konjunkturen, en annan del är konjunkturell och kopplad till den internationella finansiella krisen och den europeiska skuld krisen. Studier visar att djupa och långa lågkonjunkturer kan få långvariga effekter och det kan därför vara svårt att särskilja strukturella trender från konjunkturella.

Trenden i realräntor bestäms av strukturella faktorer medan trenden i nominella räntor även påverkas av inflationsförväntningar. Nedgången i nominella räntor drevs fram till mitten av 1990-talet delvis av att inflationsförväntningarna sjönk i många länder. Därefter har inflationsförväntningarna varit förhållandevis stabila och det är istället andra faktorer som drivit ned realräntorna och därmed även de nominella räntorna. Realräntorna har fallit både i avancerade ekonomier och i tillväxtländer, vilket talar för att globala faktorer ligger bakom utvecklingen.

Det är främst realräntor som bör påverka investerings- och konsumtionsbeslut.<sup>5</sup> Riksbanken och andra centralbanker har därför behövt anpassa sig till de nedåtgående trenderna i realräntor och sänka sina styrräntor till mycket låga, i vissa fall negativa, nivåer för att stimulera efterfrågan och få upp inflationen.

Att räntorna är låga trots att återhämtningen efter finanskrisen har pågått en längre tid och inflationen nu stiger väcker frågan om vart räntorna i omvärlden och i Sverige är på väg i ett längre perspektiv. Men för att bilda sig en uppfattning om hur ränteläget kommer att utvecklas framöver är det viktigt att först försöka förstå vilka faktorer som ligger bakom nedgången i reala räntor.

### Vad bestämmer räntan på lång sikt?

Hur reala räntor utvecklas i ett längre tidsperspektiv bestäms av faktorer som påverkar sparandet och investeringarna. På lång sikt är det faktorer som ligger utanför centralbankernas kontroll. För en liten öppen ekonomi som Sverige påverkas inhemska räntor i stor utsträckning av internationella skeenden, åtminstone så länge den inhemska ekonomin är i god ordning. Svaga offentliga finanser, långvariga underskott i bytesbalansen eller en inhemskt genererad finansiell kris är faktorer som kan innebära att den inhemska räntenivån avviker från omvärldens under en förhållandevis lång tidsperiod.

Det globala sparandets, och investeringarnas, andel av global BNP har varit relativt oförändrad under en längre tid (se diagram 1:17). För att förklara att räntor samtidigt fallit ligger det därför nära till hands att försöka finna faktorer som har ökat viljan att spara och minskat viljan att investera.

Demografiska förändringar har i flera studier pekats ut som en viktig förklaring till nedgången i räntorna.<sup>6</sup> En ut-

<sup>5</sup> Ett hushålls beslut att konsumera idag eller spara till en viss nominell ränta för att konsumera senare beror bland annat på mängden varor och tjänster det kan konsumera i de två fallen. För att kunna göra denna jämförelse behöver hushållet ta hänsyn till förväntade prisförändringar. Då den reala räntan definieras som nominell ränta minus förväntad inflation är det således denna ränta som blir relevant i hushållets beslut. Samma principer gäller för företag som ska välja mellan att investera eller avstå från att göra det.

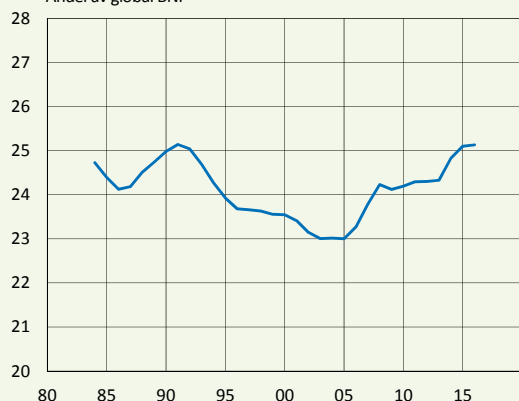
<sup>6</sup> Rachel, L och Smith, T. (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", Staff Working Paper No. 571. Bank of England. Carvalho, C., Ferrero, A. och Nechio, F. (2016), "Demographics and Real Interest Rates: Inspecting the Mechanism", Working Paper 2016-05, Federal Reserve Bank of San Francisco. Gagnon, E., Johansson, B.-K. och Lopez-Salido, D. (2016), "Understanding the New Normal: The Role of Demographics", Finance and Economics Discussion Series 2016-080, Board of Governors of the Federal Reserve System.



gångspunkt är att sparandet är som högst under de yrkesaktiva åren i en människas liv. I världen som helhet har andelen yngre och äldre i befolkningen minskat sedan slutet på 1960-talet fram tills för några år sedan (se diagram 1:18). Denna förskjutning i befolkningssammansättningen mot en större andel i de åldersgrupper som arbetar och sparar har bidragit till att den totala sparbenägenheten ökat. Att människor även lever längre innebär, vid oförändrad pensionsålder, att sparandet behöver öka under yrkeslivet. Samtidigt har befolkningstillväxten i världen

**Diagram 1:17. Globala investeringar**

Andel av global BNP

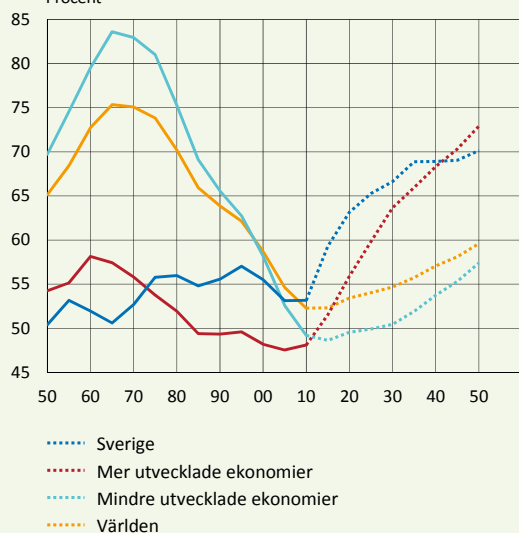


Anm. Löpande priser, 5 års glidande medelvärde.

Källa: IMF

**Diagram 1:18. Yngre och äldre som andel av befolkningen**

Procent



Anm. Befolkningen i åldersgrupperna 0–14 år och över 65 år som andel av befolkningen 15–64 år. Data är på 5-års frekvens och observationen för 2015 är en uppskattning.

Källa: FN

minskat och med en tidsfördröjning även tillväxten i arbetskraften. När arbetskraften ökar långsammare behöver inte heller investeringar i kapitalstocken växa lika snabbt som tidigare.

Sparandet påverkas även av inkomstfördelningen inom länder eftersom individer med högre inkomster har en högre sparbenägenhet än individer med låg inkomst. Ökade inkomstskillnader i flera länder kan därför ha inneburit att den totala sparbenägenheten ökat. Inkomstökningar i tillväxtländer kan också ha bidragit till ökat sparutrymme. Slutligen har det också skett ett ökat offentligt försiktighetssparande i många tillväxtländer efter Asienkrisen 1997-1998, där bland annat centralbanker byggt upp sina valutareserver för att kunna parera stora kapitalutflöden.

Nedgången i reala räntor kan även förklaras av olika faktorer som minskat viljan att investera. En lägre förväntad tillväxt till följd av en långsammare teknikutveckling eller en svagare tillväxt i arbetskraften innebär ett dämpat investeringsbehov. Flera andra förklaringar har också lyfts fram. Priset på kapitalvaror har fallit relativt priset på konsumtionsvaror, vilket kan innebära att investeringsbenägenheten minskar. Offentliga investeringar som andel av BNP har fallit under en lång tid, vilket skulle kunna förklaras av att det politiska stödet för sådana investeringar minskat. Slutligen så har skillnaden ökat mellan räntorna som företagen möter och statsobligationsräntorna. Därmed har investeringsviljan vid en given nivå på den riskfria räntan fallit.

De flesta internationella studier är eniga om att de ovanstående faktorerna tillsammans kan förklara en stor del av nedgången i räntorna sedan mitten av 1990-talet även om studierna skiljer sig åt vad gäller de enskilda faktorernas relativa betydelse.<sup>7</sup>

### Mycket talar för att den långsiktiga globala räntan sjunkit

Även om bedömningarna skiljer sig åt så pekar internationella studier samstämmigt på att den långsiktiga, mer normala, nivån på reala räntan idag är betydligt lägre än tidigare. Många studier utmynnar i att den reala räntan på lång sikt troligen kommer att ligga runt 1 procent eller ännu lägre. Givet inflationsförväntningar på cirka 2 procent skulle detta motsvara en nominell ränta på runt 3 procent. Denna utveckling är inte begränsad till de avancerade ekonomierna utan bedömningar om vad som är en långsiktigt normal ränta har fallit trendmässigt även i många tillväxtländer i Asien.<sup>8</sup>

Eftersom det rör sig om en global trend i räntorna har flera centralbanker justerat ned sina bedömningar av den egna ekonomins långsiktiga normala ränta. Medlemmarna

<sup>7</sup> Holston, K., Laubach, T. och Williams, J.C. (2016), "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants", Working Paper 2016-11, Federal Reserve Bank of San Francisco. Rachel, L. och Smith, T. (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", Staff Working Paper No. 571. Bank of England. Hamilton, J.D., Harris, E.S., Hatzius, J. och West, K.D. (2015), "The Equilibrium Real Funds Rate:

Past, Present, and Future," US Monetary Policy Forum, New York., Constâncio, V. (2016), "The challenge of low real interest rates for monetary policy," Vice-President ECB, tal 15 juni 2016.

<sup>8</sup> Zhu, F. (2016). "Understanding the changing equilibrium real interest rates in Asia-Pacific", BIS Working Papers No 567,

i den amerikanska centralbankens penningpolitiska kommitté har successivt reviderat ned sin medianbedömning från 4,25 procent 2012 till 3,0 procent i december 2016.<sup>9</sup> Även den kanadensiska centralbanken har reviderat ned sin bedömning från 5,25 procent i mitten av 2000-talet till 3,25 procent ( $\pm 0,5$  procentenheter).<sup>10</sup> Norges centralbank bedömer att den så kallade neutrala nominella marknadsräntan befinner sig i intervallet 2,5 till 3,5 procent på några års sikt.<sup>11</sup>

### Riksbanken har sett över sin bedömning ett antal gånger de senaste åren

Det sker kontinuerligt förändringar i ekonomin som påverkar den långsiktiga ränteutvecklingen. Riksbanken har därför vid ett antal tillfällen det senaste decenniet sett över sitt intervall för den långsiktiga nivån på reporäntan. Långsiktig nivå kan i detta sammanhang tolkas som den nivå reporäntan väntas nå om cirka 5-10 år, i ett läge som bedöms vara konjunktorellt normalt. I juni 2006 utmynnade en analys baserad på historiska realräntor och tillväxt i Sverige och omvärlden i slutsatsen att reporäntan på lång sikt troligen ligger i intervallet 3,5–5,0 procent.<sup>12</sup> Denna analys följdes sedan upp 2010 med slutsatsen att det var mer troligt att den låg i intervallet 3,5–4,5 procent.<sup>13</sup> Under 2014 aktualiserades frågan igen mot bakgrund av att prognosen för reporäntan var betydligt lägre än intervallet trots att svensk ekonomi i slutet av prognosperioden bedömdes vara mer eller mindre i balans med en KPIF-inflation nära målet. Slutsatsen då var att det ännu var för tidigt att avgöra i vilken utsträckning det låga globala ränteläget avspeglade konjunktorella eller mer långsiktiga faktorer. Men bedömningen var att räntorna skulle vara låga under en lång tid.<sup>14</sup> Denna bedömning har bland annat avspeglats i de publicerade reporäntebanorna sedan dess.

### Långsiktig reporänta i ljuset av historisk tillväxt och historiska räntenivåer

Perioden sedan 2008 är starkt präglad av finanskrisen och eurokrisen, vilket innebär att det är svårt att avgöra om de historiska genomsnittet verkligen ger en bild av ett normalt konjunkturläge. Som framgår i tabell 1:1 har den faktiska genomsnittliga BNP-tillväxten per capita sedan 2008 sjunkit ytterligare något och nedgången i de korta reala räntorna, som i genomsnitt varit omkring 2 procent sedan 1960-talet, har förstärkts.

Tabell 1:2. Tillväxt och nominella samt reala räntor

Procent

	1960-2008	1998-2008	1998-2016***
<b>Tillväxt i BNP per capita</b>			
Sverige	2,3	2,7	1,9
Internationellt*	2,1	2,0	1,5
<b>Nominell 3-månadersränta</b>			
Sverige	6,8	3,3	2,2
Internationellt*	6,9	4,4	3,1
<b>Real 3-månadersränta**</b>			
Sverige	1,7	1,9	1,1
Internationellt*	2,4	2,2	1,1

\*Genomsnitt för Australien, Kanada, Tyskland, Storbritannien och USA. Tidserierna för räntor börjar vid olika tidpunkter för de olika länderna.

\*\*Räntan för statsskuldsväxlar med 3-månaders löptid minus faktisk inflation.

\*\*\* För BNP per capita finns data till 2015.

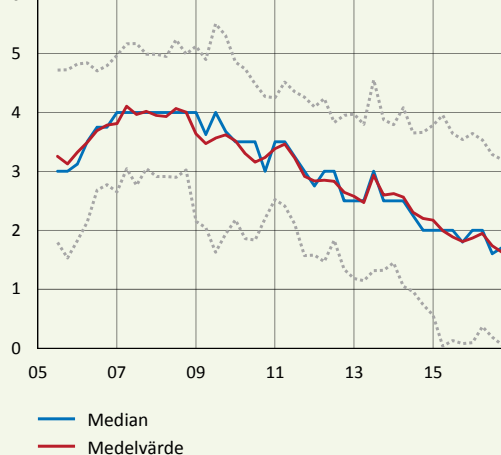
Källor: OECD, Macrobond, Världsbanken och Riksbanken

### Marknadsaktörernas syn på den långsiktiga reporäntan

Framtidsblickande information från finansiella marknader visar att aktörerna förväntar sig fortsatt låga räntor framöver. Förväntningarna om reporäntans nivå om fem år som de kommer till uttryck i Prosperas undersökning har fallit från cirka 4 procent i slutet av 2009 till strax under 2 procent det senaste året (se Diagram 1:19). Samtidigt har inflationsförväntningarna legat runt 2 procent. Förväntningar på fem års sikt behöver dock förstås inte stämma överens med förväntningar på ännu längre sikt.

