

Penningpolitisk rapport

September 2019



Penningpolitisk rapport

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

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

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

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 4 september 2019. Rapporten går att ladda ned i pdf format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se där det också finns mer information om Riksbanken.

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

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISK STRATEGI

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

BESLUTSPROCESSEN

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

PRESENTATION AV PENNINGPOLITISKT BESLUT

Det penningpolitiska beslutet presenteras i ett pressmeddelande kl. 9:30 dagen efter det penningpolitiska mötet. Pressmeddelandet anger också hur de enskilda direktionsledamöterna röstade och en huvudsaklig motivering till eventuella reservationer. En presskonferens hålls dagen efter det penningpolitiska mötet.

Innehåll

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar	5
Ökad osäkerhet och lägre ränteläge i omvärlden	5
Den aktuella penningpolitiken	6
Osäkerhet och risker	8
FÖRDJUPNING – Inflationförväntningar i Sverige nära 2 procent	12
KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden	13
Utvecklingen internationellt	13
KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget	19
Inflationen i Sverige	19
Global och svensk konjunktur	20
KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna	25
Omvärlden	25
Sverige	28
Tabeller	33

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har realekonomin och inflationen i omvärlden huvudsakligen utvecklats i linje med Riksbankens prognos. Under året har dock stämmningsläget försämrats. Marknadsräntor har fallit påtagligt och även inflationsförväntningarna har fallit, framför allt i euroområdet. Flera centralbanker har sänkt sina styrräntor eller kommunicerat att penningpolitiken kan komma att göras mer expansiv. Ytterligare penningpolitiska stimulanser antas nu också i Riksbankens prognos, vilket innebär att revideringarna av utsikterna för realekonomin och inflationen i omvärlden sammantaget är små.

Liksom i omvärlden har svensk ekonomi gått in i en lugnare tillväxtfas. Konjunkturen är fortsatt stark, men jämfört med bedömningen i juli har BNP-tillväxten blivit något lägre och den senaste tidens oväntat svaga utveckling på arbetsmarknaden indikerar att det höga resursutnyttjandet normaliseras något snabbare under prognosperioden. Inflationen har om något blivit högre än väntat och förutsättningarna för att den ska vara nära 2 procent även framöver kvarstår. I linje med prognosen i juli lämnas reporäntan oförändrad på -0,25 procent och prognosen indikerar att nästa höjning kommer att ske mot slutet av året eller i början av nästa år. Låga räntor i omvärlden och det försämrade stämmningsläget understryker vikten av att gå försiktigt fram med penningpolitiken. De ekonomiska utsikterna bygger på att reporäntan framöver höjs i en långsammare takt än i föregående prognos. Den expansiva penningpolitiken betonar att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Ökad osäkerhet och lägre ränteläge i omvärlden

Globala konjunkturen dämpas

BNP-tillväxten i omvärlden, som under flera år varit stark, har bromsat in och bedöms de kommande åren bli ungefär i linje med det historiska genomsnittet. Den utdragna perioden med hög tillväxt har inneburit att resursutnyttjandet i de viktigaste svenska exportländerna är högre än normalt. Men inflationen har utvecklats svagt och inflationsförväntningarna har sjunkit, framför allt i euroområdet.

Risken för en snabbare avmattning i världsekonomin har ökat. Det är bland annat kopplat till handelskonflikten mellan USA och Kina och osäkerheten kring Storbritanniens utträde ur EU, som riskerar att få kraftiga negativa effekter på den globala konjunkturen. Det är dock mycket svårt att värdera dessa risker och de ligger därför i huvudsak utanför den prognos som redovisas i denna rapport.

I spåren av oron kring konjunkturen och inflationen har marknadsräntorna fallit påtagligt under året. Flera centralbanker har sänkt sina styrräntor eller kommunicerat att penningpolitiken kan komma att göras mer expansiv. Marknadsprissättningen tyder på att marknadsaktörerna förväntar sig mycket stora penningpolitiska stimulanser. Sammantaget fortsätter de finansiella förhållandena i omvärlden

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
De penningpolitiska stimulanserna ger fortsatt stöd till de globala konjunkturutsikterna, men risken för en snabbare avmattning har ökat.
Liksom i omvärlden har svensk ekonomi gått in i en fas med lugnare tillväxttakt.
Trots att konjunkturen dämpas lite snabbare än väntat fortsätter resursutnyttjandet att vara högre än normalt och bidrar till att inflationen är nära 2 procent även framöver. De långsiktiga inflationsförväntningarna har sjunkit något under året men är fortsatt nära 2 procent.
Slutsats: Reporäntan behålls oförändrad på -0,25 procent. Prognosen för reporäntan indikerar att nästa höjning av räntan kommer att ske mot slutet av året eller början av nästa år. De ekonomiska utsikterna bygger på att reporäntan därefter höjs i en långsammare takt än i föregående prognos.

Tabell 1:2.

Viktiga prognosrevideringar sedan PPR juli
Prognosen för omvärldens styrräntor är nedreviderad. De ytterligare penningpolitiska stimulanserna motverkar det försämrade stämmningsläget och sammantaget är prognoserna för omvärldens BNP och inflation i stort sett oförändrade.
Något lägre sysselsättning och högre arbetslöshet i Sverige till följd av svagare utfall än väntat. Lite snabbare normalisering av resursutnyttjandet under prognosperioden.

vara expansiva, vilket bidrar till att hålla uppe tillväxten och inflationen.

Svensk ekonomi i en lugnare tillväxtfas, resursutnyttjandet normaliseras

Det svenska konjunkturförloppet liknar omvärldens. Efter flera år med hög BNP-tillväxt har tillväxten nu dämpats (se diagram 1:2). Förtroendeindikatorer har sjunkit och tyder sammantaget på tillväxt nära eller något under normala nivåer de kommande kvartalen. Utvecklingen på arbetsmarknaden har också mattats av och sysselsättningsgraden har fallit något från en historiskt hög nivå. Andra mått på efterfrågan på arbetskraft, som företagens anställningsplaner och nyanmällda lediga platser, ger dock en något starkare bild. Även om konjunkturen går in i en lugnare fas och resursutnyttjandet har börjat normaliseras är den ekonomiska aktivitetsnivån fortfarande högre än normalt.

Inflationen vid målet

Ett högt resursutnyttjande med stigande kostnadstryck i svensk ekonomi, de senaste årens försvagning av kronan och stigande energipriser har bidragit till att inflationen legat vid målet på 2 procent sedan början av 2017 (se diagram 1:3). Riksbankens olika mått på underliggande inflation indikerar att också den mer varaktiga inflationen är nära 2 procent. Den allra senaste tidens svaga utveckling i energipriserna har inneburit att inflationen, som väntat, fallit tillbaka (se diagram 1:4). Mot slutet av året väntas inflationen åter vara nära 2 procent, bland annat till följd av den tidigare kronförsvagningen. Ett resursutnyttjande som fortsätter att vara högre än normalt bidrar till att inflationen väntas vara kvar nära 2 procent även framöver.

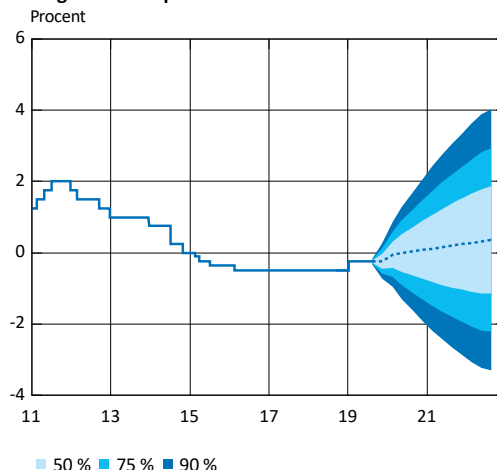
Den aktuella penningpolitiken

Med en lång period med negativ reporänta och omfattande köp av statsobligationer har penningpolitiken bidragit till att resursutnyttjandet i svensk ekonomi de senaste åren varit högt och inflationen nära målet, samtidigt som inflationsförväntningarna har varit nära 2 procent. Mot den bakgrunden höjde Riksbanken i december 2018 reporäntan från $-0,50$ till procent $-0,25$ procent. Nettoköpen av statsobligationer avslutades i december 2017 och sedan dess upprätthåller Riksbanken nivån på innehavet av statsobligationer.

God svensk konjunktur men lägre globalt ränteläge

Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har utvecklingen av realekonomin och inflationen i omvärlden i stort varit i linje med förväntan. Under året har dock stämningläget försämrats. Marknadsräntor har fallit påtagligt och även inflationsförväntningarna har fallit, framför allt i euroområdet. Flera centralbanker har sänkt sina styrräntor eller kommunicerat att penningpolitiken kan komma att göras mer expansiv.

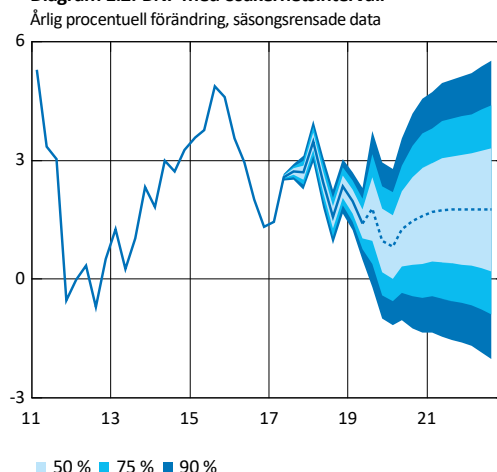
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall



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

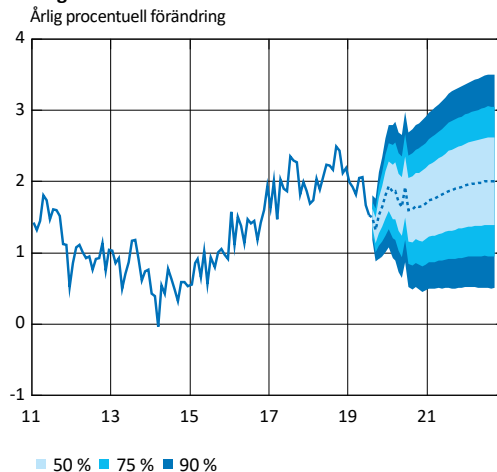
Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

Riksbankens prognoser för omvärldens styrräntor är därför nedreviderade. De ytterligare penningpolitiska stimulanserna innebär att revideringarna av prognoserna för realekonomin och inflationen i omvärlden sammantaget är små.