Diagram 1:19. Marknadsaktörernas förväntningar om nivån på reporäntan om 5 år

Procent



Anm. Enkätvar mellan juni 2005 och november 2016. Streckade grå linjer avser +/- 2 standardavvikelse och illustrerar spridningen i enkätvarerna.

Källor: TNS Sifo Prospera och Riksbanken

<sup>9</sup> Federal Reserve FOMC, "Summary of Economic Projections", December, 2016.

<sup>10</sup> Bank of Canada, Monetary Policy Report, July 2016.

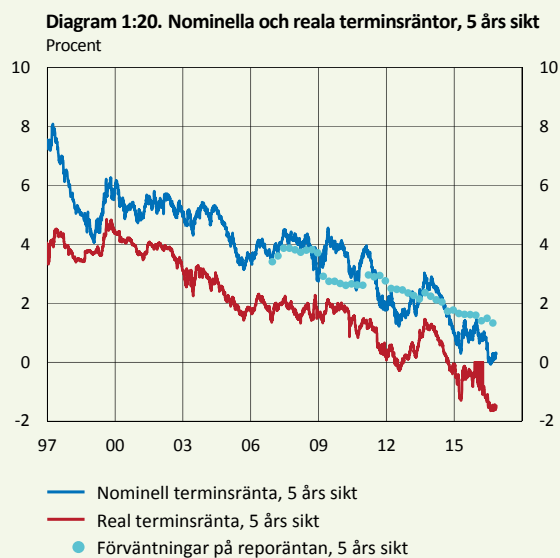
<sup>11</sup> Norges Bank (2016), "The neutral real interest rate globally and in Norway", Monetary Policy Report, September. Måttet avser den så kallade neutrala marknadsräntan som normalt är något högre än motsvarande mått för deras styrränta.

<sup>12</sup> Sveriges riksbank (2006), "Vad är en normal nivå på reporäntan?", Inflationsrapport 2006:2.

<sup>13</sup> Sveriges riksbank (2010), "Vad är en normal reporänta?" Penningpolitisk rapport februari.

<sup>14</sup> Sveriges riksbank (2014), "Låga globala räntor", Penningpolitisk rapport oktober.

Ett komplement till enkätundersökningar är marknadens prissättning av framtida räntor. Nominella och reala terminsräntor på fem års sikt, det vill säga dagens marknadspriser på dagslåneräntorna om 5 år, har fortsatt att falla efter 2009 (se diagram 1:20).<sup>15</sup> Terminsräntorna består dock av två komponenter, dels en förväntan om framtida korta räntor, dels en terminspremie. Mycket tyder på att terminspremien sedan en tid är lägre än sitt historiska genomsnitt och vissa undersökningar tyder på att den till och med kan vara negativ.<sup>16</sup> Att uppskatta terminspremier är förknippat med stor osäkerhet, men rensat för en uppskattning av dessa premier visar terminsräntorna att den förväntade korta räntan om 5 år varit runt 1,5 procent de senaste åren.



Källor: TNS Sifo Prospera och Riksbanken

### Finans- och skuldkrisen försvårar bedömningen

De senaste åren har till stor del varit präglade av efterverkningar från finans- och skuldkrisen. En bedömning av vad som är en långsiktig normal reporänta bör därför inte enbart baseras på historiska tillväxttakter och räntenivåer eller framåtblickande information från finansiella marknader. Det är också mycket svårt att veta hur de faktorer som redan före finanskrisen pressade ned räntorna kommer att utvecklas. Den demografiska utvecklingen med en åldrande befolkning och en minskande andel personer i arbetsför ålder framöver borde successivt bidra till högre räntor (se diagram 1:18). Meningarna går dock isär om när denna omsvängning i demografins effekt på sparande och

räntor kan ske. En del menar att det kommer att ske relativt snart medan andra menar att det kan dröja. De senare pekar bland annat på att arbetskraftsdeltagandet bland äldre ökar och då framförallt förmögna äldre som normalt har en relativt hög sparbenägenhet.<sup>17</sup> Rachel och Smith (2015) gör utifrån en grundlig analys bedömningen att de strukturella faktorer som bidragit till ett lägre ränteläge till stor del kommer att kvarstå, och de globala långsiktiga reala räntorna fram till 2030 bedöms i genomsnitt vara cirka 1 procent.<sup>18</sup>

### Intervallet för reporäntan på lång sikt bedöms vara 2,5 – 4,0 procent

I takt med att den globala konjunkturen återhämtar sig och effekterna av finans- och skuldkrisen successivt avtar väntas räntorna stiga. Strukturella faktorer bedöms dock fortsätta bidra till att räntorna i omvärlden, och därmed också i Sverige, blir lägre än innan den finansiella krisen. Riksbankens samlade bedömning är att reporäntan på lång sikt kan väntas ligga mellan 2,5 och 4,0 procent. Denna bedömning överensstämmer med de bedömningar som andra centralbanker och bedömare gjort för de internationella långsiktiga räntenivåerna. Riksbankens tidigare publicerade intervall på 3,5–4,5 procent baserades bland annat på historiska realräntor och tillväxt. En uppdatering av dessa faktorer indikerar också att den långsiktiga räntenivån har sjunkit med omkring 1 procentenhet. Ränteläget de senaste åren har dock präglats av den svaga konjunkturen och kan därmed komma att ge begränsad vägledning om utvecklingen framöver.

Riksbankens prognos innebär att reporäntan kommer att vara mycket låg under de närmaste åren (se diagram 1:10). Den nominella reporäntan väntas uppgå till 0,5 procent i början av 2020, vilket är avsevärt lägre än den långsiktigt normala nivån. Det beror på att den globala konjunkturåterhämtningen efter det senaste decenniets kriser bedöms bli relativt långsam och att penningpolitiken därför behöver vara expansiv under en längre tid både i omvärlden och i Sverige.

<sup>15</sup> En terminsränta är priset på ett kontrakt som innebär en skyldighet för ingående parter att fullfölja ett köp eller en försäljning av en räntetillgång till en förutbestämd ränta, terminsräntan, där själva transaktionen sedan sker vid förutbestämd tidpunkt i framtiden. Terminsräntan i ett kontrakt avspeglar marknadsaktörernas förväntade räntenivå under terminskontraktets löptid men innehåller även en riskpremie.

<sup>16</sup> Adrian, T., Crump, R.K. och Moench, E. (2013), "Pricing the term structure with linear regressions", *Journal of financial economics* 110 no 1.

<sup>17</sup> Goodhart, C. och Erfurth, P. (2014), "Demography and economics: Look past the past". Tracey, M. och Fels, J. (2016), "70 is the New 65: Demographics Still Support Lower Rates for Longer", PIMCO.

<sup>18</sup> Rachel, L. och Smith, T. (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", Staff Working Paper No. 571, Bank of England.

## KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Sedan den penningpolitiska rapporten i december har uppgången i amerikanska statsobligationsräntor med längre löptider stannat av och sjunkit något. Statsobligationsräntor har varit oförändrade i Tyskland men stigit i vissa andra europeiska länder till följd av ökad politisk och ekonomisk osäkerhet. De globala börserna är i princip oförändrade och volatiliteten har varit fortsatt låg. Kronan har under samma period blivit starkare än väntat. Förstärkningen har skett mot de flesta valutorna. I Sverige möter hushåll och företag fortfarande låga räntor och kreditillväxten är hög. Sammantaget bedöms därmed de finansiella förhållandena i Sverige vara fortsatt gynnsamma för tillväxten.

### Utvecklingen internationellt

De internationella statsobligationsräntorna har sedan det penningpolitiska beslutet i december präglats av osäkerhet om den amerikanska politikens utformning. Samtidigt har räntorna påverkats av att konjunktursignalerna varit starkare än vad marknadsaktörer väntat. Uppgången i amerikanska statsobligationsräntor som skedde i slutet av förra året har stannat av och amerikanska obligationsräntor har sedan december fallit något. Därtill har dollarn försvagats på bred front.

Statsobligationsräntorna i Tyskland har varit ungefär oförändrade medan de har stigit i länder där osäkerheten om den politiska och ekonomiska utvecklingen är stor, som Frankrike och Italien. Måtten på marknadsosäkerhet ligger dock kvar på historiskt låga nivåer och globala aktieindex är i stort sett oförändrade. Europeiska bankaktier är i princip oförändrade sedan december men prissättningen på marknadsinstrument som är relaterade till bankernas betalningsförmåga indikerar en minskad oro för utvecklingen i det europeiska banksystemet.

### Avvaktande centralbanker

Federal Reserve valde att hålla penningpolitiken oförändrad vid mötet i februari men underströk att konsument- och företagsförtroendet ökat den senaste tiden. Vid mötet i december höjde Federal Reserve intervallet för sin styrränta med 0,25 procentenheter till 0,5–0,75 procent och medianprognosen från ledamöterna i den penningpolitiska kommittén höjdes från två till tre räntehöjningar om 0,25 procentenheter under 2017. Marknadens förväntningar, som går att utläsa

Tabell 2:1.

Utvecklingen på finansiella marknader sedan den penningpolitiska rapporten i december
Räntor med längre löptider är något lägre i USA men ungefär oförändrade i Sverige och Tyskland. I andra europeiska länder är räntorna ytterligare något högre.
Kronan är starkare. Största förstärkningen har skett mot dollarn och pundet som försvagats mot många valutor.
Aktiepriserna är oförändrade.
Fortsatt låga räntor till hushåll och företag.
Fortsatt hög utlåningstillväxt till hushåll och icke-finansiella företag.

### Transmissionsmekanismen – från reporäntan till räntor till hushåll och företag

Reporäntan har en direkt effekt på de korta interbank- och statsräntorna via dagslåneräntan. Förväntningar om den framtida reporäntan och statsobligationsköp påverkar utvecklingen i de långa statsobligationsräntorna, som också styrs av utländska räntor. Statsobligationsräntorna utgör ett ankare för andra typer av obligationsräntor som i sin tur inverkar på bankernas finansieringskostnader. Dessa påverkar i slutändan utlåningsräntorna till hushåll och företag.



från finansiella priser, indikerar ungefär två räntehöjningar under året (se diagram 2.1).

Även ECB beslutade att hålla penningpolitiken oförändrad på januarimötet. I december beslutade man att förlänga obligationsköpen fram till december 2017. Beslutet innebar även att köpen, med start i april, kommer att ske i en något långsammare takt (från 80 miljarder till 60 miljarder euro per månad). Decemberbeslutet innebar även att man ändrade i reglerna för tillgångsköpen. I den mån det blir nödvändigt kan obligationsköp, för en ränta som understiger den egna inlåningsräntan på -0,40 procent, komma ifråga. På januarimötet förtydligade man att köp av obligationer med en ränta under inlåningsräntan endast berör statsobligationer.

ECB:s beslut i januari innebar att man inte ändrar inriktningen på penningpolitiken och beslutet var väntat av marknadsaktörerna. Förväntningarna utifrån finansiella priser indikerar att marknadsaktörerna utgår från att ECB kommer låta räntan ligga kvar på nuvarande nivåer under större delen av prognosperioden (se diagram 2.1). Penningpolitiken i Europa och i USA befinner sig därmed i olika faser, där ECB fortfarande gör penningpolitiken mer expansiv medan man i USA har börjat höja räntan.

Uppgången i amerikanska statsobligationsräntor som skedde under hösten hängde samman med förväntningar om en expansiv finanspolitik i USA framöver. Politiken väntades leda till en högre inflation och ett eventuellt ökat upplåningsbehov. Ränteuppgången har nu stannat av då det råder osäkerhet om hur pass expansiv finanspolitiken kommer att bli (se Diagram 2:2). Trots det har volatiliteten på obligationsmarknaden, som steg i samband med ränteuppgången under hösten, fallit tillbaka.

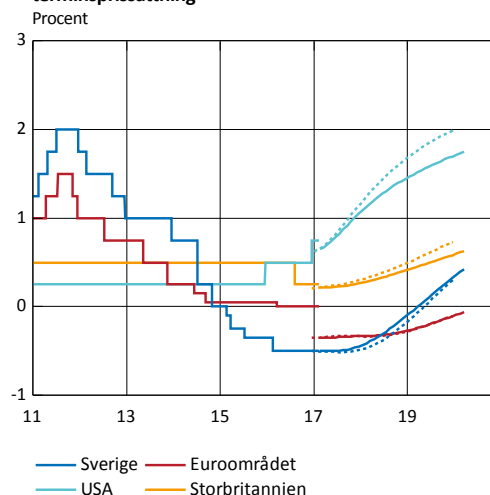
I Europa har statsobligationsräntor med lång löptid stigit i ett flertal länder i samband med ökad politisk osäkerhet, bland annat inför det franska presidentvalet. Det betyder också att ränteskillnaden mot Tyskland har ökat (se diagram 2:3).

### Lugn utveckling på aktiemarknaderna men en svagare dollar

Utvecklingen på de globala aktiemarknaderna har varit lugn sedan den penningpolitiska rapporten i december. De flesta aktieindex är i princip oförändrade med undantag för tillväxtekonomierna där det på många håll skett en uppgång (se diagram 2:4). Volatiliteten på aktiemarknaden är också fortsatt låg i ett historiskt perspektiv (se diagram 2:5).

Dollarn stärktes under december i takt med att obligationsräntorna steg. Sedan årsskiftet har dollarn dock försvagats, vilket kan bero på den tilltagande osäkerheten om hur den amerikanska ekonomiska politiken kommer att utformas framöver (se diagram 2:6). Det råder osäkerhet om dollarns utveckling som påverkas både av den politiska osäkerheten och förväntningar om i vilken takt Federal Reserve kommer att höja räntan framöver.

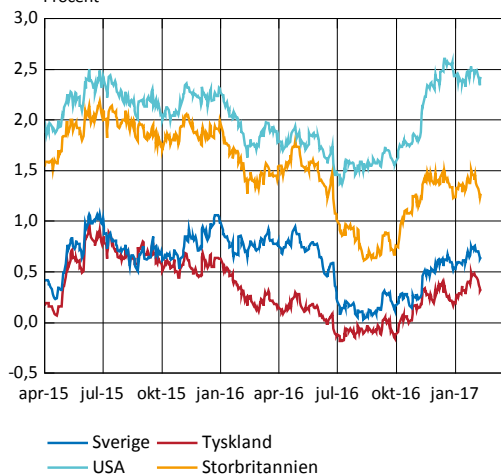
**Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning**



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan. I Sverige finns ingen publicerad dagslåneränta, men normalt följer den reporäntan väl. Helt dragna linjer är skattade 2017-02-10, streckade linjer är skattade 2016-12-20.