Riksbanken har sedan en tid haft bilden av att den svenska konjunkturen skulle nå sin topp 2018 och därefter dämpas. Jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli har BNP-tillväxten blivit lite lägre än väntat och avmattningen på arbetsmarknaden ser ut att ske något snabbare än i tidigare bedömning. Sysselsättningstillväxten har de senaste månaderna blivit lägre, och arbetslösheten högre, än väntat och prognoserna tar hänsyn till detta. Konjunkturen är dock fortsatt stark även om resursutnyttjandet normaliseras lite snabbare under prognosperioden. Inflationsutfallen har om något varit högre än väntat och utsikterna är i stort sett oförändrade (se diagram 1:5).

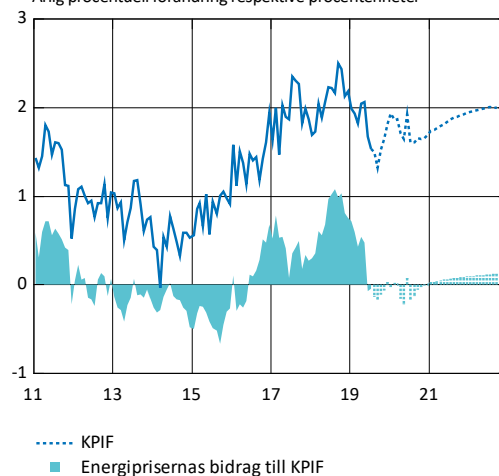
Fortsatt måluppfyllelse med räntehöjningar i långsammare takt

De ekonomiska utsikterna bygger på att penningpolitiken, liksom i omvärlden, är fortsatt expansiv och att reporäntan framöver höjs mycket långsamt. Den nedgång i utländska och svenska obligationsräntor som har skett under året indikerar att det globala ränteläget kommer att vara lågt under en ännu längre tid. Låga räntor i omvärlden och det försämrade stämningläget understryker vikten av att gå försiktigt fram med penningpolitiken. Prognosen för reporäntan är därför nedreviderad (se diagram 1:6). Den reala reporäntan väntas vara negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:7).

Den expansiva penningpolitiken har bidragit till att resursutnyttjandet i svensk ekonomi är högre än normalt och att inflationen sedan början av 2017 har legat nära Riksbankens inflationsmål på 2 procent. Den uppmätta inflationstakten påverkas av såväl tillfälliga som mer varaktiga prisvariationer. Riksbankens olika mått på underliggande inflation indikerar att den mer varaktiga inflationen gradvis har stigit. Medianen av dessa mått har hittills i år varit nära 2 procent (se diagram 3:3). Enligt Prosperas enkätundersökning har penningmarknadsaktörernas långsiktiga inflationsförväntningar sjunkit något under året. Men nedgången är ganska liten och den samlade bilden av de långsiktiga förväntningarna är att de fortfarande är nära 2 procent (se fördjupningen "Inflationsförväntningar i Sverige nära 2 procent").

Trots att konjunkturen dämpas lite snabbare än väntat fortsätter resursutnyttjandet att vara högre än normalt de närmaste åren och bidrar till att inflationen är nära 2 procent även framöver. Det låga ränteläget fortsätter att ge stöd till den ekonomiska utvecklingen och inflationen. Att utvecklingen varit ungefär i linje med Riksbankens prognos talar för att i dagsläget hålla fast vid den tidigare kommunicerade inriktningen på penningpolitiken det närmaste halvåret. I linje med bedömningen i juli lämnas därför reporäntan oförändrad på -0,25 procent. Prognosen för reporäntan indikerar att

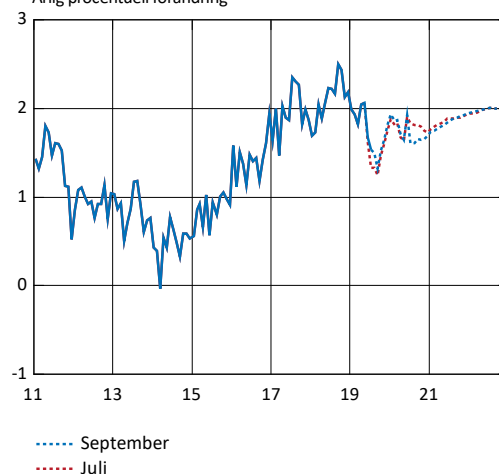
Diagram 1:4. KPIF och bidrag från energipriser
Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



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

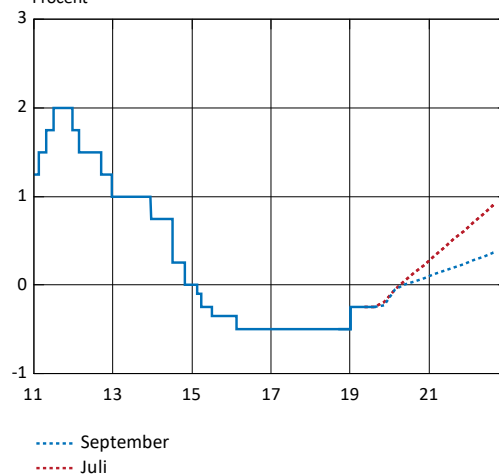
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:5. KPIF
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:6. Reporänta
Procent



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

nästa höjning av räntan kommer att ske mot slutet av året eller i början av nästa år.

Sammantaget talar de ekonomiska utsikterna och riskbilden för att räntan kommer att höjas något under prognosperioden, men i en långsammare takt än tidigare antagits. Stora risker till konjunkturutvecklingen kvarstår, inte minst till följd av den pågående handelskonflikten och oklarheter kring Storbritanniens utträde ur EU. Prognoserna tar hänsyn till att det har skett en försämring av stämningläget men förutsätter att det inte kommer att ske ytterligare betydande nedgångar i förtroendet hos hushåll och företag i omvärlden och Sverige. Skulle konjunktur- och inflationsutsikterna förändras kommer penningpolitiken framöver att anpassas.

Riksbanken fortsätter köpa statsobligationer

Reporäntan är det primära verktyget för penningpolitiken. Men som en kompletterande penningpolitisk åtgärd har Riksbanken också köpt en betydande mängd nominella och reala svenska statsobligationer. Innehavet uppgick i slutet av augusti till cirka 320 miljarder kronor i nominellt belopp. För att bibehålla en lämplig nivå på innehavet och Riksbankens närvaro i marknaden beslutade direktionen i april att Riksbanken från juli 2019 till december 2020 ska köpa statsobligationer till ett nominellt belopp om sammanlagt 45 miljarder kronor (se diagram 1:8). Beslutet innebär att Riksbanken upprätthåller innehavet nära den genomsnittliga nivån sedan början av 2018, efter att nettoköpen avslutades (se diagram 1:9). Att Riksbanken fortsätter att köpa statsobligationer för att upprätthålla nivån på innehavet är i linje med den tidigare kommunicerade strategin för en gradvis normalisering av penningpolitiken.²

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

Osäkerhet och risker

Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra, vilket osäkerhetsintervallen i diagram 1:1–1:3 illustrerar. I Riksbankens prognoser är riskerna för en starkare respektive svagare utveckling i princip balanserade. Det är dock svårt att bedöma hur sannolika olika framtida händelser är och vilka konsekvenserna skulle bli om de inträffar. Det är inte heller självklart hur penningpolitiken ska förhålla sig till osäkerhet och risker. Det finns tillfällen då man i den penningpolitiska avvägningen kan vilja ta speciell hänsyn till vissa risker som bedöms kunna få särskilt stora konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen. Men vid andra tillfällen kan

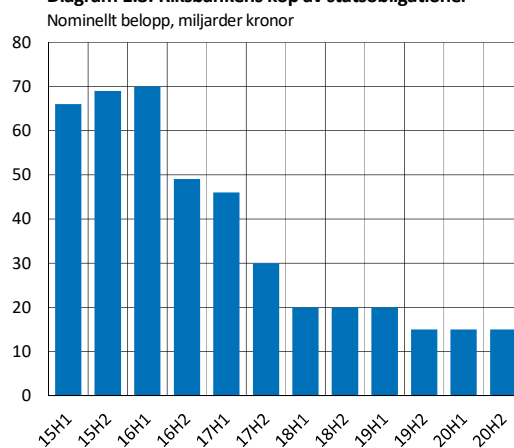
Diagram 1:7. Real reporänta



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

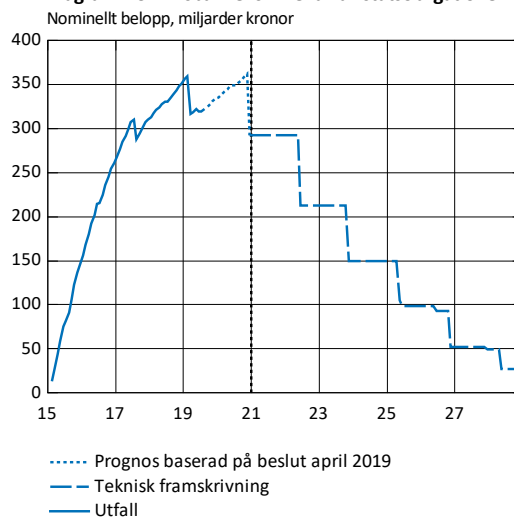
Källa: Riksbanken

Diagram 1:8. Riksbankens köp av statsobligationer



Källa: Riksbanken

Diagram 1:9. Riksbankens innehav av statsobligationer



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

Källa: Riksbanken

² Se fördjupningen "Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport december 2017.

man behöva avvakta mer information innan penningpolitiken anpassas.

Osäkerhet kring konjunkturvecklingen

Sverige är en liten, öppen ekonomi, vilket innebär att utvecklingen i omvärlden har stor betydelse för konjunkturutsikterna. Osäkerheten kring den globala konjunkturutvecklingen är fortsatt stor. Tre faktorer har under de senaste åren dominerat riskbilden: handelskonflikten mellan USA och Kina, osäkerheten kring Storbritanniens utträde ur EU samt utvecklingen i Italien.

Handelskonflikten mellan USA och Kina fortsätter att skapa betydande osäkerhet kring världshandeln och den globala tillväxten. En fortsatt upptrappning av handelskonflikten skulle framför allt riskera att dämpa tillväxten ytterligare i den kinesiska ekonomin, som varit en viktig drivkraft bakom den globala ekonomiska aktiviteten under lång tid. Fler länder och regioner kan också komma att omfattas av handelskonflikter, vilket skulle kunna få betydande återverkningar på den svenska tillväxten.

Osäkerheten kring Storbritanniens utträde ur EU har ökat ytterligare sedan i juli. Risker för att Storbritannien lämnar EU utan ett avtal i slutet av oktober bedöms ha ökat, inte minst eftersom den nye premiärministern Boris Johnson har deklarerat att han inte drar sig för ett sådant alternativ.

I Italien har det politiska spelet om regeringsmakten under de senaste veckorna orsakat svängningar i räntorna på landets statsobligationer. Marknadsrörelserna illustrerar att det bland investerare finns en osäkerhet om hållbarheten i de offentliga finanserna. Italien har en hög offentlig skuldsättning och tillväxten har under en längre tid hämmats av ekonomiska strukturproblem. Dessutom kvarstår betydande utmaningar inom landets banksektor. Utvecklingen i Italiens bedöms därför fortsatt utgöra en risk för konjunkturen i Europa.

Även geopolitiska spänningar i Mellanöstern bidrar till att öka osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen i omvärlden framöver, bland annat genom effekter på oljepriset.

Utöver konjunkturriskerna i omvärlden finns också en osäkerhet kring den inhemska efterfrågan. Hushållens konsumtion har under en tid uppvisat svaghetstecken, vilket sammanfaller med en nedgång i konsumentförtroendet. De senaste månaderna ser dock förtroendet ut att ha stabiliserats runt den nya lägre nivån. Riksbankens prognos bygger bland annat på antagandet att det i dagsläget höga sparatet sjunker något framöver, så att tillväxten i hushållens konsumtion kan hållas uppe. Olika statistikällor ger dock lite olika bild av hur högt sparatet, och därmed motståndskraften hos hushållen, egentligen är.³

³ Data från finansräkenskaperna indikerar att sparatet inte är så högt, och SCB har kommunicerat att man kan komma att revidera ned sparatet i sin översyn av nationalräkenskaper som publiceras i september.

En riskfaktor som Riksbanken länge lyft fram och som skulle kunna utlösa en svagare utveckling än i Riksbankens prognos är ett fall i bostadspriserna. Efter nedgången under hösten 2017 har bostadspriserna återhämtat sig en del (se diagram 1:10). Att priserna under en period har stigit i måttlig takt har möjligen bidragit till en stabilisering på bostadsmarknaden och minskat riskerna för en kraftig korrigering. Enligt Riksbankens prognos kommer priserna att fortsätta att stiga svagt. Men den framtida utvecklingen av bostadspriserna är mycket osäker. Om priserna skulle vända nedåt igen skulle såväl bostadsinvesteringarna som hushållens konsumtion riskera att utvecklas svagare än förväntat.

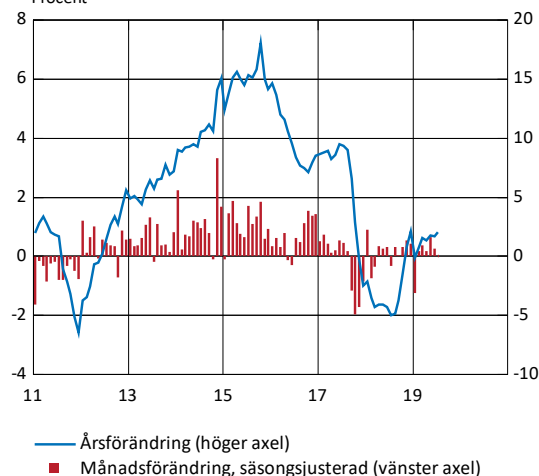
Osäkerhet kring den svenska inflationsprognosen

De risker som påverkar de svenska tillväxtutsikterna kan även leda till att inflationen blir annorlunda jämfört med Riksbankens prognos. Flertalet av riskerna avspeglar svagare efterfrågan och skulle leda till att inflationen blir lägre än väntat. Men handelskonflikten skulle, genom förändrade handelsflöden och stigande produktionskostnader, kunna dämpa produktionskapaciteten i omvärlden och Sverige. Detta skulle kunna leda till högre inflation än väntat.

Men även om konjunkturutsikterna i stora drag realiserar kan inflationen bli såväl högre som lägre än i Riksbankens prognos. En källa till osäkerhet är utvecklingen av det inhemska kostnadstrycket. Trots en stark ekonomisk utveckling under senare år har löneökningarna i Sverige förblivit låga. Enligt Riksbankens prognos förväntas löneökningstakten stiga de kommande åren, bland annat på grund av att avtalsrörelsen under 2020 kommer att genomföras i ett läge när arbetsmarknaden har varit stark och inflationen nära 2 procent i flera år. Men såväl förutsättningarna för förhandlingarna som utfallet av dem är naturligtvis osäkra. Hur högt det inhemska kostnadstrycket blir avgörs av hur lönerna utvecklas i förhållande till produktiviteten, vilket brukar mätas med arbetskostnader per producerad enhet. De senaste åren har produktiviteten i Sverige vuxit påfallande långsamt, vilket gjort att arbetskostnaderna per producerad enhet har ökat snabbare än normalt. Framöver väntas arbetskostnaderna per producerad enhet öka i en historiskt sett normal takt på omkring 2 procent per år. Bakom utvecklingen döljer sig både en något snabbare produktivitetstillväxt och en lite högre löneökningstakt. Men osäkerheten kring såväl lönerna som produktiviteten bidrar sammantaget till att göra det svårt att bedöma det framtida inhemska kostnadstrycket.

En annan osäkerhet rör den svenska kronan. Det gäller inte bara själva växelkursutvecklingen, utan även hur den påverkar den svenska inflationen. En faktor som påverkar kronans kurs är omvärldens penningpolitik. I euroområdet har ECB signalerat att penningpolitiken kan komma att göras mer expansiv framöver. Men i vilken omfattning och i vilken form stimulanserna kan komma är i dagsläget oklart. I USA har

Diagram 1:10. Bostadspriser enligt HOX Sverige
Procent



Källor: Valueguard och Riksbanken

Federal Reserve redan sänkt räntan, bland annat mot bakgrund av ett svagare inflationstryck. Allt annat lika borde en mer expansiv penningpolitik i omvärlden innebära att kronans växelkurs förstärks. Samtidigt har olika faktorer, bland annat handelskonflikten mellan USA och Kina, ökat osäkerheten på de internationella finansiella marknaderna. I en sådan miljö tenderar kronan att försvagas. Kronan kan alltså bli både starkare och svagare än i Riksbankens prognos.

Svårigheterna att uppskatta växelkursens genomslag på inflationen utgör en osäkerhetsfaktor för prognosen. Hur kronan påverkar konsumentpriserna bestäms av en mängd faktorer, vilket gör sambandet mellan växelkursen och inflationen komplicerat.⁴

Det finns alltså sammantaget ett antal faktorer som skulle kunna leda till både lägre och högre inflation än vad som nu antas. Riksbanken har beredskap att anpassa penningpolitiken om inflationsutsikterna skulle förändras.

Den svenska bostadsmarknaden präglas av omfattande strukturella problem som måste hanteras

Hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna bedöms fortsätta att öka något de kommande åren (se diagram 1:11). Detta bidrar till ökade makroekonomiska risker i Sverige. Högt skuldsatta hushåll är känsliga för bland annat fallande bostadspriser och stigande räntor, vilket kan få negativa följd effekter på deras konsumtionsefterfrågan. Finansinspektionens amorteringskrav är ett exempel på åtgärder för att långsiktigt minska dessa risker.⁵

Det är viktigt att framhålla att den svenska bostadsmarknaden kännetecknas av en rad strukturella problem. Dessa skapar inte bara risker i form av skuldsättning bland hushållen, utan kan även hämma effektiviteten i svensk ekonomi, bland annat genom att göra det svårare att flytta till en ny bostad för att ta ett arbete. För att komma tillrätta med de strukturella problemen krävs därför ett omfattande reformarbete inom bostads- och skattepolitiken. Tänkbara åtgärder är att se över regelverket kring nyproduktion av bostäder, hyressättningsystemet, beskattningen av kapitalvinster vid bostadsförsäljningar, fastighetsskatten och ränteavdragen.

Sidoeffekter av penningpolitiken

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

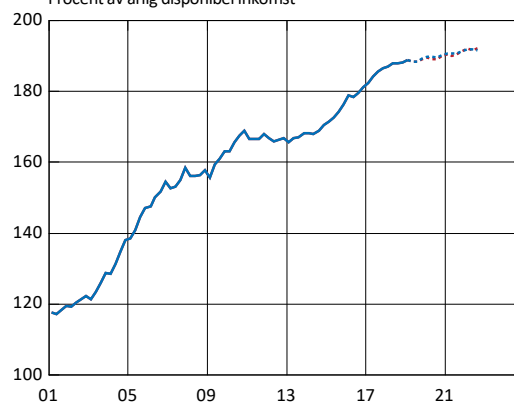
De finansiella marknadernas funktionssätt kan påverkas av negativ reporänta och statsobligationsköp. Hittills har marknaderna kunnat hantera negativ ränta relativt friktionsfritt. Riksbankens köp av statsobligationer har inneburit att en stor andel av stocken inte finns tillgänglig för handel på marknaden. Enligt Finansmarknadsenkäten som Riksbanken publicerade i juni anser drygt hälften av de svarande att likviditeten på statsobligationsmarknaden är dålig eller mycket dålig. Av de svarande tenderar marknadsgaranter vara mer negativa i sin syn på marknadens funktionssätt jämfört med investerare. Däremot anses andra marknader där aktörerna kan hantera ränterisk fungera bra.