Källor: Macrobond och Riksbanken

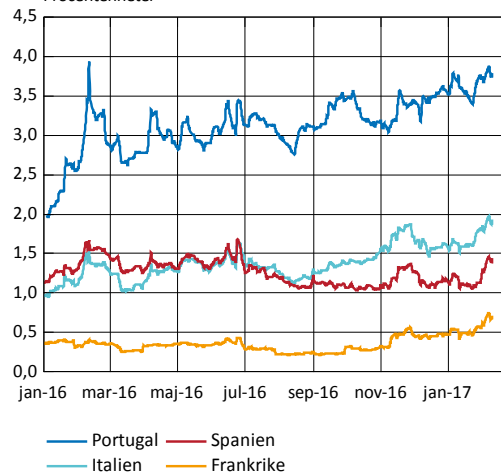
**Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid**



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

**Diagram 2:3. Ränteskillnader mot Tyskland, 10 år**



Anm. Ränteskillnaderna avser 10-åriga benchmark-obligationer.

Källor: Macrobond och Riksbanken

I de flesta tillväxtekonomierna har såväl aktie- som valutamarknaderna fortsatt att återhämta sig efter nedgångarna direkt efter det amerikanska presidentvalet. Det fanns direkt efter valet en oro för att en starkare dollar och högre amerikanska räntor skulle påverka dessa länder negativt. Aktieindex för dessa ekonomier är dock i princip tillbaka på de nivåer som kunde observeras före valet (se diagram 2:4). Undantagen är Turkiet och Mexiko. I Mexiko råder stor politisk osäkerhet och oro för ökade handelshinder från USA medan Turkiet brottas med en svag ekonomi och stora dollarlån som ökat i värde när den turkiska valutan har försvagats mot dollarn. I båda dessa ekonomier har utvecklingen lett till svagare valutor och aktiepriser.

På råvarumarknaden har den uppåtgående trenden i oljepriset stannat av. OPEC-länderna beslutade att begränsa produktionen av olja vid mötet i november förra året och överenskommen trädde i kraft från första januari i år. Samtidigt har dock utbudet på amerikansk skifferolja ökat sedan oktober. Sammantaget är det små förändringar i oljepriset sedan december.

## Finansiella förhållanden i Sverige

### De finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt expansiva

I Sverige har de finansiella förhållandena följt den internationella utvecklingen under hösten med stigande obligationsräntor. Sedan december har dessa dock varit ungefär oförändrade. Samtidigt har kronan stärkts tydligt sedan den penningpolitiska rapporten i december.

Kredittillväxten hos hushåll och företag är fortsatt hög och kreditvillkoren är goda. Företag och hushåll fortsätter att möta låga utlåningsräntor. Sammantaget bedöms därmed de finansiella förhållandena vara fortsatt expansiva och gynnsamma för den ekonomiska tillväxten i Sverige.

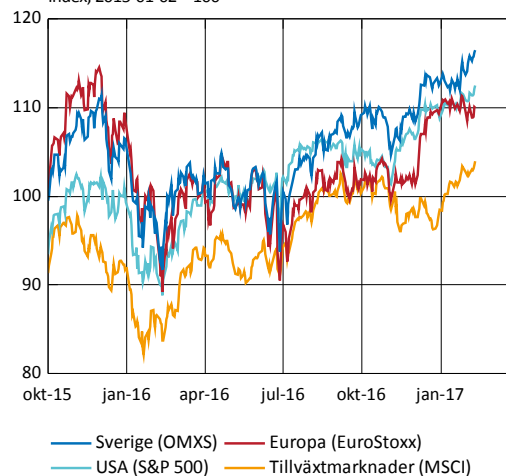
### Starkare krona

Under sommaren och fram till början av november försvagades kronan. En stor del av denna försvagning kunde härledas till svagare svensk makrostatistik men även Riksbankens penningpolitiska beslut i oktober bidrog till försvagningen. Sedan november har kronan stärkts och är nu ungefär tillbaka på de nivåer som kunde observeras i oktober (se diagram 1:9). Sedan det penningpolitiska beslutet i december har kronan stärkts mot de flesta stora valutorna. Kronan har framförallt stärkts mot dollarn och pundet men förstärkningen mot euron har gett det största bidraget till förändringen i den handelsviktade växelkursen, KIX, jämfört med december (se diagram 2:7).

En del av förstärkningen kan förklaras av starkare svensk konjunktur. Under slutet av december och i januari har flera indikatorer för svensk ekonomi blivit starkare än vad många marknadsbedömare hade väntat sig. Även utländska

Diagram 2:4. Börsutveckling

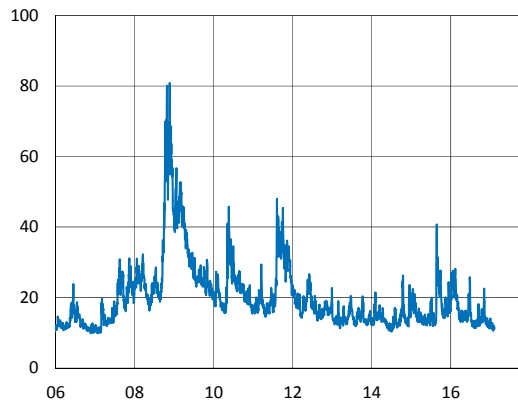
Index, 2015-01-02 = 100



Källor: Macrobond och Thomson Reuters

Diagram 2:5. Volatilitet på aktiemarknaden

VIX-index



Källa: Macrobond

Diagram 2:6. Dollarns utveckling mot euron

USD per EUR



Källa: Macrobond

indikatorer har överraskat positivt. Detta har lett till en ökad tro på högre global tillväxt i närtid vilket också tenderar att stärka kronan.

En del av förstärkningen skedde också i samband med publiceringen av det penningpolitiska beslutet i december då Riksbanken beslutade att lämna reporäntan oförändrad på -0,50 procent och att utöka statsobligationsköpen med 30 miljarder kronor fram till mitten på 2017. Beslutet i sig var väntat av marknaden men det som överraskade var att tre av sex direktionsledamöter reserverade sig mot beslutet att utöka statsobligationsköpen.

### Små rörelser i långa statsobligationsräntor i Sverige

Finansiella priser indikerar att förväntningarna på reporäntan har skiftat upp något sedan december. Marknadens förväntningar, mätta med implicita terminräntor, ligger över Riksbankens reporäntebana på kort sikt medan förväntningar enligt enkätundersökningar ligger något över reporäntebanan både på kort och lite längre sikt (se diagram 2:8).

Svenska statsobligationsräntor med längre löptider steg under hösten i linje med den internationella utvecklingen. Svenska räntor är nu ungefär oförändrade jämfört med december (se diagram 2:2). Ränteskillnaden mellan Sverige och Tyskland har också stigit sedan i höstas då tyska räntor inte gått upp lika mycket som svenska räntor med motsvarande löptid.

Ränteuppgången under hösten har bidragit till att räntor på mer riskfyllda obligationer som bostadsobligationer och företagsobligationer också har stigit. Uppgången är dock begränsad och skillnaden mellan statsobligationsräntor och mer riskfyllda alternativ är nära nog oförändrad.

Räntor med kortare löptid har stigit något jämfört med december. Räntan på en statsskuldväxel med kort löptid är dock fortfarande klart under reporäntan (se diagram 2:9). En bidragande orsak till lägre korta räntor är Riksbankens statsobligationsköp.<sup>19</sup>

Riksbanken innehar nu runt 40 procent av den utestående stocken av nominella statsobligationer i svenska kronor. Det innebär att en relativt stor andel av stocken inte finns tillgänglig för handel på marknaden, vilket skulle kunna påverka marknadens sätt att fungera. Flera indikatorer tyder på att Riksbankens obligationsköp har haft en begränsad inverkan på marknadslikviditeten, men bilden är inte entydig.<sup>20</sup> Den sammantagna bedömningen är att den svenska statsobligationsmarknaden fortsatt fungerar relativt väl.<sup>21</sup>

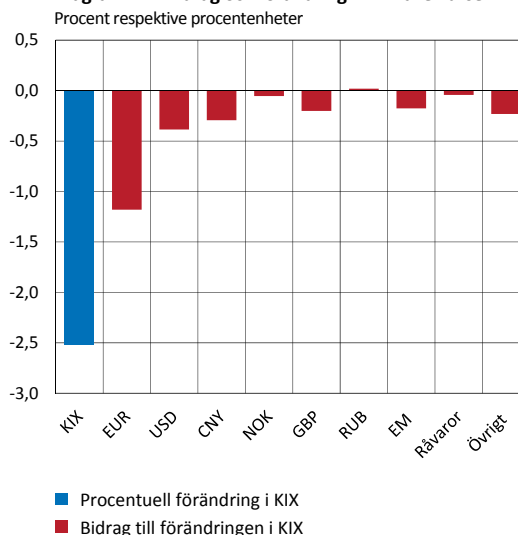
På lång sikt bidrar en ränteuppgång i statsobligationsräntorna till ett allmänt högre ränteläge i ekonomin. Riksbankens statsobligationsköp medför dock att räntorna är på en lägre

<sup>19</sup> Se "Statsobligationsköpen pressar ned lång- och korträntor" i Penningpolitisk rapport oktober 2016.

<sup>20</sup> För en diskussion om indikatorer för marknadslikviditet, se Bonthron, F. Johansson, T. och Mannent, J. Marknadslikviditeten på den svenska obligationsmarknaden och dess betydelse för finansiell stabilitet, *Ekonomisk kommentar nr 3*, 2016. Sveriges riksbank.

<sup>21</sup> För mer information, se Finansiell stabilitet 2016:2.

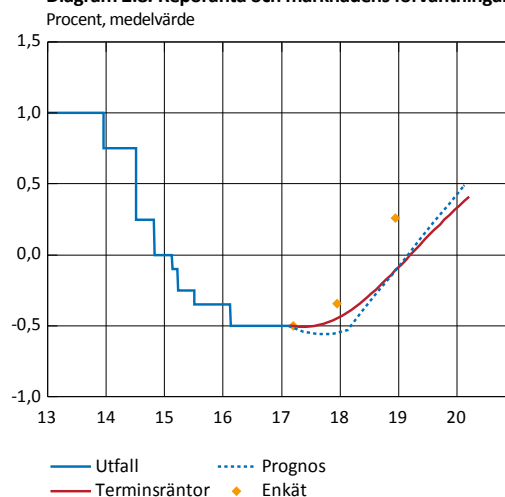
Diagram 2:7. Bidrag och förändring i KIX-växelkurser



Anm. Diagrammet visar förändring i KIX och bidrag från olika valutor mellan 2016-12-21 och 2017-02-13. EM avser Brasilien, Indien, Mexiko, Polen, Turkiet och Ungern. Råvaror avser Australien, Kanada och Nya Zeeland. Övrigt avser Danmark, Island, Japan, Schweiz, Sydkorea och Tjeckien.

Källor: Thomson Reuters och Riksbanken

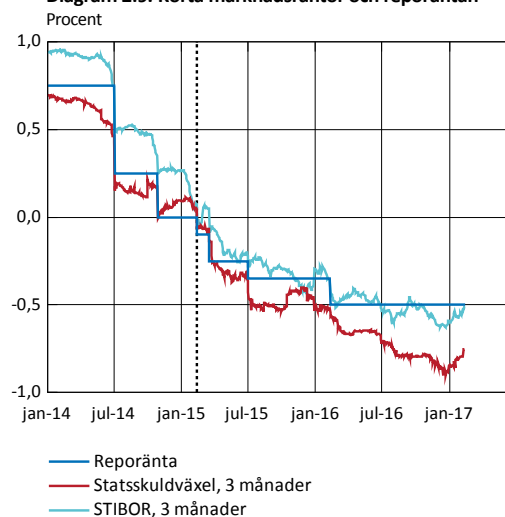
Diagram 2:8. Reporänta och marknadens förväntningar



Anm. Terminräntorna är skattade 2017-02-10 och är ett mått på förväntad reporänta. Enkät svar visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer den 2017-01-12.

Källor: Macrobond, TNS Sifo Prospera och Riksbanken

Diagram 2:9. Korta marknadsräntor och reporäntan



Anm. Streckad linje avser startpunkten för obligationsköpen.

Källor: Macrobond och Riksbanken

nivå än vad de annars skulle ha varit samtidigt som de reala räntorna är fortsatt mycket låga (se diagram 1:13).

### Kredittillväxten för hushåll och företag fortsatt hög

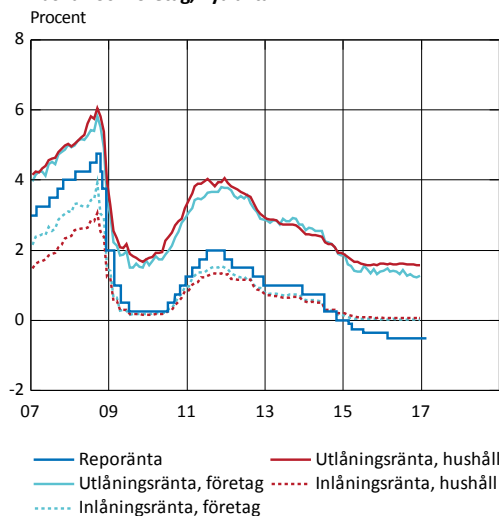
Bankernas fortsatt goda finansieringsvillkor gör att utlåningsräntorna till hushåll och företag är kvar på historiskt låga nivåer. Den genomsnittliga bolåneräntan för nya avtal låg i december kvar på 1,6 procent medan genomsnittsräntan för nya banklån för icke-finansiella företag uppgick till 1,3 procent (se diagram 2:10).

Sedan reporäntan för första gången sänktes under noll i februari 2015 har utlåningsräntorna till hushåll sjunkit något mindre än reporäntan medan utlåningsräntan till företag har sjunkit något mer. De genomsnittliga inlåningsräntorna för hushåll och företag har varit i stort sett oförändrade sedan mitten av 2015 och ligger nära noll (se diagram 2:10).<sup>22</sup> Sammantaget har genomsnittet från reporäntan till in- och utlåningsräntor varit i linje med Riksbankens förväntningar.

Kredittillväxten hos hushåll och företag är fortsatt hög, även om den har mattats av något (se diagram 2:11). I december var den årliga tillväxttakten i banklån till hushåll 7,2 procent vilket är oförändrat sedan november. Ökningstakten i utlåningen till företag minskade något till 5,1 procent. Även ökningstakten i företagets upplåning i värdepapper dämpades något i december och uppgick till 6,4 procent. Enkätundersökningar visar dock att företagets finansieringsvillkor fortsätter att vara goda.