De negativa räntorna har inte lett till ökad efterfrågan på kontanter. Värdet av utestående sedlar och mynt är avsevärt lägre nu än när reporäntan först blev negativ. Det är fortfarande bara en mindre del av inlåningen som sker till negativa räntor och då endast från vissa större företag och delar av offentlig sektor. De svenska bankernas vinster har de senaste åren varit höga och stabila och även om det finns skillnader mellan bankerna så är lönsamheten sammantaget god. Bankernas resultat och utlåningskapacitet har inte påverkats nämnvärt av låga och negativa räntor.

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

Diagram 1:11. Hushållens skulder

Procent av årlig disponibel inkomst



..... September
 Juli

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

Källor: SCB och Riksbanken

⁴ Se fördjupningen "Kronans betydelse för inflationen" i Redogörelse för penningpolitiken 2018.

⁵ En utvärdering som Finansinspektionen gjort landar i bedömningen att kraven i stort sett har haft avsedd effekt. Se Finansinspektionen, "Finansinspektionens arbete med makrotillsyn", 2019.

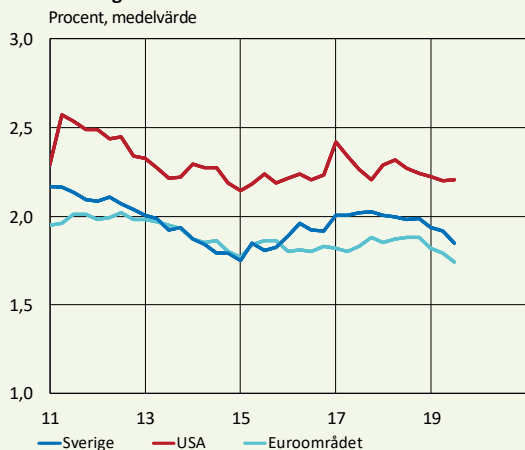
FÖRDJUPNING – Inflationsförväntningar i Sverige nära 2 procent

Långsiktiga inflationsförväntningar är ett mått på vilket förtroende olika aktörer i ekonomin har för inflationsmålet. Enligt både prissättningen på finansiella marknader och enkätbaserade mått har de långsiktiga inflationsförväntningarna stigit i Sverige sedan 2015 och den samlade bilden är att de sedan några år tillbaka ligger nära 2 procent. Denna utveckling skiljer sig från omvärldens där förväntningarna har utvecklats svagare, särskilt i euroområdet.

Penningpolitiken siktar på att stabilisera inflationen kring inflationsmålet i syfte att skapa stabilitet och förutsägbarhet i pris- och lönebildningen. För att uppnå målet är det viktigt att aktörerna i ekonomin litar på att centralbanken återför inflationen till målet efter störningar som skapar målavvikelser. Att långsiktiga inflationsförväntningar inte avviker alltför mycket från målet är ett tecken på att aktörerna har en sådan tillit till penningpolitiken.

I Sverige har de långsiktiga inflationsförväntningarna stigit sedan 2015 och de senaste åren legat nära 2 procent. Detta gäller långsiktiga förväntningar uppmätta både i enkäter och från prissättningen på finansiella marknader (se diagram 1:12 och 1:13). Denna utveckling sammanfaller med en uppgång i inflationen och skiljer sig från utvecklingen i omvärlden, där förväntningarna har utvecklats svagare, särskilt i euroområdet.

Diagram 1:12. Enkätbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar



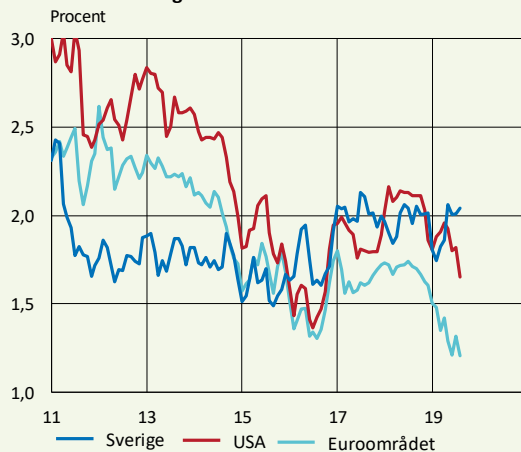
Anm. Sverige: Förväntningar på 5 års sikt från penningmarknadens aktörer, beräknad till kvartal. Euroområdet och USA: Förväntningar enligt ECB:s och Federal Reserve Bank of Philadelphia:s Survey of Professional Forecasters.

Källor: Kantar Sifo Prospera, ECB och Federal Reserve Philadelphia

Enligt Prosperas enkätundersökning har penningmarknadsaktörers inflationsförväntningar på 5 års sikt sjunkit tillbaka något under året i Sverige. Men nedgången är ganska liten. I den senaste mätningen som publicerades i augusti förväntade sig penningmarknadens aktörer att inflationen mätt med KPI kommer att vara 1,8 procent om

5 år (se diagram 1:14). Sett till en bredare grupp respondenter, som inkluderar näringslivet och arbetsmarknadspartier, är nedgången i de långsiktiga inflationsförväntningarna ännu mindre (se diagram 1:14). De långsiktiga inflationsförväntningarna enligt både prissättningen på finansiella marknader och enkätbaserade mått är nära 2 procent.

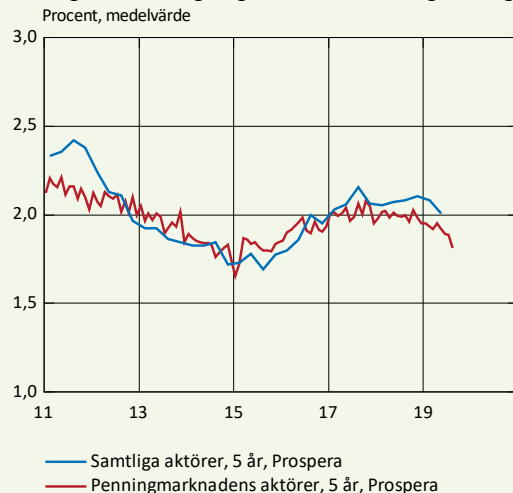
Diagram 1:13. Marknadsbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar



Anm. Förväntningarna avser genomsnittlig inflation under en 5-årig period med start om 5 år. För USA och Sverige beräknas de utifrån obligationsräntor. För euroområdet beräknas de från inflations-swappar.

Källor: Bloomberg, Macrobond och Riksbanken

Diagram 1:14. Långsiktiga inflationsförväntningar, Sverige



Källa: Kantar Sifo Prospera

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Sedan slutet av 2018 har utvecklingen på de finansiella marknaderna påverkats av ett försämrat stämningssläge i den globala ekonomin och av att marknadsaktörerna har justerat ned sina förväntningar om framtida styrräntor. Denna utveckling har fortsatt sedan den penningpolitiska rapporten i juli. I omvärlden har obligationsräntorna och de långsiktiga inflationsförväntningarna enligt flera olika mått sjunkit. I USA har Federal Reserve sänkt styrräntan och den europeiska centralbanken, ECB, har signalerat att penningpolitiken i euroområdet kan komma att göras mer expansiv redan i början av hösten. Marknadsaktörerna väntar sig också att penningpolitiken blir mer expansiv, både i USA och i euroområdet. Den samlade bilden är att de långsiktiga inflationsförväntningarna i Sverige sedan några år tillbaka ligger nära 2 procent. Denna utveckling skiljer sig från omvärldens där förväntningarna har utvecklats svagare, särskilt i euroområdet. Men även i Sverige har marknadsaktörerna justerat ned sina prognoser på de framtida räntenivåerna, och obligationsräntor med längre löptider har sjunkit. Under sommaren har kronan utvecklats svagare än väntat. De finansiella förhållandena i Sverige är alltså fortsatt expansiva och bidrar till att stödja den ekonomiska utvecklingen.

Utvecklingen internationellt

Sedan slutet av 2018 har stämningssläget i den globala ekonomin försämrats vilket har präglat utvecklingen på de finansiella marknaderna. En viktig faktor för det försämrade stämningssläget är den pågående handelskonflikten mellan USA och Kina. Marknadsaktörer har justerat ned sina förväntningar om framtida styrräntor och obligationsräntorna har sjunkit sedan slutet av förra året (se diagram 2:1). Sjunkande långsiktiga inflationsförväntningar har också bidragit till nedgången i nominella obligationsräntor, särskilt i euroområdet där den underliggande inflationen har varit låg en längre tid (se diagram 2:2).

Sedan det penningpolitiska mötet i juli har handelskonflikten mellan USA och Kina fortsatt och utvecklingen på de finansiella marknaderna tyder på att marknadsaktörerna bedömer att risken för en tydlig global konjunktunedgång har ökat. Många investerare har sökt sig till säkrare tillgångar, med sjunkande aktiepriser och stigande obligationspriser som följd. Oblighationsräntor faller när obligationspriser stiger (se diagram 2:3). Riskpremierna, i form av ränteskillnader mellan riskfyllda och säkrare tillgångar, har stigit något.

Tabell 2:1.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i juli
Marknadsaktörernas förväntningar om framtida styrräntor har sjunkit i både Sverige och omvärlden.
Statsobligationsräntor har sjunkit i både Sverige och omvärlden.
Kronans växelkurs är svagare.
Aktieindex i Sverige och i omvärlden är något lägre och volatiliteten något högre.

Transmissionsmekanismen – från reporäntan till räntor för hushåll och företag

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



ECB indikerade under sommaren att penningpolitiken kan komma att göras mer expansiv, och den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, sänkte styrräntan i slutet av juli. Trots att aktörerna på de finansiella marknaderna bedömer att konjunkturrisken har ökat är aktiepriserna i flertalet av de utvecklade länderna fortfarande högre än i början av året. Både riskpremier och volatilitet har stigit under sommaren men är fortfarande lägre än, eller ungefär i linje med, sina historiska genomsnitt.