Ökningstakten i bostadspriserna har stabiliserats under slutet av 2016, även om det fortfarande finns stora regionala skillnader. I december steg bostadspriserna med en årstakt på 8,6 procent (se diagram 1:15). Det kan jämföras med tillväxttakter kring 15–20 procent under början av förra året. Samtidigt visar enkätundersökningar på en fortsatt optimism bland allmänheten och mäklarna samt en tro på stigande bostadspriser framöver.

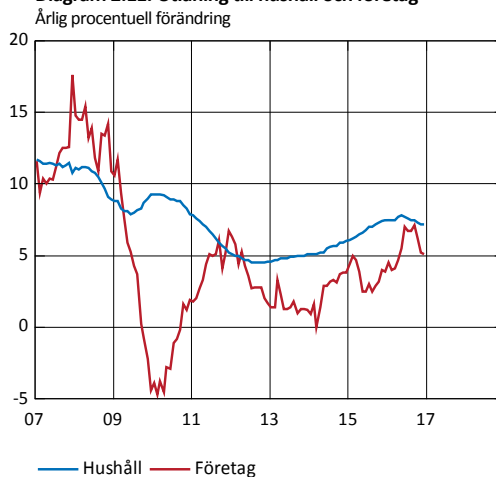
**Diagram 2:10. Reporänta samt in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal**



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

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:11. Utlåning till hushåll och företag**



Anm. MFI:s utlåning till hushåll och icke-finansiella företag enligt finansmarknadsstatistiken justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån från 2006.

Källa: SCB

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



## KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Företagen och hushållen både i omvärlden och i Sverige har blivit mer optimistiska om konjunkturutsikterna. Läget på den svenska arbetsmarknaden blir allt stramare och resursutnyttjandet bedöms sammantaget vara högre än normalt och stiga ytterligare framöver. Inflationen mätt med KPIF steg till 1,9 procent i december. Till stor del berodde detta på stigande energipriser och inflationen mätt med KPIF exklusive energi var 1,3 procent i december. Avtagande effekter från energipriser bidrar till att inflationen mätt med KPIF sjunker något första halvåret 2017 för att sedan återigen sakta börja stiga.

### Inflation

#### Inflationen i december påverkades kraftigt av energipriser

Sedan 2014 stiger KPIF-inflationen trendmässigt, dels för att resursutnyttjandet i ekonomin har stigit, dels för att kronan har försvagats. Den senaste tiden har också högre energipriser bidragit till att KPIF-inflation stiger (se diagram 3:1). I december uppgick KPIF-inflationen till 1,9 procent, vilket är den högsta noteringen sedan 2010. KPIF exklusive energi har däremot bara ökat svagt den senaste tiden och var 1,3 procent i december. Inflationen mätt med KPI, som påverkas påtagligt av förändringar i hushållens ränteutgifter, har stigit successivt under hela 2016 i takt med att den nedpressande effekten från ränteutgifterna avtagit allt mer. I december var KPI-inflationen 1,7 procent.

#### Energipriserna stiger av flera skäl

Att energipriserna stiger snabbt beror på flera faktorer. Oljepriset har vänt uppåt sedan den senaste bottennivån i januari 2016, elpriset på den nordiska marknaden har stigit senaste året och kronan är svagare jämfört med våren 2016. Det höga elpriset beror delvis på att det 2016 var ovanligt lite nederbörd så att nivåerna i vattenkraftverkens magasin har blivit lägre än normalt. De närmaste månaderna bedöms energipriserna fortsätta bidra positivt till prisökningstakten.

#### Tillfälligt lägre inflation under inledningen av 2017

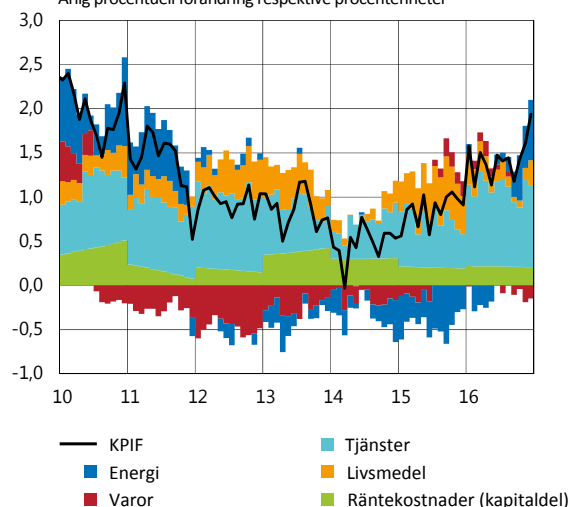
De senaste månaderna har många mått på underliggande inflation stigit (se diagram 3:2). Trots detta är bland annat inflationen mätt med KPIF exklusive energi lägre än i början av 2016. En förklaring till att inflationen mätt med KPIF exklusive energi dämpats är att priserna på varor och livsmedel ökade gradvis långsammare under 2016, vilket delvis hänger samman med kronans utveckling (se diagram 3:3). Framöver bidrar åter kronan till att priserna på varor och livsmedel ökar lite snabbare. Tjänstepriserna har samtidigt ökat successivt snabbare de senaste åren. Ifjol trycktes tjänstepriserna upp lite extra av tillfälliga effekter som försvinner i år och därmed väntas de öka långsammare de kommande månaderna.

Tabell 3:1

Förväntad utveckling i PPR december	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 1,8 procent i december.	Något högre än prognosen. Inflationen blev 1,9 procent.
BNP-tillväxten 2,9 procent fjärde kvartalet.	Indikatorer tyder på en utveckling i linje med prognos.
Arbetslösheten 6,8 procent fjärde kvartalet.	Något högre än prognosen. Arbetslösheten blev 6,9 procent.
BNP-tillväxten i euroområdet 1,7 procent fjärde kvartalet.	Lite starkare än prognos. Preliminärt utfall blev 2,0 procent.
BNP-tillväxten i USA 3,0 procent fjärde kvartalet.	Svagare än prognos. Utfallet blev 1,9 procent.

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

Diagram 3:1. KPIF och bidrag till KPIF-inflationen  
Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Energi utgör 8 procent, varor 26 procent, tjänster 45 procent, livsmedel 18 procent och räntekostnader 4 procent av den totala KPI korgen.

Källor: SCB och Riksbanken

Förutsättningarna för högre inflation framöver bedöms vara goda, eftersom både stigande omvärldspriser, den svaga kronan och den allt starkare svenska konjunkturen drar i samma riktning. Under årets första månader finns dock faktorer som håller tillbaka inflationsutvecklingen. Det viktigaste skälet till att KPIF-inflationen avtar är att energipriserna väntas öka långsammare. Samtidigt bedöms förändringar av skatter och subventioner bidra mindre till ökningstakten i KPI under 2017 än under 2016. Bland annat bidrar förra årets förändring av ROT-avdraget som höjde inflationstakten 2016 men nu faller ur statistiken. Dessutom väntas en del priser som ökade ovanligt mycket i december, till exempel priserna på inrikes flygresor, falla tillbaka de närmaste månaderna.

Flera framåtblickande indikatorer för inflationen har stärkts den senaste tiden. Enligt Konjunkturbarometern har näringslivets förväntningar på försäljningspriserna stigit betydligt och handeln planerar fortsatt för snabbare prishöjningar än normalt. Vidare stiger priset på livsmedelsråvarorna sedan en tid på världsmarknaden och tillsammans med kronförsvagningen under 2016 har det medfört stigande priser i import- och producentled. Detta har redan fått genomslag i konsumentledet, men en ytterligare uppgång är att vänta den närmaste tiden.

Ett sätt att väga samman information från utfall och indikatorer är att använda en modell. En sådan analys tyder på att ökningstakten i KPIF exklusive energi blir i stort sett oförändrad de närmaste tre månaderna, för att därefter börja stiga (se diagram 3:4). Riksbankens sammantagna bedömning är att ökningstakten i KPIF exklusive energi blir lägre än modellprognosen. Det beror bland annat på att modellen inte fullt ut kan ta hänsyn till tillfälliga prisvariationer vad gäller inrikes flygresor, där priserna ökade ovanligt mycket i december. Vidare förändrade SCB vid årsskiftet prismätningen av charterresor, vilket för inledningen av 2017 bedöms medföra en svagare prisutveckling som modellprognosen inte fångar. Riksbankens prognos är marginellt uppreviderad jämfört med föregående penningpolitiska rapport, till följd av bland annat det högre utfallet i december och tillfälligtvis mycket höga priser på vissa grönsaker i början av 2017.

### De långsiktiga inflationsförväntningarna nära 2 procent

De kortsiktiga inflationsförväntningarna har stigit de senaste två åren i takt med att den faktiska inflationen har ökat. Enligt Prosperas månadsundersökning för januari steg inflationsförväntningarna bland penningmarknadens aktörer över samtliga tidshorisoner (se diagram 1:8). 1- och 2-årsförväntningarna är tillbaka på nivåerna som syntes i slutet av 2011. De långsiktiga inflationsförväntningarna är sedan mitten av 2016 tillbaka nära 2 procent. Även inflationsförväntningarna såsom de prissätts via finansiella instrument har stigit på 5 års sikt.<sup>24</sup>

### Metodförändringar och skatteeffekter i KPI

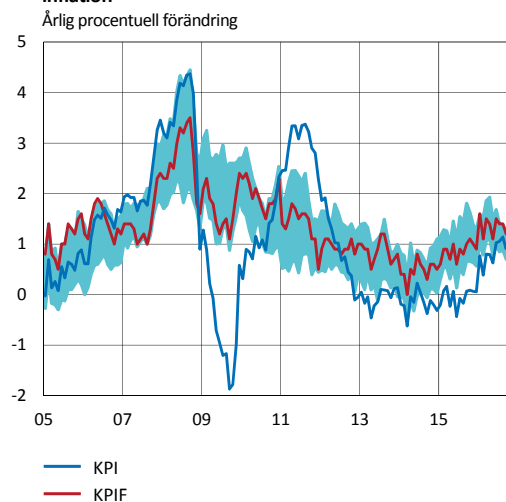
Flera beslut om metodförändringar för KPI trädde i kraft i januari 2017.<sup>23</sup> Samtidigt justerades flera skatter. Förändringar av de här slagen får effekter på inflationen såsom de uppmäts i KPI.

Vad gäller metodförändringarna i KPI kommer kostnaden för att bo i bostadsrätt nu att beräknas på liknande sätt som boende i småhus, i stället för att uppskattas utifrån hyran för hyresrätter. Det innebär att vikten för räntekostnadsindex i KPI (och KPIF) ökar. Samtidigt kommer dock ränteavdraget att inkluderas i beräkningen av räntekostnadsindex, vilket å andra sidan innebär att vikten reduceras i ungefär motsvarande mån.

Räntekostnaderna påverkas både av nivån på bostadsräntorna (räntesatsindex) och inköpspriset på hus- och (från och med januari 2017) bostadsrättsstocken (kapitalstocksindex). Sammantaget bedöms ökningstakten i KPI och KPIF bli knappt 0,1 procentenheter högre under prognosåren jämfört med dagens beräknings sätt. Riksbanken har tagit hänsyn till metodförändringarna i inflationsprognosen sedan den penningpolitiska rapporten i juli 2016 då förändringarna blev kända. En annan förändring som kommer att synas i KPI från och med januari 2017 är att priserna på charterresor kommer att mätas på ett nytt sätt. Detta kommer att öka volatiliteten i denna serie.

I januari trädde även flera förändringar av skatter och subventioner i kraft, men var för sig har de flesta en ytterst marginell effekt på inflationen. Sammantaget hålls dock inflationen ned något i år i och med att skatterna höjdes mer i januari 2016 än i januari 2017.

Diagram 3:2. KPI, KPIF och olika mått på underliggande inflation



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

Källor: SCB och Riksbanken

<sup>23</sup> Se promemorian "Ändringar i KPI från 2017, SCB, 2017-01-12".

<sup>24</sup> Det framgår av skillnaden mellan en nominell och en real statsobligationsränta med samma löptid, där den reala obligationen är kopplad till den framtida utvecklingen i KPI.

## Global och svensk konjunktur

### Starkare konjunktursignaler i omvärlden

Internationella förtroendeindikatorer som publicerats under senare tid har överlag varit starka. Ännu så länge har dock världshandeln varit relativt dämpad även om det senaste utfallet för november var starkt.

I euroområdet stärktes BNP-tillväxten något fjärde kvartalet efter måttliga ökningstal under de två föregående kvartalen. Förtroendeindikatorer indikerar dessutom en relativt gynnsam inledning på 2017. Inte minst rapporterar företag inom industrin högre förtroende, även om detta hittills i mindre grad syns i faktiska utfall.

BNP-tillväxten i USA bromsade in något under fjärde kvartalet efter att tillfälliga faktorer drivit upp tillväxten under tredje kvartalet. Nedväxlingen berodde främst på en svagare export och lite långsammare tillväxt i hushållens konsumtion. Däremot steg tillväxten för såväl bostadsinvesteringar som näringslivets investeringar. Hushållens och företagens förtroende har stigit tydligt de senaste månaderna, vilket tillsammans med en stark arbetsmarknad talar för en fortsatt relativt god tillväxt den närmaste tiden.

Sammantaget steg BNP-tillväxten i omvärlden något det fjärde kvartalet och indikatorer och månadsutfall talar för att tillväxten kommer att vara kvar på i stort sett oförändrad nivå på kort sikt.

### Kortsiktigt högre omvärldsinfation drivs av energipriser

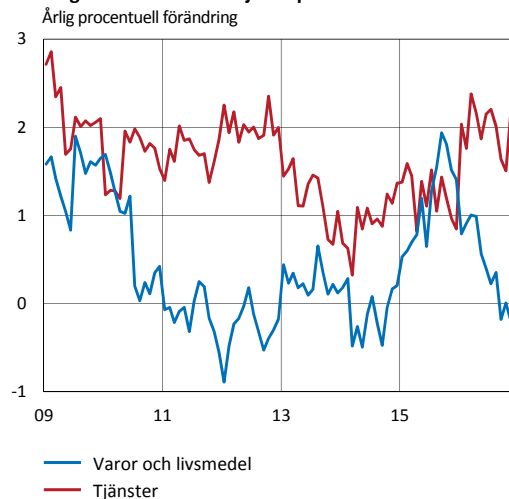
Inflationen i omvärlden steg under slutet av 2016, vilket dock i första hand berodde på att energipriserna blev högre än föregående år. Även i producentledet och i olika enkäter som till exempel inköpschefsindex märks ett något högre pristryck bland annat till följd av högre råvarupriser.

I euroområdet steg inflationen från 1,1 procent i december till 1,8 procent i januari enligt preliminära siffror. Så sent som i somras låg inflationen nära nollstrecket. Uppgången har framför allt drivits av stigande energipriser men de senaste månaderna har även priser på bearbetade livsmedel, inte minst grönsaker, bidragit. Rensat för dessa komponenter ligger dock inflationen alltså under 1 procent och har inte rört sig särskilt mycket det senaste året. I USA däremot har kärn-inflationen stigit under det senaste året även om ökningstakten i konsumtionsdeflatorn, som är det mått som Federal Reserve fäster störst vikt vid, fortfarande ligger under 2 procent (se diagram 3:5). Sammantaget bedöms inflationen i omvärlden fortsätta stiga i början av 2017. Prognosen är något högre än i december, framför allt till följd av högre energipriser.

### Hög svensk tillväxt i slutet av 2016

Under fjolårets tre första kvartal var tillväxten i Sverige i linje med sitt historiska genomsnitt. Indikatorer för fjärde kvartalet tyder på att tillväxten tilltog i slutet av förra året. Barometerindikatorn, som sammanfattar stämningläget hos hushållen

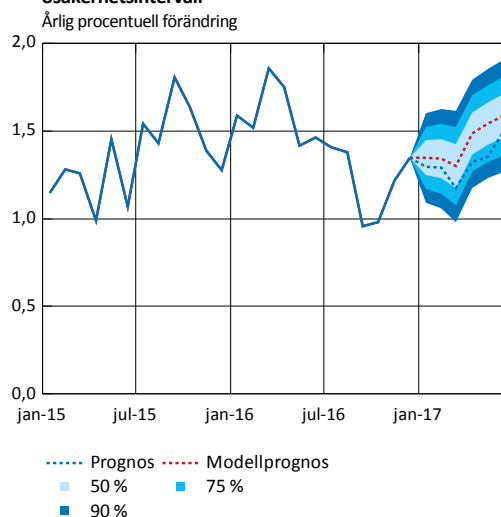
Diagram 3:3. Varu- och tjänstepriser i KPI



Anm. Varor och livsmedel är en sammanvägning av aggregaten varor och livsmedel i KPI. Dessa utgör tillsammans 43 procent av KPI. Tjänstepriserna utgör 45 procent av KPI.

Källor: SCB och Riksbanken

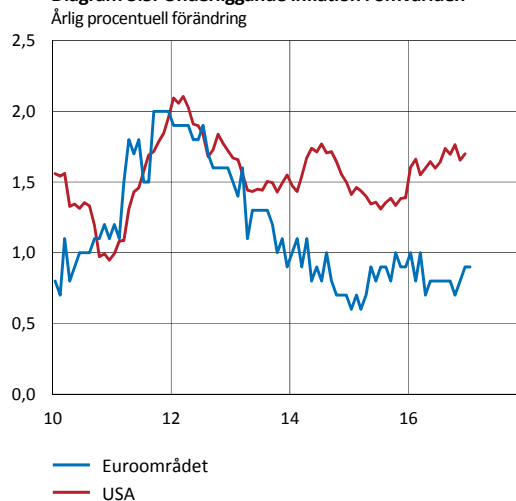
Diagram 3:4. Modellprognos för KPIF exklusive energi med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på modellens historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:5. Underliggande inflation i omvärlden



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

Källor: Bureau of Economic Analysis och Eurostat

och företagen, har de senaste månaderna legat på de högsta nivåerna på över fem år (se diagram 3:6). Månadsindikatorer för efterfrågan och produktion ger en mer splittrad bild, men talar sammantaget för att tillväxten det fjärde kvartalet blir högre än det historiska genomsnittet.

Likt världshandeln ökade den svenska exporten av varor snabbt i november. Exporten föll däremot tillbaka i december. Företagen fortsätter rapportera om ovanligt stark exportordergång, vilket talar för att nedgången i december var tillfällig och för att exporten blir stark under inledningen av 2017.

Hushållens förtroende är sedan slutet av förra året högre än normalt. Hushållens syn på sin egen ekonomi har en längre tid varit mer optimistisk än normalt. Nu har även hushållens syn på svensk ekonomi förbättrats till att vara i linje med det historiska genomsnittet. Trots detta sjönk detaljhandeln kraftigt i december (se diagram 3:7). Nedgången kom dock efter en stark inledning av det fjärde kvartalet och konsumtionstillväxten bedöms sammantaget ha varit hög under kvartalet. Även offentlig konsumtion fortsätter att bidra till BNP-tillväxten, men i mindre utsträckning än under 2015.

En viktig förklaring till den höga BNP-tillväxten de senaste åren är att bostadsbyggandet ökat snabbt. Företagens investeringsplaner, såsom de rapporterats i Investeringsenkäten, tyder på att näringslivets övriga investeringar utvecklas svagt 2017.

Informationen i ett stort antal indikatorer för BNP-tillväxten de närmaste kvartalen kan sammanfattas med hjälp av statistiska modeller. Modellprognoserna indikerar en BNP-tillväxt på 3,2 procent under fjärde kvartalet, jämfört med föregående kvartal och uppräknat till årstakt (se diagram 3:8). Riksbankens prognos är i linje med modellprognosen.<sup>25</sup> Även under första kvartalet 2017 väntas tillväxten bli högre än det historiska genomsnittet.

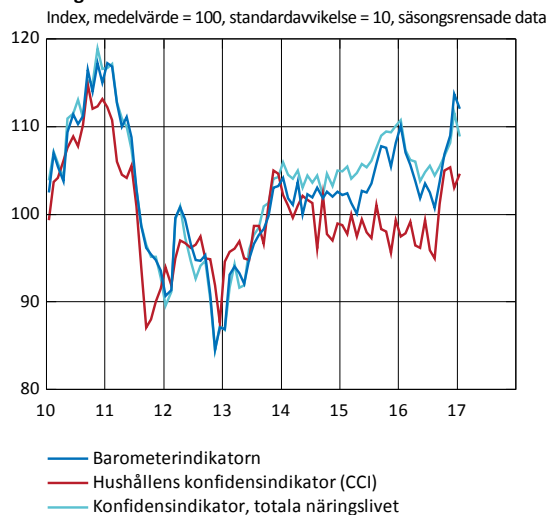
### Efterfrågan på arbetskraft är stark

Den starka konjunkturen medförde att antalet sysselsatta ökade påtagligt under fjolåret och sysselsättningsgraden nådde en historiskt hög nivå. Antalet personer i arbetskraften ökade också, vilket medförde att arbetslösheten, trots den snabba sysselsättningsökningen, endast minskade långsamt under 2016. Det fjärde kvartalet uppgick arbetslösheten till 6,9 procent.

Framåtblickande indikatorer pekar på att efterfrågan på arbetskraft kommer att vara stor även framöver. Bland annat är både anställningsplanerna i näringslivet enligt Konjunkturbarometern och det totala antalet lediga jobb på en hög nivå (se diagram 3:9). Men det finns samtidigt allt tydligare tecken på problem i matchningen mellan de arbetssökande och de

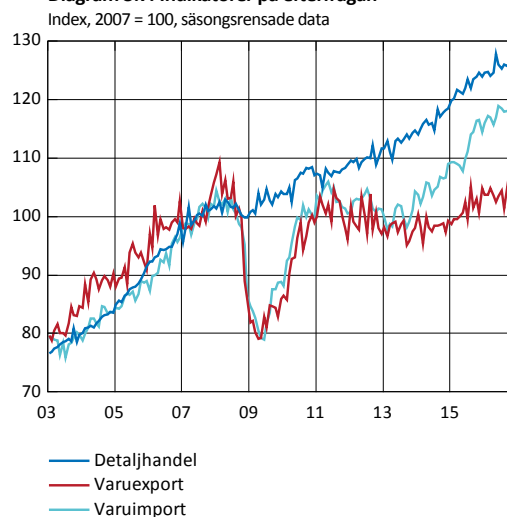
<sup>25</sup> De senaste två åren har investeringar och handel i FoU ökat kraftigt det fjärde kvartalet för att därefter falla kvartalet efter. I den mån detta mönster upprepar sig 2016 kan BNP-tillväxten bli högre än Riksbankens prognos för fjärde kvartalet, men följaktligen också lägre för första kvartalet 2017. Ett sätt att rensa för detta sentida mönster är att se till den genomsnittliga tillväxten för fjärde kvartalet och första kvartalet.

Diagram 3:6. Konfidensindikatorer



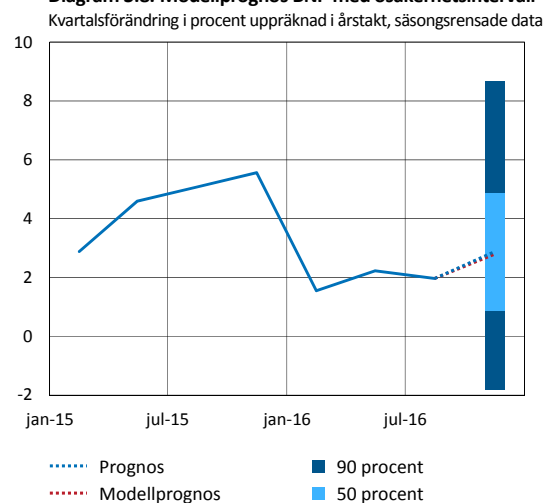
Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:7. Indikatorer på efterfrågan



Källa: SCB

Diagram 3:8. Modellprognos BNP med osäkerhetsintervall



Anm. Modellprognosen är ett medelvärde av prognoser gjorda med olika statistiska modeller. Osäkerhetsintervallen är baserade på modellernas historiska prognosfel. En förklaring till bredden i osäkerhetsintervallet är den utfallsmässigt stora variationen i tillväxt mellan olika kvartal.

Källor: SCB och Riksbanken

lediga jobben. En anledning till matchningsproblemen är att sammansättningen av gruppen arbetslösa har ändrats och nu till större del utgörs av personer som står långt från arbetsmarknaden. Detta talar för att det framöver kommer att vara svårt att matcha arbetstagare med arbetsgivare och att arbetslösheten endast kommer att sjunka långsamt. I det korta perspektivet pekar dock indikatorerna på att sysselsättningen fortsätter att öka i relativt god takt under inledningen av 2017 och att arbetslösheten minskar ytterligare något.

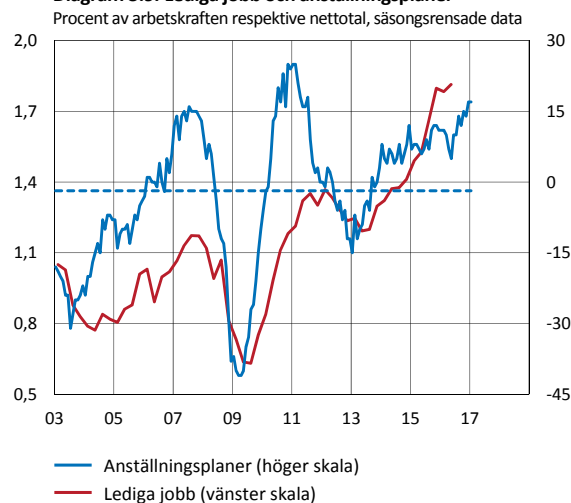
### Resursutnyttjandet i ekonomin är högre än normalt

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar både BNP-tillväxten och utvecklingen av löner och priser. Resursutnyttjandet är dock inte observerbart. För att göra en bedömning använder Riksbanken därför en mängd olika indikatorer.

Kapacitetsutnyttjandet inom industrin enligt SCB är strax över sitt historiska medelvärde och de omfattande anställningsplanerna indikerar att företagen behöver fortsätta öka personalstyrkan. Andelen företag som rapporterar brist på arbetskraft i Konjunkturbarometern har samtidigt stigit till de högsta nivåerna sedan 2007 (se diagram 4:10). Även i Arbetsförmedlingens intervjuundersökning har bristtalen stigit, framförallt inom offentlig sektor där de ligger på den högsta nivån som någonsin uppmätts. Andra tecken på att de lediga resurserna på arbetsmarknaden är knappa är att den genomsnittliga rekryteringstiden i näringslivet är lång och att andelen rekryteringar i stor utsträckning sker bland de som redan tidigare hade ett arbete (se diagram 3:10). Även de latent arbetssökande utanför arbetskraften, det vill säga de som uppger att de kan och vill arbeta men ändå inte sökt arbete, har minskat till låga nivåer. Antalet undersysselsatta, det vill säga personer som arbetar färre timmar än vad de skulle vilja, har också minskat.

Trots svårigheter att få tag på personal är löneutvecklingen relativt dämpad. Men det faktum att resursutnyttjandet påverkar löner och inflation med en viss tidsfördröjning gör det svårt att tolka det aktuella resursutnyttjandet utifrån löneökings- och inflationstakten. Riksbankens RU-indikator sammanfattar en mängd enkät- och arbetsmarknadsdata och avser att spegla resursutnyttjandet i ekonomin. Enligt RU-indikatorn steg resursutnyttjandet ytterligare det fjärde kvartalet (se diagram 3:11). Sammantaget bedöms resursutnyttjandet i ekonomin vara högre än normalt i nuläget.

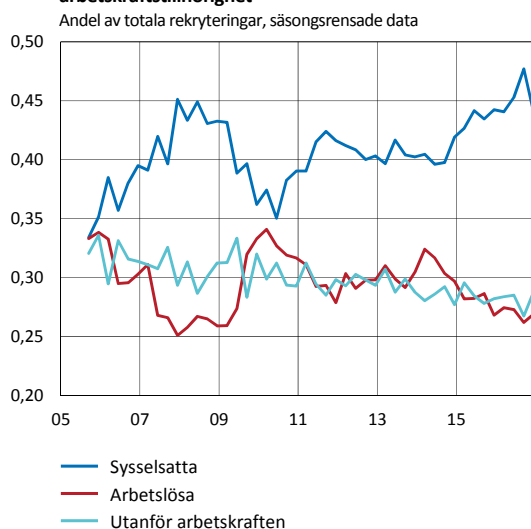
**Diagram 3:9. Lediga jobb och anställningsplaner**



Anm. Anställningsplaner avser förväntningar om antal anställda i näringslivet på tre månaders sikt. Streckad linje avser genomsnittet sedan 2003.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

**Diagram 3:10. Rekryteringar efter tidigare arbetskraftstillhörighet**



Anm. Rekryteringar avser enbart rekryteringar utanför företaget/organisationen.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:11. RU-indikatorn**



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

Källa: Riksbanken

## KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Den måttliga återhämtningen i omvärlden fortsätter och den globala inflationen stiger. I Sverige är tillväxten fortsatt god och konjunkturläget stärks ytterligare de närmaste åren. Efterfrågan på arbetskraft väntas vara fortsatt stark framöver. Sysselsättningen ökar dock i en långsammare takt då det blir allt svårare för företagen att hitta den personal de söker. I takt med att resursutnyttjandet stiger väntas inflationen nå 2 procent i slutet av 2018. Den stora politiska osäkerheten internationellt innebär dock att riskerna för bakslag har ökat, både i omvärlden och i Sverige.