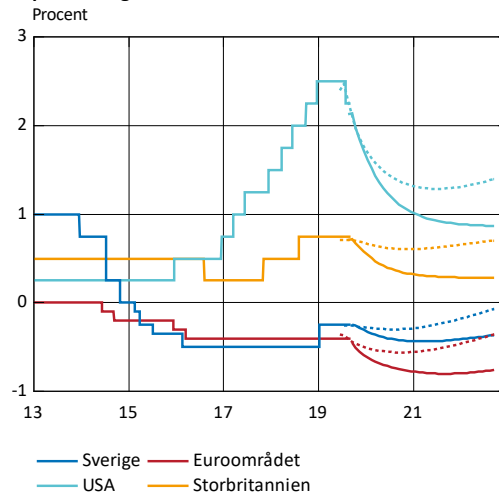
ECB indikerar en mer expansiv penningpolitik

På sitt penningpolitiska möte i juli beslöt den Europeiska centralbanken (ECB) att behålla styrräntorna oförändrade och fortsätta återinvestera förfall i tillgångsportföljen. I samband med beslutet kommunicerade ECB att man avser att sätta in åtgärder för att göra penningpolitiken mer expansiv om inflationsutsikterna på medellång sikt fortsätter att underskrida målet. De åtgärder man överväger är att vara ännu tydligare i vägledningen om det framtida ränteläget, förändringar i styrsystemet så att bankerna inte får en negativ ränta på hela sin insättning i ECB samt att utreda olika alternativ för tillgångsköpsprogrammen. Man kommunicerade även att styrräntorna kommer att hållas kvar på nuvarande nivåer, eller lägre, fram till åtminstone den första halvan av 2020. Jämfört med det penningpolitiska beskedet i juni betonade ECB att styrräntorna också kan sänkas. Beskedet tolkades av marknadsaktörerna som en klar signal från ECB att penningpolitiken blir mer expansiv redan i september i år.

Den amerikanska centralbanken Federal Reserve sänkte målintervall för sin styrränta med 0,25 procentenheter till 2,00–2,25 procent i samband med sitt penningpolitiska möte i slutet av juli. Federal Reserve meddelade också att neddragningen av balansräkningen avslutas redan i juli och inte i september, vilket man tidigare hade annonserat. Själva beslutet att sänka styrräntan vid mötet i juli var i linje med marknadsaktörernas förväntan. Däremot gav Federal Reserve inga tydliga indikationer om ytterligare sänkningar, något som en del marknadsaktörer hade väntat sig. Prissättningen på de finansiella marknaderna tyder på att aktörerna räknar med flera ytterligare sänkningar av styrräntenivån det kommande året (se diagram 2:1). Också i olika enkätundersökningar uppger marknadsaktörerna att man väntar sig sänkningarna av styrräntan i USA, men inte lika mycket som marknadsprissättningen indikerar.

I Storbritannien har centralbanken, Bank of England, kommunicerat att inriktningen för penningpolitiken i hög grad kommer att påverkas av osäkerheten kring Storbritanniens EU-utträde och vad detta får för konsekvenser för brittisk ekonomi. Den nya premiärministern har deklarerat att han inte drar sig för ett utträde utan avtal i slutet av oktober. Sedan den penningpolitiska rapporten i juli har prissättningen på de finansiella marknaderna också förändrats och tyder nu

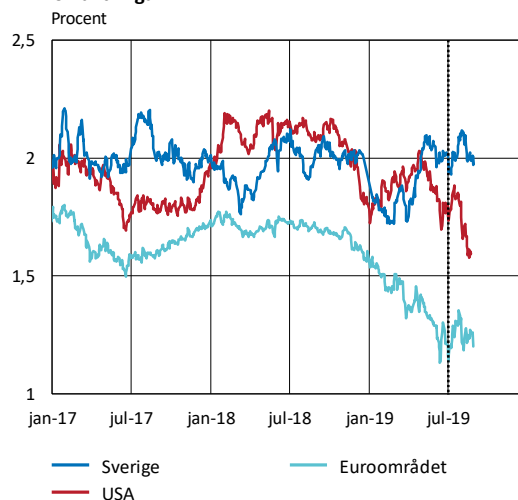
Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta. Heldragna linjer avser 2019-09-02, streckade linjer avser 2019-06-28.

Källor: Nationella centralbanker, Macrobond och Riksbanken

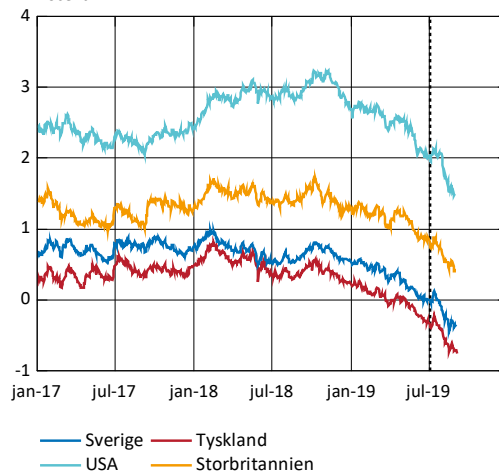
Diagram 2:2. Marknadsbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar



Anm. Inflationsförväntningarna avser en 5-årsperiod med start om 5 år. För USA och Sverige är beräknade utifrån obligationsräntor och avser KPI. För euroområdet är de beräknade från inflations-swappar och avser HIKP. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i juli.

Källor: Bloomberg, Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:3. Statsobligationsräntor, 10 års löptid



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

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

på att marknadsaktörerna räknar med att styrräntan sänks framöver (se diagram 2:1).

Mot bakgrund av den ökade osäkerheten om den globala konjunkturutvecklingen sänkte den australiensiska centralbanken sin styrränta i början av juli. I början av augusti sänkte även centralbanken i Nya Zeeland styrräntan med en liknande motivering. Bilden av att penningpolitiken i små öppna ekonomier har lagts om i en mer expansiv riktning är dock inte entydig. I våras höjde den tjeckiska centralbanken sin styrränta och Norges Bank höjde styrräntan i början av sommaren. Vid det penningpolitiska mötet i augusti gav Norges Bank inga indikationer om förändringar i planen att höja räntan ytterligare.

Långsiktiga inflationsförväntningar har sjunkit i euroområdet

Förväntningarna om att penningpolitiken kommer att göras mer expansiv har medfört att obligationsräntorna i omvärlden har fortsatt att sjunka under sommaren (se diagram 2:3). Särskilt i euroområdet, men även i USA, har inflationen utvecklats svagare än väntat. Både ECB och Federal Reserve har betonat inflationsutvecklingen i samband med sommarens penningpolitiska beslut. Olika marknadsbaserade mått tyder på att de långsiktiga inflationsförväntningarna i euroområdet och i USA sjunkit under den inflationstakt som centralbankerna målsätter (se diagram 2:2). Att de långsiktiga inflationsförväntningarna har sjunkit framgår också av olika enkätundersökningar bland marknadsaktörer (se diagram 2:4). Fed har uttryckt en viss oro för detta och ECB betonade vid julimötet att både den faktiska och den förväntade inflationen under en tid varit lägre än vad man anser är förenligt med målet om prisstabilitet inom euroområdet.

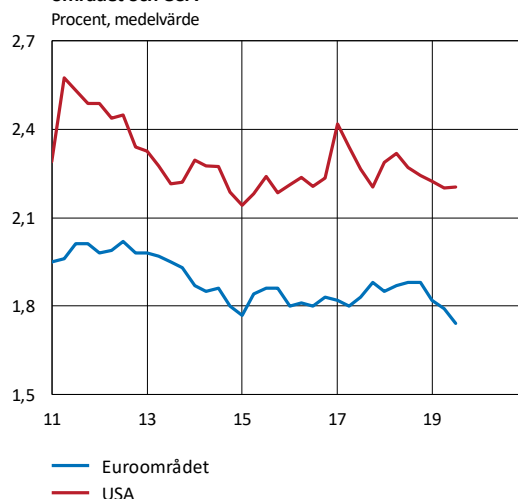
Obligationräntorna har även sjunkit som en följd av att efterfrågan på obligationerna har ökat då investerare sökt sig till säkrare tillgångar. De tyska obligationräntorna är nu på negativa nivåer för löptider upp till 30 år. Skillnaderna mellan räntorna på italienska och tyska obligationer steg något i början av augusti på grund av den politiska oron i samband med regeringsbildningen i Italien men har sedan sjunkit, och är nu lägre än i början av året (se diagram 2:5).

I och med att Federal Reserve tidigare gjort penningpolitiken mindre expansiv är obligationräntorna i USA högre än i Tyskland. Lutningen på den amerikanska avkastningskurvan är dock negativ och en del marknadsaktörer tolkar detta som en indikation på att det finns en risk för recession.

Volatil börsutveckling under sommaren

Den allt större oron för den globala konjunkturutvecklingen har fått priserna på aktiemarknaderna att sjunka under sommaren (se diagram 2:6). Volatiliteten på obligationsmarknaden och på aktiemarknaden i USA har ökat men är fortfarande lägre än, eller ungefär i linje med, sina historiska genomsnitt (se diagram 2:7). Också kreditmarknaderna har

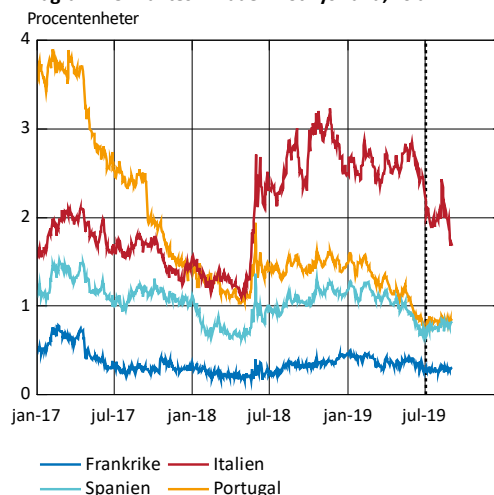
Diagram 2:4. Inflationsförväntningar på lång sikt i euroområdet och USA



Anm. Förväntningar enligt ECB:s och Federal Reserve Bank of Philadelphia:s Survey of Professional Forecasters, inflationen enligt HIKP på 5 års sikt respektive KPI på 10 års sikt.