### Omvärlden

#### Gradvis ökad tillväxt framöver

Under 2016 uppskattas världsekonomin ha vuxit med måttliga 3,1 procent, vilket är en svagare tillväxt än de senaste åren. Framåtblickande indikatorer såsom inköpschefsindex (se diagram 4:1) och konsumentförtroende stärktes dock mot slutet av 2016, och i år väntas tillväxten öka och global BNP växa med 3,4 procent. I de utvecklade länderna drivs återhämtningen främst av en tilltagande inhemsk efterfrågan. Investeringarna bedöms öka allt snabbare framöver understödda av en fortsatt expansiv penningpolitik. Mer expansiv finanspolitik i till exempel USA bidrar även positivt till tillväxten de närmaste åren i de utvecklade länderna. Samtidigt är den politiska osäkerheten i omvärlden stor och riskerna för bakslag har ökat. I flera länder hålls tillväxten fortsatt tillbaka av faktorer som en ogynnsam demografisk utveckling, svag produktivitetstillväxt, samt fortsatta efterverkningar av finansskrisen i form av höga privata och offentliga skulder. Sammantaget väntas BNP-tillväxten i världen stiga gradvis och nå 3,7 procent under 2019.

Tillväxten i KIX-viktad BNP, som illustrerar utvecklingen i de länder som är viktigast för svensk ekonomi, väntas sammantaget stiga från cirka 2 procent 2016 till drygt 2,2 procent per år 2017 till 2019 (se diagram 4:2).

#### Snabbare BNP-tillväxt i USA, men oklar politik framöver

I USA väntas konsumtionen växa i god takt uppbackad av stigande arbetsinkomster bland hushållen i linje med högre löneökningstakt (se diagram 4:3). Samtidigt väntas näringslivets investeringar bidra allt mer till den inhemska efterfrågan, bland annat gynnas energisektorn av att oljepriset stigit sedan början på förra året.

Osäkerheten är fortsatt stor om den slutliga utformningen av den nye presidentens politiska förslag och i vilken utsträckning de sedan genomförs. Liksom i prognosen i december antas att vissa finanspolitiska stimulanser kommer att genomföras. Skattesänkningar för löntagare och företagare väntas liksom infrastrukturinvesteringar bidra till en högre efterfrågan i

Tabell 4:1.

Prognosen i korthet
Konjunktoren i omvärlden förbättras i en måttlig takt de kommande åren.
Ett positivt bidrag från energipriserna medför högre omvärldsinflation. Ett stigande resursutnyttjande bidrar till att även den underliggande inflationen i omvärlden stiger framöver. Men uppgången är långsam, särskilt i euroområdet.
Svensk konjunktur är stark och stärks ytterligare de kommande åren. Såväl inhemsk efterfrågan som omvärldsefterfrågan bidrar.
Arbetslösheten är relativt oförändrad de kommande åren. Hög sysselsättningsgrad och att företag fått svårare att rekrytera bidrar till att sysselsättningsgraden slutar att stiga framöver.
Resursutnyttjandet är högre än normalt i nuläget och väntas stiga framöver. Det bidrar till högre löneökningstakt och att inflationen når 2 procent i slutet av 2018.

Diagram 4:1. Globalt inköpschefsindex



Källa: Markit

ekonomin. De positiva effekterna från en mer expansiv finanspolitik beräknas dock delvis motverkas av mer protektionistisk politik redan under de närmaste åren. Inflationen bedöms också stiga till följd av ett ökat resursutnyttjande och stigande löneökningstakt. Den högre inflationen väntas i sin tur medföra att den amerikanska centralbanken höjer styrräntan framöver.

Sammantaget väntas BNP växa med 2,4 procent 2017. Därefter avtar gradvis tillväxten och 2019 väntas BNP växa med 2,1 procent. Den expansiva finanspolitiken bidrar till att statsskulden ökar vilket kan komma att hämma tillväxten på längre sikt.

### Återhämtningen fortsätter i euroområdet

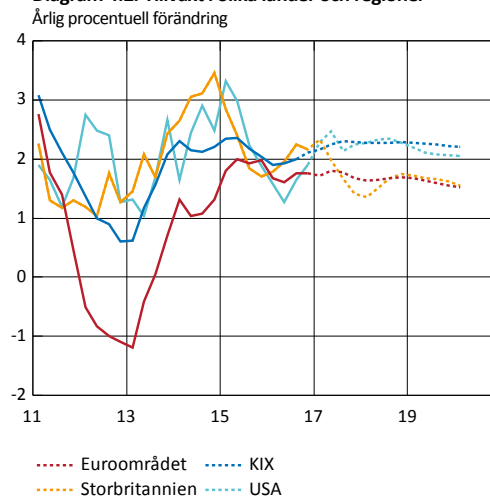
I euroområdet fortsätter den expansiva penningpolitiken att understödja den inhemska efterfrågan. Företagsinvesteringarna väntas stiga något snabbare framöver mot bakgrund av stigande företagsförtroende, högt kapacitetsutnyttjande, något starkare omvärldsefterfrågan och ett uppdämt investeringsbehov efter flera år med låga investeringar. Bostadsinvesteringarna bedöms också stiga något då anpassningen på bostadsmarknaden tycks vara klar i flera länder som tidigare präglades av ett överutbud på fastigheter. Detta illustreras av stigande fastighetspriser.

Något mindre åtstramande finanspolitik i vissa länder bidrar också en del till tillväxten i år. En gradvis ökad efterfrågan från omvärlden gör att exporten stiger, men importen väntas samtidigt öka ännu något snabbare. Samtidigt kvarstår risker kopplad till den europeiska banksektorn som fortsatt har en stor andel dåliga lån och svag lönsamhet. Att osäkerheten har ökat ytterligare vad gäller en mer inåtvänd politik i ett antal länder illustreras också av större skillnader mellan statsobligationsräntor i Europa den senaste tiden. Sammantaget bedöms BNP-tillväxten i euroområdet vara 1,7 procent 2017. Därefter är tillväxttakten i stort sett oförändrad fram till 2019.

### Fortsatt motståndskraftig brittisk ekonomi

Folkomröstningen i juni 2016 har hittills inte fått några betydande negativa efterverkningar enligt den senaste statistiken över utvecklingen i den brittiska ekonomin. Överlag har hushållens konsumtion fortsatt att utvecklas i god takt. Investeringarna har också stärkts, åtminstone till och med det tredje kvartalet i fjol, även om det kan bero på investeringsbeslut som fattades före folkomröstningen. Därtill kan ett försvagat pund ha bidragit till att dämpa inbromsningen genom att gynna exporten. Det är fortsatt oklart hur Storbritanniens relation till EU och andra länder kommer att se ut framöver. I samband med premiärministerns tal i januari om hur regeringen vill att utträdet ska utformas blev det allt tydligare att Storbritannien väntas lämna EU:s inre marknad och således kommer att behöva förhandla fram nya handelsavtal.

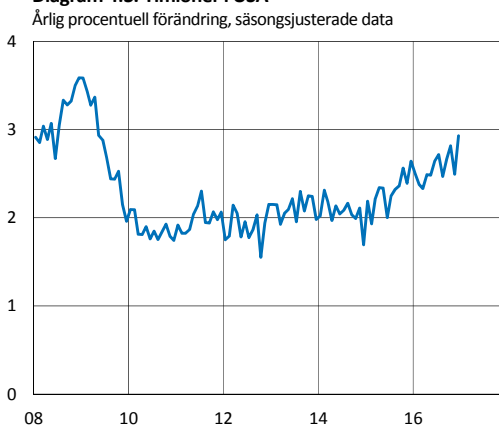
**Diagram 4:2. Tillväxt i olika länder och regioner**



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

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

**Diagram 4:3. Timlöner i USA**



Anm. Genomsnittlig timlön i privat sektor.

Källa: Bureau of Labor Statistics

Vissa ekonomiska effekter av EU-utträdet väntas ses under 2017. Osäkerheten om landets framtida omvärldsrelationer bedöms hämma investeringarna något i år och bidra till att färre nyanställs. När utvecklingen på arbetsmarknaden försvagas dämpas hushållens disponibla inkomster vilket håller tillbaka hushållens konsumtion. De disponibla inkomsterna urholkas också av en stigande inflation i år till följd av att pundet försvagats. Samtidigt indikerar regeringens senaste budget en mindre stram finanspolitik framöver. Sammantaget väntas BNP-tillväxten minska från 2,0 procent 2016 till 1,8 procent i år och 1,6 procent 2018. 2019 bedöms tillväxten uppgå till 1,7 procent. Prognosen är dock mycket osäker då det är svårt att veta hur ekonomins aktörer kan komma att reagera på en utdragen period av osäkerhet om landets omvärldsrelationer.

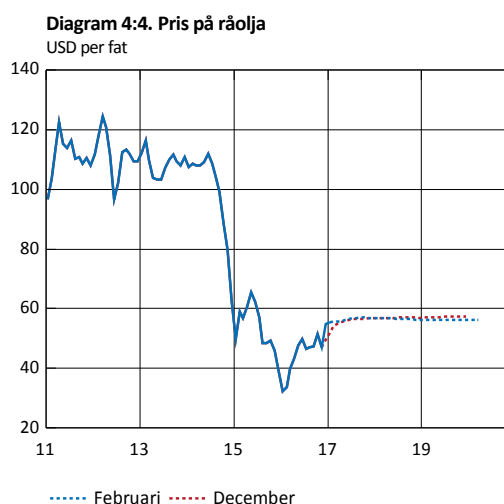
### Stora skillnader i tillväxtländernas tillväxt

Utvecklingen i tillväxtekonomierna är relativt splittrad. Förre årets svacka i Brasilien och Ryssland, bland annat kopplad till tidigare fallande råvarupriser, följs av en stigande tillväxt under prognosperioden. Tillväxten i Indien bedöms ha dämpats mot slutet av 2016 då konsumtionen hämmades i samband med att regeringen bytte ut stora mängder sedlar. Framöver väntas dock tillväxttakten återvända till en högre nivå. I Kina fortsätter tillväxten att mattas av. Den högt skuldsatta företagssektorn utgör alltjämt en risk, men en alltför snabb inbromsning bedöms kunna motverkas av en expansiv finanspolitik. BNP-tillväxten i Kina väntas uppgå till 6,4 procent 2017 för att därefter dämpas gradvis till under 6 procent 2019. Turkiet har sedan tidigare hög inflation, stort bytesbalansunderskott och en stor privat skuld. Landets tillväxtutsikter har också försämrats den senaste tiden. Bland annat bidrar politisk oro samt en försvagning av den turkiska valutan mot amerikanska dollarn. Det senare då turkiska företag har en stor del av sin skuld denominerad i dollar.

### Inflationen stiger något framöver i omvärlden

Inflationen i omvärlden har stigit på senare tid och bedöms fortsätta stiga under 2017, främst drivet av ett omslag från ett negativt till ett positivt bidrag från energipriser, vilket är särskilt påtagligt i början av året. Men enligt prissättningen på terminsmarknaderna väntas oljepriset ligga mer eller mindre stilla framöver (se diagram 4:4). Detta innebär att det positiva bidraget från energipriserna till inflationen väntas avta under kommande år.

I USA stiger resursutnyttjandet och arbetslösheten har närmat sig den, enligt flera bedömare, långsiktigt normala nivån. Löneökningstakten har stigit gradvis de senaste åren. Framöver bidrar även finanspolitisk stimulans till ett högre resursutnyttjande. Stigande energipriser och högre resursutnyttjande innebär sammantaget att KPI-inflationen stiger från 1,3 procent 2016 till 2,7 procent 2017 för att därefter falla tillbaka till 2,5 procent 2018 och 2019.



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

Källor: Macrobond och Riksbanken



Även i euroområdet väntas energipriserna ge ett tydligt positivt bidrag till inflationen, i synnerhet i början av 2017. HIKP-inflationen bedöms stiga från 0,2 procent 2016 till 1,7 procent i genomsnitt i år. Bidraget från energipriserna minskar markant nästa år varpå HIKP-inflationen faller tillbaka till 1,4 procent 2018. Det inhemska kostnadstrycket ökar gradvis i takt med att arbetslösheten sjunker ytterligare. HIKP-inflationen bedöms nå 1,6 procent 2019.

I Storbritannien bidrar utöver utvecklingen av energipriser också en pundförsvagning till att inflationen stiger tydligt det närmaste året för att därefter falla tillbaka mot inflationsmålet på 2 procent.

Den sammanvägda inflationen för KIX-länderna stiger fram till det tredje kvartalet 2017 och ligger därefter runt 2 procent (se diagram 4:5). Den närmaste tiden bidrar energipriser positivt och därefter medför ett gradvis högre globalt resursutnyttjande att pristrycket ökar.

## Sverige

### Allt starkare svensk konjunktur de närmaste åren

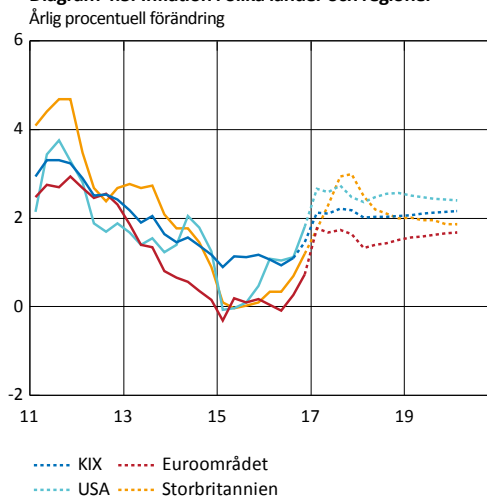
Svensk tillväxt har varit snabb de senaste åren, bland annat till följd av hög offentlig konsumtion, ett bostadsbyggande som ökat snabbt och en expansiv penningpolitik. Även om tillväxttakten mattas av något bedöms konjunkturläget fortsätta stärkas de närmaste åren. En något högre tillväxt i omvärlden kompenserar till viss del för att bostadsinvesteringar och offentlig konsumtion bidrar mindre framöver.

Tillväxten på många av Sveriges viktigaste exportmarknader är blygsam i ett historiskt perspektiv. Men återhämtningen på svenska exportmarknader fortsätter och understödjer den svenska exporten som ökar något snabbare framöver jämfört med den dämpade utvecklingen 2016 (se diagram 4:6).

Ett förbättrat konjunkturläge med en minskande mängd lediga resurser leder till nya investeringar i näringslivet. Samtidigt bidrar den historiskt sett måttliga utvecklingen i omvärldsefterfrågan till att investeringstakten blir något lägre än i tidigare konjunkturuppgångar. Kapacitetsbegränsningar innebär också att investeringar i bostäder ökar långsammare de kommande åren och därigenom bidrar mindre till tillväxten. Nivån på bostadsinvesteringarna blir dock fortsatt hög.

De senaste årens gynnsamma utveckling på arbetsmarknaden har inneburit att hushållens reala inkomster ökat snabbt. Eftersom tillväxten i sysselsättningen dämpas något framöver och hushållens ränteutgifter stiger när reporäntan börjar höjas, kommer de disponibla inkomsterna att öka något långsammare. Att hushållens konsumtion ändå väntas växa i linje med, eller något över, sitt historiska genomsnitt bygger därför på att hushållen i större utsträckning använder sitt sparande för att finansiera den ökade konsumtionen (se diagram 4:7). Detta bedöms ske då sparandet bland hushållen

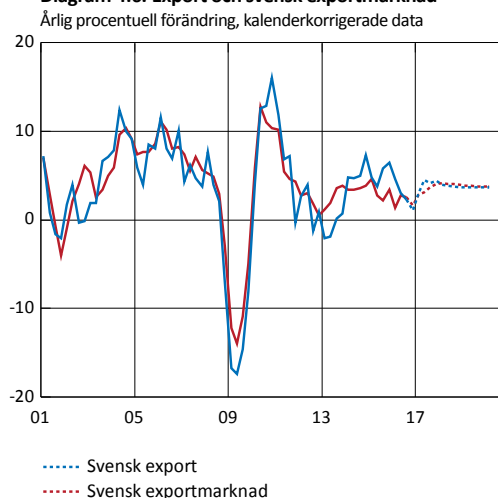
**Diagram 4:5. Inflation i olika länder och regioner**



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Vid beräkning av KIX-vägd inflation används HIKP för euroområdet och KPI för övriga länder. För euroområdet visas inflation mätt med HIKP och för USA och Storbritannien mätt med KPI.

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

**Diagram 4:6. Export och svensk exportmarknad**



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

Källor: SCB och Riksbanken

är mycket högt och den sammantagna värdeutvecklingen på hushållens tillgångar har varit gynnsam de senaste åren.

Att andelen unga och äldre i befolkningen ökar bedöms fortsätta bidra till en hög tillväxt i den offentliga konsumtionen de närmaste åren. Tillväxten dämpas samtidigt till följd av färre asylsökande.

Sammantaget väntas BNP ha växt med 3,4 procent 2016 och i år beräknas BNP växa med 2,5 procent. Därefter dämpas tillväxten något till i genomsnitt 2,1 procent per år 2018–2019 (se diagram 4:8). Då befolkningen samtidigt växer snabbt blir den årliga tillväxten i BNP per invånare i genomsnitt ungefär en procentenhet lägre. Svensk ekonomi väntas således utvecklas väl under prognosperioden även om det finns risker för bakslag kopplad till den politiska osäkerheten i omvärlden.

### Bostadspriserna och hushållens skulder ökar snabbt

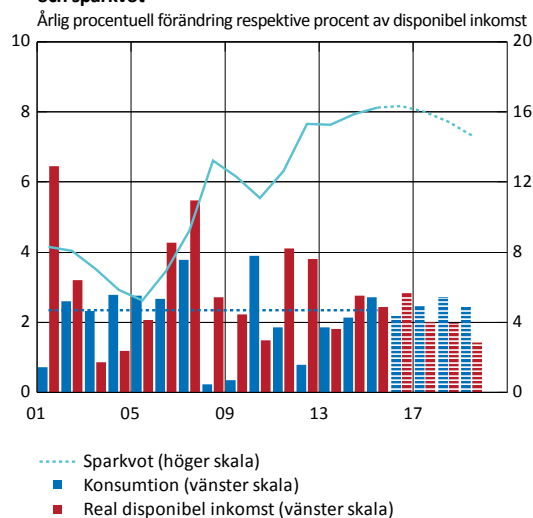
De svenska bostadspriserna har, med undantag för några kortare perioder, stigit under en mycket lång tid. Den årliga prisökningstakten dämpades från i genomsnitt nära 15 procent 2015 till knappt 10 procent 2016. Prisökningstakten väntas mattas av ytterligare något de kommande åren, eftersom hushållens inkomster växer något långsammare samtidigt som bolåneräntorna inte bedöms falla ytterligare. De snabba prisökningarna på bostäder har inneburit en allt högre skuldsättning bland svenska hushåll. Skulderna bedöms fortsätta öka, men i en något långsammare takt när utvecklingen på bostadsmarknaden dämpas. Skulderna som andel av hushållens disponibla inkomster väntas dock stiga ytterligare och uppgå till nära 195 procent i början av 2020 (se diagram 1:14).

### Stark efterfrågan på arbetskraft

Efterfrågan på arbetskraft var stark ifjol och antalet varsel om uppsägning låg på den lägsta nivån sedan 2007. Detta medförde att sysselsättningsgraden steg (se diagram 4:9). Att arbetskraften också ökade hade till följd att arbetslösheten, trots sysselsättningsökningen, endast minskade långsamt under 2016. Det starka konjunkturläget innebär att efterfrågan på arbetskraft väntas vara fortsatt stor även framöver. Sysselsättningsgraden är dock redan så pass hög, i synnerhet i vissa grupper, att det blir allt svårare för företagen att hitta den personal de efterfrågar. Sysselsättningsstillväxten väntas därför bromsa in de kommande åren och sysselsättningsgraden planar ut på en hög nivå.

Det stora antalet asylsökande 2015 syns nu tydligt i statistik över antalet beviljade uppehållstillstånd från Migrationsverket. För dem som beviljats uppehållstillstånd och är i arbetsför ålder följer det så kallade etableringsuppdraget hos Arbetsförmedlingen vilket syftar till att nyanlända ska börja arbeta eller få utbildning. Tillskottet till arbetskraften de kommande åren väntas i stor utsträckning bestå av personer som endast har varit i Sverige en kort tid. Eftersom det tar tid att etablera sig i ett annat land är arbetslösheten inledningsvis

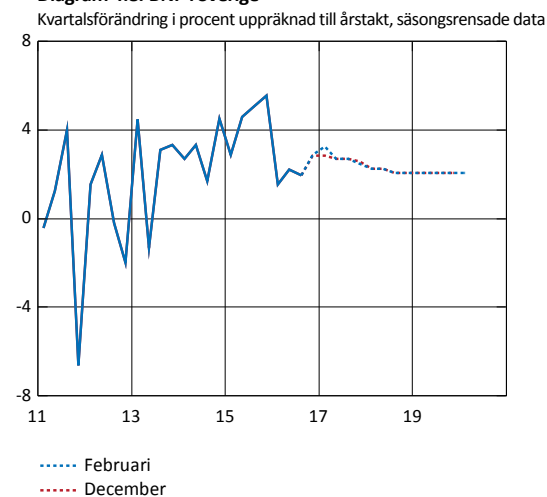
**Diagram 4:7. Hushållens reala disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot**



Anm. Sparkvoten är inklusive kollektivt försäkringssparande. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator. Streckad linje avser genomsnitt av konsumtionen mellan 1994 och 2015.

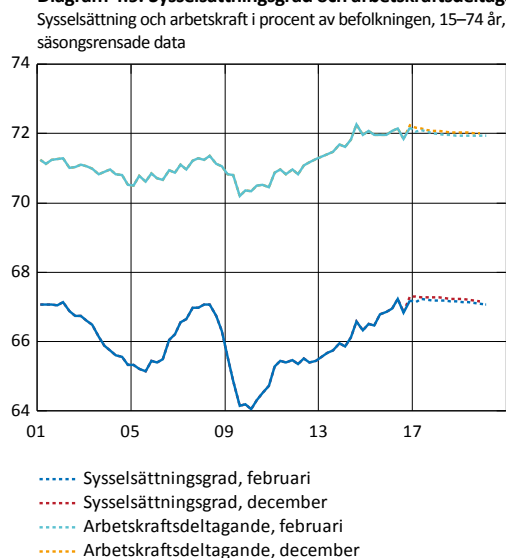
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:8. BNP i Sverige**



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:9. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande**



Källor: SCB och Riksbanken

mycket hög bland nyanlända. Arbetsförmedlingen rapporterar om att en växande andel av de inskrivna arbetslösa saknar gymnasieutbildning och eftersom huvuddelen av jobben på arbetsmarknaden kräver längre utbildning talar detta för att det kommer att bli svårt att matcha arbetstagare med arbetsgivare framöver.<sup>26</sup> Nedgången i arbetslösheten väntas bromsas in redan i år och arbetslösheten stiger sedan något 2019 (se diagram 4:10).

### Allt mer ansträngt arbetsmarknadsläge

I takt med att sysselsättningsgraden har ökat har även olika indikatorer för resursutnyttjandet på arbetsmarknaden stigit. Andelen företag som enligt Konjunkturbarometern rapporterar om brist på arbetskraft har till exempel stigit ytterligare och ligger på en hög nivå (se diagram 4:10). Arbetslösheten är samtidigt hög bland exempelvis utomeuropeiska invandrare och de som saknar gymnasieutbildning. De höga bristtalen är ett tecken på att det finns obalanser på arbetsmarknaden då företagen, trots att det fortfarande finns många arbetslösa, har svårt att hitta den personal de söker.

Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet i ekonomin är högre än normalt i nuläget. Den fortsatt expansiva penningpolitiken medför att både BNP och antalet arbetade timmar stiger så pass snabbt att resursutnyttjandet fortsätter att öka (se diagram 4:11). Eftersom det blir allt svårare att öka antalet sysselsatta väntas den högre produktionen i viss utsträckning tillgodoses med ökad medelarbets-tid.

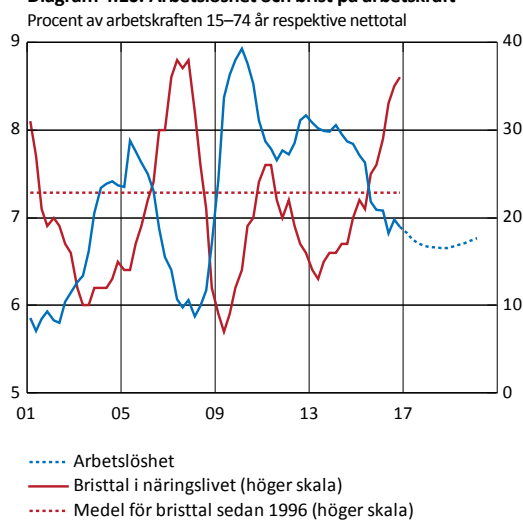
### Lönerna ökar i takt med att konjunkturen stärks

Den pågående avtalsrörelsen omfattar omkring 2,4 miljoner arbetstagare som förväntas få nya kollektivavtal i år. LO-förbunden har, till skillnad från i fjol, enats om gemensamma avtalskrav. Facken inom industrin yrkar på 2,8 procent i löneökningar i år, vilket är i linje med de senaste två avtalsrörelserna. Arbetsgivarna inom industrin förordar samtidigt löneökningar som understiger 1,5 procent. Industrins nuvarande avtal löper ut den sista mars i år och deras nya kollektivavtal förväntas bli normerande för övriga avtalsområden på arbetsmarknaden.

Bristen på arbetskraft och företagens svårigheter att rekrytera bedöms medföra att löneökningstakten enligt både konjunkturlönestatistiken (KL) och nationalräkenskaperna (NR) stiger under prognosperioden. Differensen mellan KL- och NR-lönerna bedöms bli något större under prognosperioden (se marginalrutan "Konjunkturen och skillnaden mellan två lönemått").

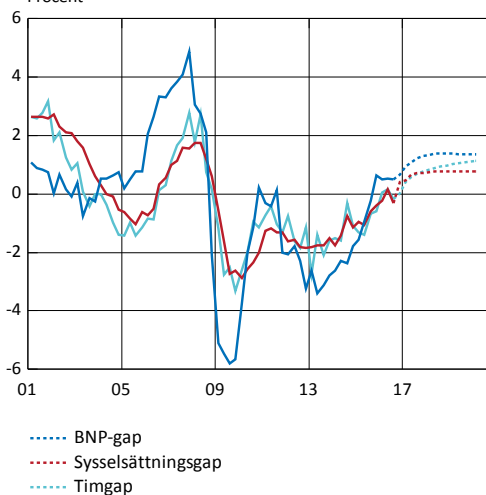
Under prognosperioden bedöms arbetskostnaderna, det vill säga summan av lönerna och arbetsgivaravgifterna, stiga i linje med timlönerna enligt NR. Produktivitetstillväxten väntas vara stabil omkring 1,5 procent i årlig procentuell förändring under prognosperioden (se diagram 4:12). Sammantaget betyder detta att tillväxten i arbetskostnaderna per producerad

Diagram 4:10. Arbetslöshet och brist på arbetskraft



Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 4:11. BNP-gap, sysselsättningsgap och timgap

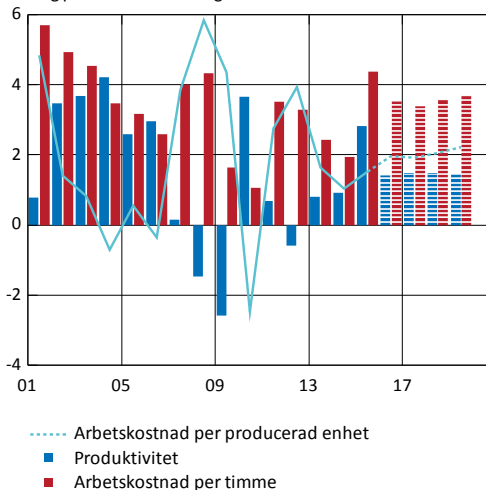


Anm. Gapen avser BNP:s, antalet arbetade timmars, respektive antalet sysselsattas avvikelse från Riksbankens bedömda trender.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:12. Kostnadstryck i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

<sup>26</sup> Se även Arbetsförmedlingens rapport "Perspektiv på arbetslösheten i olika grupper", Januari 2017.

enhet stiger något snabbare än sitt historiska genomsnitt under prognosperioden.