Källor: ECB och Federal Reserve Bank of Philadelphia

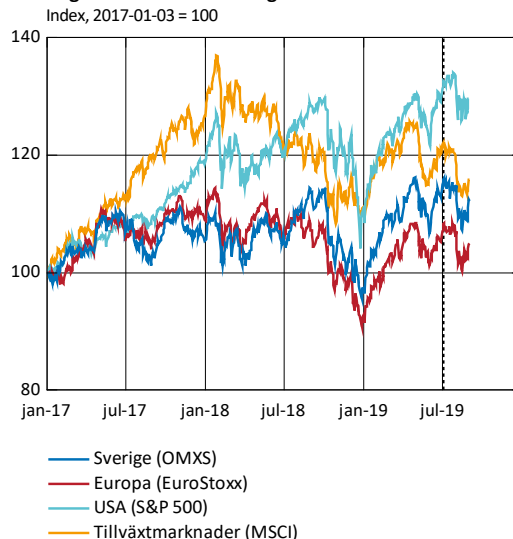
Diagram 2:5. Ränteskillnader mot Tyskland, 10 år



Anm. Ränteskillnaderna avser 10-åriga benchmark-obligationer. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i juli.

Källa: Macrobond

Diagram 2:6. Börsutveckling i inhemsk valuta



Anm. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i juli.

Källa: Macrobond

påverkats av det försämrade stämmningsläget. Räntorna på mera riskfyllda obligationer har sjunkit under sommaren, men räntorna på statsobligationer har sjunkit ännu mer. Dessa ränteskillnader utgör mått på riskpremier som har stigit sedan den penningpolitiska rapporten i juli. Precis som lutningen på avkastningskurvan används mått på riskpremier ibland som indikatorer på recessionsrisk. Riskpremierna är dock fortfarande låga jämfört med historiska genomsnitt och lägre än vad de var i början av året (se diagram 2:8).

Utvecklingen i Sverige

Börskurserna på den svenska aktiemarknaden har sjunkit sedan det penningpolitiska beslutet i juli och volatiliteten har stigit. Under sommaren har räntorna på interbankmarknaden och till hushåll och företag i stora drag varit oförändrade. Bostadspriserna fortsätter att stiga efter förra årets nedgångar och hushållens skulder ökar i en måttlig takt. Kronans växelkurs har däremot utvecklats svagare än väntat och obligationsräntorna har sjunkit. De finansiella förhållandena i Sverige är alltså fortsatt expansiva och bidrar till att stödja den ekonomiska utvecklingen.

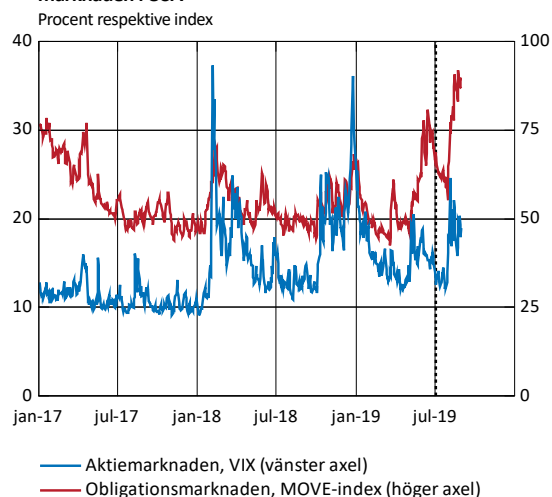
Lägre aktiepriser och lägre obligationsräntor i Sverige

Under sommaren har aktiepriserna på den svenska börsen följt den internationella utvecklingen och sjunkit när stämmningsläget i den globala konjunkturen försämrats (se diagram 2:6). Aktiepriserna är dock högre än i början av året och volatiliteten är i linje med det historiska genomsnittet.

Svensk makroekonomisk data har uppvisat en del svagheter under sommarmånaderna. Detta i kombination med ökade globala konjunkturrisiker samt förväntningar om en mer expansiv penningpolitik i omvärlden gör att marknadsaktörerna väntar sig en mer expansiv penningpolitik också i Sverige. Enligt prissättningen på de finansiella marknaderna kommer reporäntan att vara på en lägre nivå än den nuvarande under det kommande året (se diagram 2:9). Förväntningarna enligt Prosperas enkät i augusti visar att de svarande fortfarande räknar med att reporäntan på ett och två års sikt kommer att vara högre än dagens nivå. Däremot väntar de sig en lägre reporänta än vad de gjorde tidigare. Jämfört med Prosperas mätning i juni har förväntningarna på reporäntan på ett och två års sikt sjunkit med runt 0,2 procentenheter och något mer på lång sikt (se diagram 2:9).

Mot bakgrund av att marknadsaktörerna väntar sig en mer expansiv penningpolitik i Sverige har de svenska statsobligationsräntorna sjunkit under sommaren. I och med att oron för konjunkturen har tilltagit har efterfrågan på svenska statsobligationer ökat när investerare söker sig till säkrare tillgångar. Detta har också bidragit till att de svenska obligationsräntorna sjunkit relativt mycket sedan slutet av juli. Räntorna på svenska statsobligationer är nu negativa för alla löptider upp till 15 år.

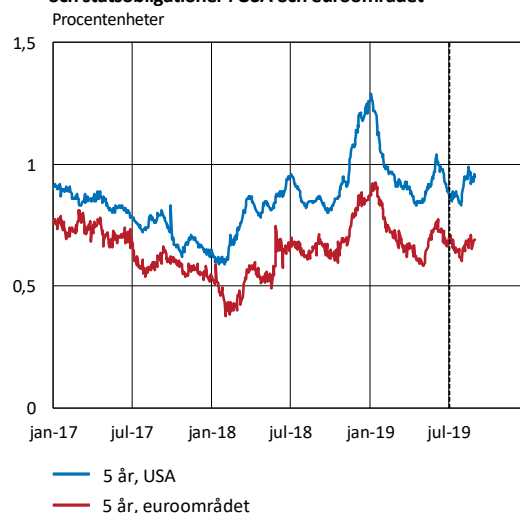
Diagram 2:7. Volatilitetsindex för aktie- och obligationsmarknaden i USA



Anm. Volatility Index (VIX) visar den förväntade volatiliteten på den amerikanska börsen utifrån optionspriser. MOVE-index är ett mått på den förväntade volatiliteten på amerikanska statsobligationer utifrån optionspriser. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i juli.

Källor: Chicago Board Operations Exchange och Merrill Lynch

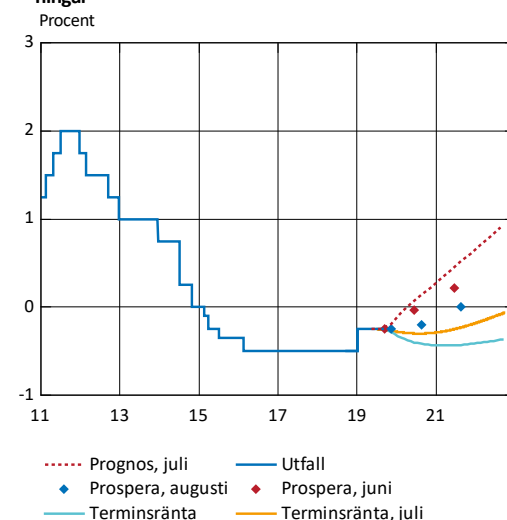
Diagram 2:8. Skillnad mellan räntorna på företagsobligationer och statsobligationer i USA och euroområdet



Anm. Ränteskillnaderna avser 5-åriga benchmarkobligationer. Avser obligationer för företag med god kreditvärdighet. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i juli.

Källa: Macrobond

Diagram 2:9. Reporänta och marknadens reporänteförväntningar



Anm. Terminsräntan avser 2019-09-02 och är ett mått på förväntad reporänta. Prospera visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer 2019-05-29 (Prospera, Juni) respektive 2019-08-07 (Prospera, augusti).

Källor: Kantar Sifo Prospera, Macrobond och Riksbanken

Oförändrade förhållanden på penningmarknaderna och försiktig optimism på bostadsmarknaden

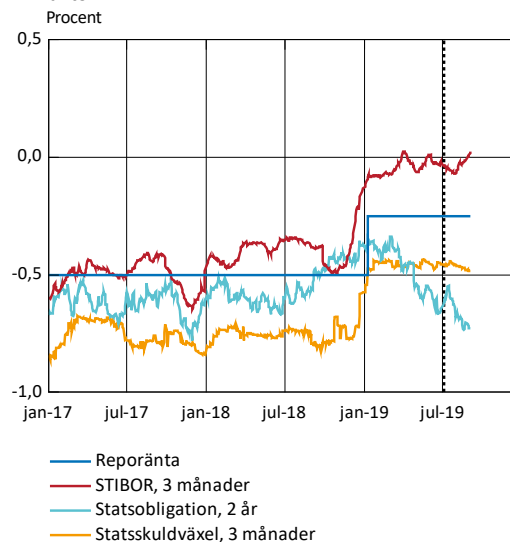
Utvecklingen av de korta räntorna på interbankmarknaden speglar förhållandena på den svenska penningmarknaden. Under sommaren har dessa räntor i stora drag varit oförändrade (se diagram 2:10). Sedan Riksbankens räntehöjning förra året har utlåningsräntorna till hushåll och företag inte ökat i motsvarande utsträckning och inlåningsräntorna har varit oförändrade. I stora drag har den här utvecklingen varit väntad (se diagram 2:11).

De nya aktörerna på bolånemarknaden har tagit marknadsandelar, men står alltså för en mycket liten del av den totala utlåningen till hushållen.⁶ De bidrar dock till ökad konkurrens på bolånemarknaden vilket kan ha medverkat till att hålla tillbaka en uppgång i bolåneräntorna. Lägre räntor på bostadsobligationer har också inneburit att bankernas finansiering av bolån har blivit billigare. Bolåneräntor med längre löptider, exempelvis den femåriga listade bolåneräntan, har sjunkit något under sommaren.

Mätt som årlig procentuell förändring sjönk bostadspriserna under större delen av förra året för att öka i en måttlig takt under våren i år. I juni och i juli ökade dock priserna på bostadsrätter och villor i linje med det historiska säsongsmonstret. Olika indikatorer tyder på en försiktig optimism om den framtida prisutvecklingen hos både hushåll och mäklare. Utlåningen för bostadsändamål fortsätter att växa något svagare än vad den gjort under de senaste åren (se diagram 2:12).

ALMI:s enkätundersökning tyder på att svenska företag möter ungefär samma kreditvillkor som tidigare, men det finns en viss tendens att det blivit lite svårare att få krediter. Bankernas utlåning till icke-finansiella företag fortsätter dock att växa med mellan 5 och 6 procent per år (se diagram 2:12). Företagen lånar också i allt högre grad själva direkt på kapitalmarknaderna, exempelvis genom att emittera företagsobligationer. Denna finansieringsform motsvarar nu mer än en tredjedel av företagets totala skulder. Räntorna är mycket låga för kreditvärdiga företag och dessa har sjunkit ungefär i linje med nedgången i statsobligationsräntorna under sommaren. Till skillnad från i omvärlden har riskpremierna i Sverige varit relativt oförändrade.

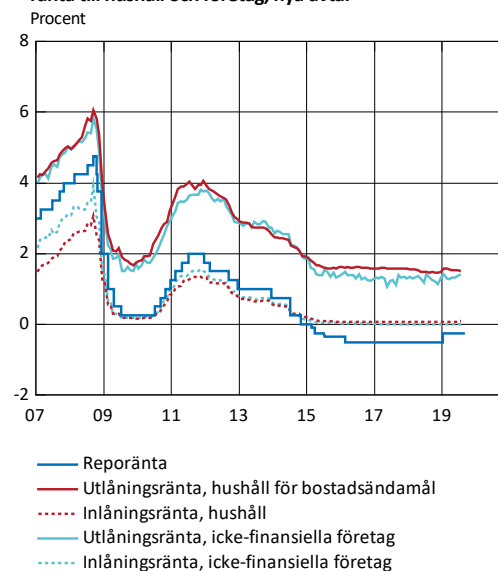
Diagram 2:10. Reporäntan, interbankräntor och marknadsräntor



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:11. Reporänta samt genomsnittlig in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal



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

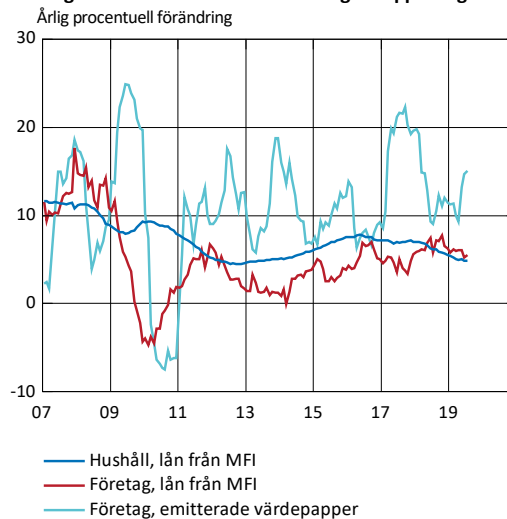
Källor: SCB och Riksbanken

⁶ Nya aktörer på bolånemarknaden är bland annat Stabelo AB, Svensk Hypotekspension AB samt Hypoteket Bolån Sverige AB.

Kronan svagare än väntat

Under sommaren har kronan i konkurrensviktade termer, enligt kronindex (KIX), utvecklats svagare än väntat (se diagram 2:13). Försvagningen har skett delvis i samband med publiceringen av inhemsk makrostatistik. Exempelvis försvagades kronan med nästan en procent när BNP-utfallet för andra kvartalet visade sig vara svagare än vad marknadsaktörerna hade väntat sig. Kronan har även försvagats när stämningläget i den globala ekonomin har försämrats och aktiepriserna sjunkit. Att den svenska kronan försvagas i tider då osäkerheten på de finansiella marknaderna stiger är dock inte ovanligt.

Diagram 2:12. Hushållens och företagens upplåning



Anm. Monetära finansiella institut (MFI) utlåning till hushåll och icke-finansiella företag justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån, enligt finansmarknadsstatistiken. Icke-finansiella företagens emitterade värdepapper är valutajusterade.

Källa: SCB (Finansmarknadsstatistik och värdepappersstatistik)

Diagram 2:13. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX



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

Källor: Nationella källor och Riksbanken

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Det höga resursutnyttjandet, den svagare kronan och stigande energipriser har bidragit till att inflationen legat nära målet på 2 procent sedan början av 2017. Den senaste tidens nedgång i energipriserna har visserligen inneburit en tillfälligt svagare prisutveckling, men inflationen väntas åter vända upp mot slutet av året. Stämningläget i omvärlden har dock försämrats och tillväxten hos flera viktiga svenska handelspartners väntas vara något lägre än de senaste åren. Enligt preliminära beräkningar sjönk svensk BNP andra kvartalet. Förtroendeindikatorerna, som har fallit till nivåer under sina historiska medelvärden, och fortsatt minskande bostadsinvesteringar indikerar att BNP-tillväxten i Sverige blir lägre än normalt de kommande kvartalen. Även på arbetsmarknaden indikerar den senaste tidens utfall och indikatorer en avmattning och det höga resursutnyttjandet normaliseras.

Inflationen i Sverige

Lägre energipriser dämpar inflationen tillfälligt

Inflationen mätt med KPIF har, i linje med förväntan, sjunkit tydligt de senaste månaderna (se diagram 3:1). Detta främst för att energipriserna har blivit lägre än ifjol (se diagram 3:2). I juli var KPIF-inflationen 1,5 procent, medan ökningstakten i KPIF exklusive energi uppgick till 1,7 procent. Båda måtten var något högre än Riksbankens prognos.

De senaste årens försvagning av kronan har bidragit till att priserna på många, i stor utsträckning importerade, varor inklusive livsmedel har ökat snabbare än normalt. Mot bakgrund av kronförsvagningen har priserna på framför allt kläder och skor och utrikes resor, samtidigt ökat ovanligt långsamt.

Det höga resursutnyttjandet har bidragit till att prisökningstakten för tjänster har ökat. Under andra halvåret i år dämpas utvecklingen i tjänstepriserna dock tillfälligt då SCB har introducerat en ny mätmetod för tandvårdskostnader.⁷

Den uppmätta inflationstakten påverkas av såväl tillfälliga som mer varaktiga prisvariationer. För att uppskatta nivån på den mer varaktiga delen studerar Riksbanken olika mått på underliggande inflation. Dessa mått exkluderar eller minskar betydelsen av priser som tidigare visat sig variera kraftigt. Riksbankens olika mått på underliggande inflation indikerar att den mer varaktiga inflationen gradvis har ökat mot 2 procent (se diagram 3:3).⁸ UND24 och KPIFPC, de mått som i en utvärdering framstår som mest användbara, är nära, men något lägre än 2 procent.⁹

⁷ För mer information om hur förändringen av mätmetod påverkar inflationen, se marginalrutan "Ny metod för att mäta tandvårdskostnader påverkar inflationstakten 2019" i Penningpolitisk rapport februari 2019.

⁸ Den nya mätmetoden för tandvårdskostnader bidrar sannolikt även till att dämpa måtten på underliggande inflation något.

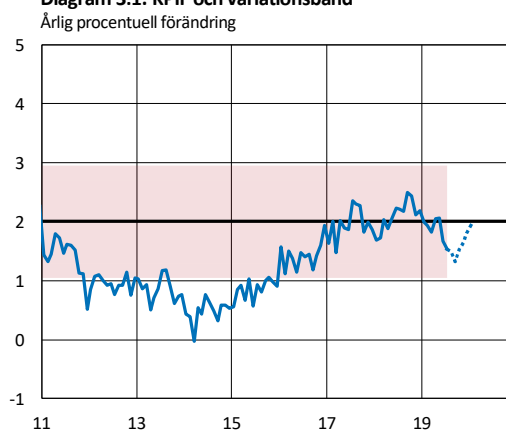
⁹ UND24 ger större vikt åt mindre volatila undergrupper i KPIF, medan KPIFPC bygger på gemensamma trender bland undergrupperna. Se också fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

Tabell 3:1. Det ekonomiska läget jämfört med bedömning i föregående rapport.

Förväntad utveckling i PPR juli	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 1,3 procent, KPIF-inflationen exklusive energi 1,6 procent i juli.	KPIF-inflationen blev 1,5 procent och KPIF exklusive energi ökade med 1,7 procent.
BNP-tillväxten 0,3 procent andra kvartalet.	Enligt SCB:s snabberäkning blev tillväxten -0,3 procent.
Arbetslösheten 6,3 procent andra kvartalet.	Arbetslösheten blev 6,4 procent.

Anm. PPR avser Penningpolitisk rapport. Inflationen avser årlig procentuell förändring. BNP-tillväxten avser säsongsrensade kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt. Arbetslösheten avser procent av arbetskraften.

Diagram 3:1. KPIF och variationsband



Anm. Det rosa fältet visar Riksbankens variationsband och täcker ungefär tre fjärdedelar av utfallen sedan januari 1995. Variationsbandet är ett sätt att visa om avvikelser från inflationsmålet är ovanligt stor. Den streckade linjen avser prognos de närmaste 6 månaderna.

Källor: SCB och Riksbanken

Inflationen stiger något mot slutet av året

Det goda konjunkturläget har tillsammans med den svagare kronan och stigande priser på energi bidragit till att inflationen ökat och varit nära 2 procent de senaste åren. Den starka konjunktoren och effekterna av den tidigare kronförsvagningen väntas tillsammans fortsätta bidra till en något högre inflation mot slutet av året. Samtidigt väntas ökningstakten i energipriserna vara fortsatt lägre än motsvarande period förra året, vilket innebär att KPIF-inflationen förblir något under 2 procent i närtid för att åter närma sig 2 procent mot slutet av året (se diagram 3:1).