### Långsam förstärkning av kronan framöver

Kronans utveckling framöver är osäker och beror bland annat på hur konkurrenskraftig den svenska ekonomin är och på hur penningpolitiken i Sverige och omvärlden utformas. Under kommande år väntas en gradvis och långsam förstärkning av kronan i takt med att konjunkturen i Sverige och omvärlden stärks, samtidigt som överskotten i handels- och bytesbalansen fortsätter att minska (se diagram 4:13).

### Fortsatt uppgång i inflationen

Inflationen mätt med KPIF har stigit trendmässigt sedan 2014. Den senaste tiden är det inte minst energi- och livsmedelspriser som vänt uppåt och gett inflationstalen ytterligare skjuts. Energipriserna ökar nu snabbt på årlig basis, även om öknings-takten väntas dämpas framöver (se diagram 4:14). Även inflationen mätt som KPIF exklusive energi har stigit sedan 2014. Den är dock fortsatt låg efter att ha avtagit något under 2016. Riksbanken bedömer att det finns förutsättningar för att uppgången i inflationen ska fortsätta även efter att prisökningarna på energi- och livsmedelsvaror dämpats mot mer normala nivåer.

En faktor som talar för högre inflation framöver är det fortsatt stigande resursutnyttjandet i ekonomin. Dagens goda konjunkturläge har ännu inte fått fullt genomslag på inflationen, då den vanligtvis påverkas med viss eftersläpning av resursutnyttjandet.<sup>27</sup> En starkare konjunktur leder bland annat till att företagen lättare kan höja priserna på sina produkter samtidigt som företagens kostnader normalt stiger gradvis snabbare.

En annan faktor som påverkar inflationen är kronans växelkurs.<sup>28</sup> Även om det har skett en förstärkning sedan det senaste penningpolitiska mötet är växelkursen fortfarande svagare jämfört med våren 2016 (se diagram 4:13). I likhet med resursutnyttjandet påverkar växelkurssvängningar inflationen med eftersläpning, och därmed bedöms inte heller den svagare kronan ha fått fullt genomslag på inflationen ännu. Under kommande år väntas växelkursen stärkas ytterligare något och det positiva bidraget till inflationen avtar därför successivt. Då väntas i stället det internationella prisstrycket stiga och bidra till fortsatt stigande inflation.

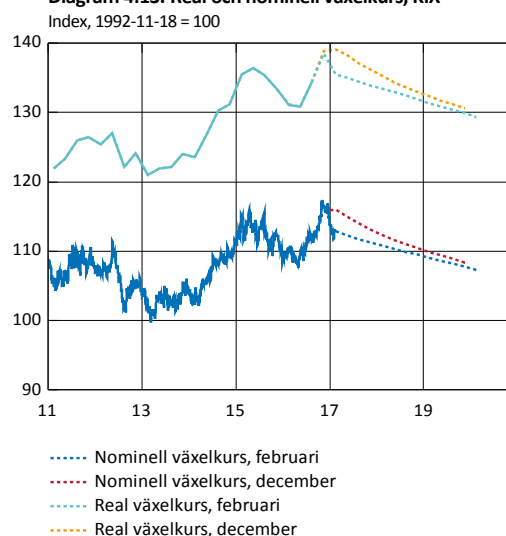
### Inflationen stabiliseras runt 2 procent i slutet av 2018

Prognosen för inflationen mätt med KPIF exklusive energi är något nedreviderad 2018–2019 i och med att kronan bedöms vara starkare än i föregående prognos. Dessutom har det i pågående hyresförhandlingar slutits ett stort antal fleråriga avtal

### Konjunkturen och skillnaden mellan två lönemått

Mätt sedan början av 1990-talet finns det ett positivt samband mellan olika konjunkturmått och differensen mellan NR- och KL-löner. Detta beror på att det finns flera komponenter i NR:s timlöner som kan tänkas vara konjunkturberoende som inte förekommer i KL-lönerna, såsom till exempel skattepliktiga personalförmåner, bonusar och andra resultatbaserade ersättningar. När konjunkturen fortsätter att stärkas framöver väntas således NR-lönerna öka snabbare än KL-lönerna vilket medför en större skillnad i löneutvecklingen mellan de båda måtten.

Diagram 4:13. Real och nominell växelkurs, KIX



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

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

Diagram 4:14. Energipriser i KPI



Anm. Energipriserna i KPI är en sammanvägning av prisutvecklingen på el- och drivmedelspriser och utgör 7,6 procent av KPI.

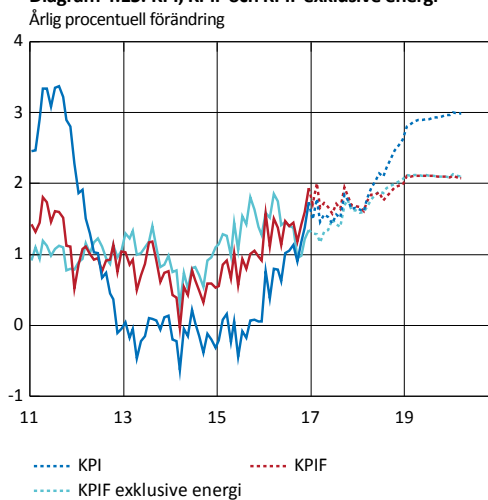
Källa: SCB och Riksbanken

<sup>27</sup> Se fördjupningen "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation" i Penningpolitisk rapport, oktober 2016.

<sup>28</sup> Se fördjupningen "Växelkursens genomslag på inflationen" i Penningpolitisk rapport, december 2016.

som ger endast långsamt stigande hyror 2018. Precis som i föregående prognos ökar energipriserna ovanligt snabbt för närvarande och under ytterligare en tid, så inflationen 2017 är högre mätt med KPIF än mätt med KPIF exklusive energi (se diagram 4:15). Även KPIF är dock marginellt nedreviderad jämfört med den penningpolitiska rapporten i december (se diagram 1:6). Det EU-harmoniserade inflationsmättet HIKP inkluderar inte hushållens kostnader för boende i egna hem. Till följd av de snabbt stigande bostadspriserna ligger ökningstakten i HIKP därför aningen lägre än KPIF under prognosåren (se diagram 4:16). När boräntorna under 2018 börjar stiga tydligt igen, stiger hushållens räntekostnader och KPI kommer då att öka snabbare än KPIF. KPIF-inflationen bedöms öka långsamt och stabiliseras runt 2 procent i slutet av 2018.

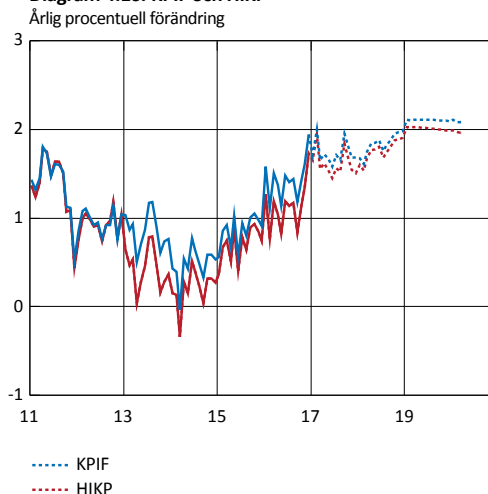
**Diagram 4:15. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi**



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:16. KPIF och HIKP**



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

## Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

**Tabell 1. Reporänteprognos**  
Procent, kvartalsmedelvärden

	2016 kv 4	2017 kv 1	2017 kv 2	2018 kv 1	2019 kv 1	2020 kv 1
Reporänta	-0,5	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,6)	-0,5 (-0,5)	0,0 (0,0)	0,5

Källa: Riksbanken

**Tabell 2. Inflation**  
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2015	2016	2017	2018	2019
KPI	0,0	1,0 (1,0)	1,6 (1,4)	2,1 (2,2)	2,9 (3,0)
KPIF	0,9	1,4 (1,4)	1,7 (1,6)	1,8 (1,9)	2,1 (2,1)
KPIF exkl. energi	1,4	1,4 (1,4)	1,5 (1,3)	1,9 (2,0)	2,1 (2,1)
HIKP	0,7	1,1 (1,1)	1,6 (1,5)	1,8 (1,8)	2,0 (2,0)

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

Källor: SCB och Riksbanken

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

	2015	2016	2017	2018	2019
Reporänta	-0,3	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,6)	-0,3 (-0,3)	0,2 (0,2)
10-årsränta	0,8	0,5 (0,5)	1,0 (1,1)	1,8 (2,0)	2,4 (2,8)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	112,6	111,7 (111,7)	112,0 (114,5)	110,1 (111,3)	108,4 (109,2)
Offentligt finansiellt sparande*	0,2	0,5 (0,4)	0,2 (0,1)	0,5 (0,3)	0,8 (0,6)

\* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

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

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2015	2016	2017	2018	2019
Euroområdet	0,14	0,47	1,9	1,7 (1,6)	1,7 (1,6)	1,7 (1,7)	1,6 (1,6)
USA	0,16	0,08	2,6	1,6 (1,6)	2,3 (2,5)	2,3 (2,3)	2,1 (2,1)
Japan	0,05	0,02	1,2	1,0 (1,0)	1,1 (1,0)	0,9 (0,8)	0,8 (0,8)
Kina	0,15	0,08	6,9	6,7 (6,7)	6,4 (6,2)	5,8 (5,8)	5,7 (5,7)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,2	2,0 (2,0)	2,2 (2,2)	2,3 (2,3)	2,2 (2,3)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,2	3,1 (3,2)	3,4 (3,5)	3,6 (3,6)	3,7 (3,7)

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen enligt IMF. Riksbanken uppdaterar vikterna för kronindexet KIX i början av varje år, med tre års eftersläpning. Siffrorna i tabellen är baserade på nya KIX-vikter för 2014 som används för 2017 och ett antagande om att vikterna under kommande prognosår kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de tidigare fem åren.

KPI	2015	2016	2017	2018	2019
Euroområdet (HIKP)	0,0	0,2 (0,2)	1,7 (1,4)	1,4 (1,4)	1,6 (1,6)
USA	0,1	1,3 (1,2)	2,6 (2,7)	2,5 (2,5)	2,5 (2,5)
Japan	0,8	-0,1 (-0,1)	0,7 (0,7)	1,4 (1,5)	1,7 (1,8)
KIX-vägd	1,1	1,1 (1,1)	2,2 (2,0)	2,0 (2,1)	2,1 (2,1)

	2015	2016	2017	2018	2019
Styrränta i omvärlden, procent	0,1	-0,1 (-0,1)	-0,1 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,2 (0,2)
Råoljepris, USD/fat Brent	53,5	45,1 (44,6)	56,4 (55,7)	56,6 (56,9)	56,2 (57,3)
Svensk exportmarknad	3,2	2,1 (2,0)	3,4 (3,2)	4,1 (4,0)	3,8 (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

	2015	2016	2017	2018	2019
Hushållens konsumtion	2,7	2,2 (2,2)	2,5 (2,4)	2,7 (2,7)	2,4 (2,4)
Offentlig konsumtion	2,5	3,6 (3,6)	1,6 (2,0)	1,1 (1,4)	1,1 (1,2)
Fasta bruttoinvesteringar	7,0	6,9 (7,1)	3,4 (3,5)	3,1 (2,8)	2,8 (2,8)
Lagerinvesteringar*	0,3	0,2 (0,3)	-0,1 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	5,6	3,0 (2,9)	3,6 (2,9)	3,6 (3,6)	3,6 (3,6)
Import	5,5	4,3 (4,4)	3,4 (3,5)	4,0 (4,0)	4,0 (4,0)
BNP	4,1	3,4 (3,4)	2,5 (2,4)	2,2 (2,2)	2,1 (2,1)
BNP, kalenderkorrigerad	3,8	3,2 (3,2)	2,7 (2,6)	2,3 (2,4)	2,1 (2,1)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	3,5	3,5 (3,6)	2,4 (2,4)	2,3 (2,3)	2,1 (2,1)
Nettoexport*	0,3	-0,4 (-0,5)	0,2 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	4,7	4,2 (4,2)	4,3 (3,9)	4,1 (3,7)	3,9 (3,5)

\* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

Anm. Siffrorna avser faktiska, ej kalenderkorrigerade, tillväxttakter, om ej annat anges. NR avser nationalräkenskaperna.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 6. Produktion och sysselsättning**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2015	2016	2017	2018	2019
Folkmängd, 15–74 år	0,7	0,9 (0,9)	1,1 (1,0)	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)
Potentiellt arbetade timmar	0,8	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)	0,5 (0,5)	0,5 (0,5)
BNP, kalenderkorrigerad	3,8	3,2 (3,2)	2,7 (2,6)	2,3 (2,4)	2,1 (2,1)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,0	1,8 (1,9)	1,2 (1,2)	0,9 (0,8)	0,6 (0,6)
Sysselsatta, 15–74 år	1,4	1,5 (1,5)	1,3 (1,3)	0,7 (0,7)	0,5 (0,5)
Arbetskraft, 15–74 år	0,8	1,0 (1,0)	1,1 (1,0)	0,6 (0,6)	0,6 (0,6)
Arbetslöshet, 15–74 år*	7,4	6,9 (6,9)	6,7 (6,7)	6,7 (6,7)	6,7 (6,7)

\* Procent av arbetskraften

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

Källor: SCB och Riksbanken

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

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

	2015	2016	2017	2018	2019
Timlön, KL	2,4	2,5 (2,5)	3,0 (3,1)	3,3 (3,4)	3,5 (3,6)
Timlön, NR	3,5	2,9 (2,8)	3,4 (3,4)	3,6 (3,6)	3,7 (3,7)
Arbetsgivaravgifter*	0,9	0,6 (0,6)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Arbetskostnad per timme, NR	4,4	3,5 (3,4)	3,4 (3,4)	3,6 (3,6)	3,7 (3,7)
Produktivitet	2,8	1,4 (1,3)	1,5 (1,4)	1,5 (1,5)	1,4 (1,4)
Arbetskostnad per producerad enhet	1,5	2,1 (2,0)	1,9 (1,9)	2,1 (2,0)	2,2 (2,3)

\* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken



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

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