Riksbankens modellprognos, som sammanfattar informationen från ett stort antal indikatorer, tyder på att ökningstakten i KPIF exklusive energi kommer att stiga något under de närmaste månaderna (se diagram 3:4). Uppgången förklaras bland annat av att priserna i producentledet ökar snabbare än normalt, både på importerade varor och på varor producerade i Sverige (se diagram 3:5). Enligt Konjunkturbarometern planerar även fler företag än normalt inom handeln att höja priserna de närmaste månaderna. Planerna i hela näringslivet är samtidigt mer normala (se diagram 3:6). Riksbankens prognos för andra halvåret i år ligger nära modellprognosen.

Inflationsprognosen något uppjusterad på kort sikt

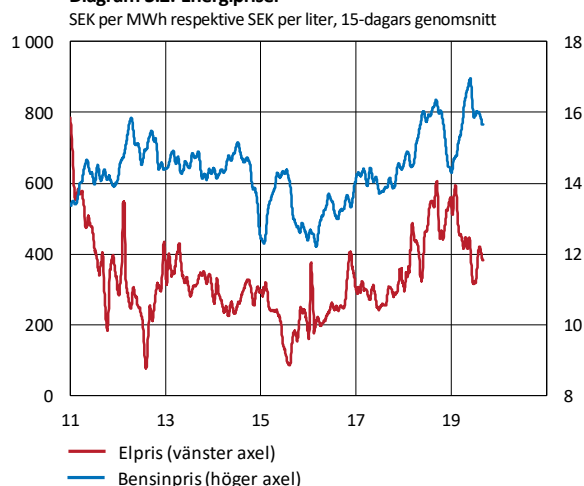
Prognosen för ökningstakten i KPIF exklusive energi är i linje med prognosen i juli. Energipriserna har stigit något mer än Riksbankens prognos i juli. Prognosen för KPIF-inflationen är därför något uppjusterad de närmaste månaderna (se diagram 1:5).

Global och svensk konjunktur

God konjunktur, men osäkra tillväxt- och inflationsutsikter

BNP-tillväxten hos flera av Sveriges viktigaste handelspartners dämpades under andra kvartalet, ungefär i linje med prognosen i juli. Att tillväxten nu är lägre än under de senaste åren återspeglar främst att resursutnyttjandet på många håll nu är mer ansträngt och det är normalt att tillväxten dämpas när produktionsnivån är hög. Samtidigt är osäkerheten som omger de globala konjunkturutsikterna fortsatt hög. Detta beror bland annat på osäkerheten om effekterna av handelskonflikten mellan USA och Kina och om Storbritanniens utträde ur EU. Osäkerheten har sannolikt bidragit till att förtroendet i tillverkningsindustrin enligt inköpschefsindex har sjunkit till låga nivåer. Förtroendet inom tjänstesektorerna är däremot fortsatt relativt högt. Även konsumentförtroendet är något högre än normalt. En bidragande orsak kan vara att arbetslösheten har sjunkit till en relativt låg nivå i många länder. Riksbankens prognoser för konjunkturutsikterna på kort sikt innefattar en bedömning att förtroendet bland hushåll och företag inte faller påtagligt från dagens nivåer.

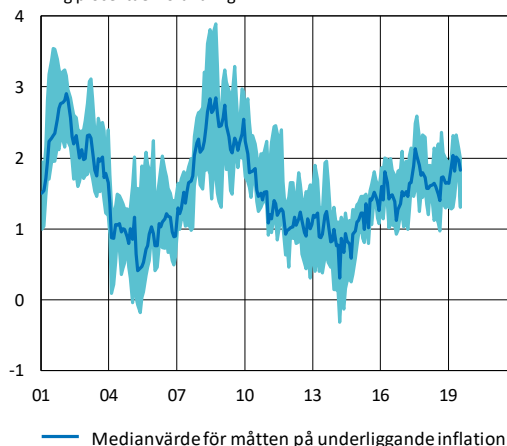
Diagram 3:2. Energipriser



Anm. Priserna visar 15-dagars genomsnitt för systempriset per MWh el samt 95-oktanig bensin.

Källor: Macrobond och Nordpool

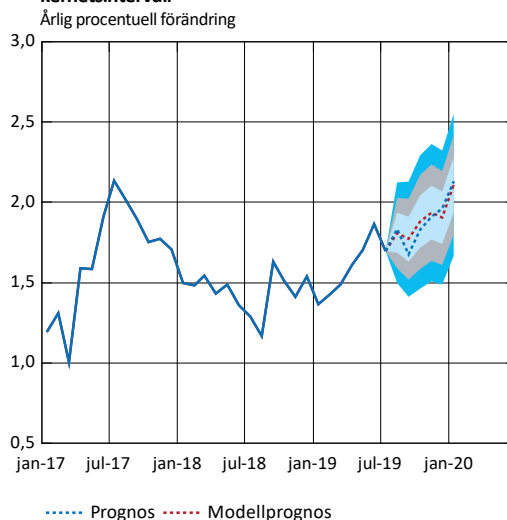
Diagram 3:3. KPIF och olika mått på underliggande inflation
Årlig procentuell förändring



Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland olika mått på underliggande inflation. Inkluderade mått är KPIF exkl. energi, UND24, Trim85, KPIF exkl. energi och färskvaror, persistensviktad inflation (KPIFPV), faktor från principalkomponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1).

Källor: SCB och Riksbanken

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



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

Källor: SCB och Riksbanken

Inflationen i såväl euroområdet som USA är samtidigt lägre än inflationsmålen och inflationsförväntningarna har fallit.

Normal tillväxt i euroområdet de närmaste kvartalen

Tillväxten i euroområdet har dämpats det senaste året och BNP ökade med 0,8 procent under andra kvartalet 2019 jämfört med det första kvartalet uppräknat till årstakt (se diagram 3:7).

Förtroendet i tjänstesektorn är enligt inköpschefsindex nära ett historiskt genomsnitt och detaljhandeln utvecklas väl, medan förtroendet i tillverkningsindustrin är lågt (se diagram 3:8). Denna skillnad mellan industri- och tjänstesektorn är större i euroområdet än i andra delar av världen. Förtroendet i tillverkningsindustrin har sjunkit särskilt mycket i Tyskland, och då i synnerhet bland producenter av kapital- och insatsvaror. Goda kreditvillkor ger dock stöd åt investerings-tillväxten. Tillväxten gynnas dessutom av att förtroendet bland hushållen fortfarande ligger klart över det historiska genomsnittet. En förklaring kan vara den starka utvecklingen på arbetsmarknaden som lett till stigande reallöner. Mot bakgrund av detta och att företagens förtroende väntas stabiliseras framöver bedöms BNP-tillväxten i euroområdet sammantaget stiga något under andra halvåret i år.

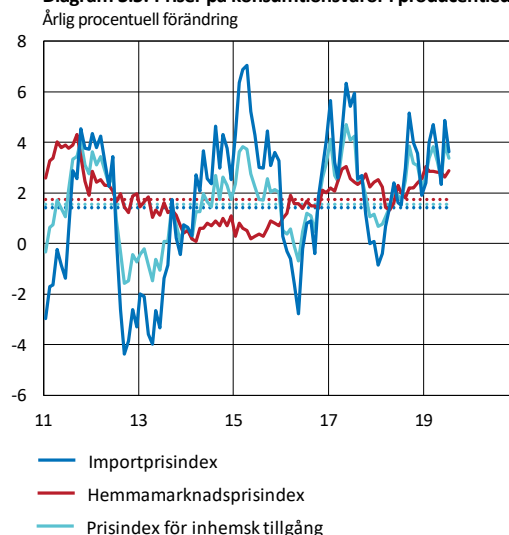
Amerikansk tillväxt dämpas andra halvåret i år

BNP i USA ökade med 2,0 procent under andra kvartalet jämfört med första kvartalet uppräknat till årstakt (se diagram 3:7). Den inhemska efterfrågan var stark, främst på grund av en god tillväxt i hushållens konsumtion men även en solid tillväxt i offentlig konsumtion medan investeringarna, exporten och lagerinvesteringarna bidrog negativt till tillväxten.

Läget på arbetsmarknaden är fortsatt starkt. Arbetslösheten var 3,7 procent i juli samtidigt som sysselsättningen fortsatte att öka förhållandevis snabbt. Löneökningstakten sjönk visserligen något andra kvartalet, men den starka utvecklingen på arbetsmarknaden väntas bidra till att löneökningstakten åter stiger de närmaste kvartalen.

Förtroendet bland hushållen bedöms sammantaget vara fortsatt högt. Företagens förtroende har dock fallit de senaste månaderna både bland tjänsteföretag och inom tillverkningsindustrin, men det är alltjämt högt för tjänstesektorn. Den relativt svaga utvecklingen i industrin återspeglas även i industriproduktionen som utvecklades svagt i juli. Nedgången i förtroendet indikerar sammantaget att konjunkturen mattas av och att BNP-tillväxten minskar något under andra halvåret jämfört med utvecklingen under andra kvartalet.

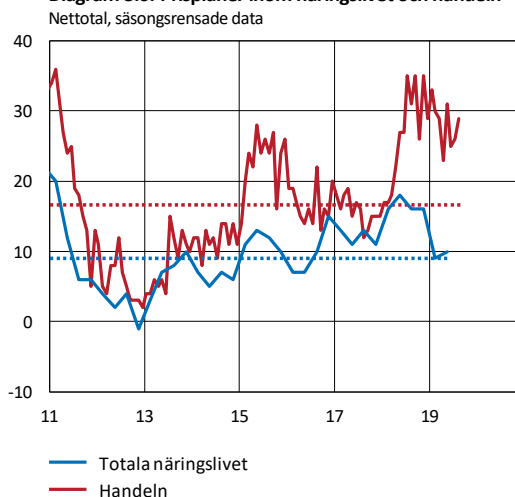
Diagram 3:5. Priser på konsumtionsvaror i producentled



Anm. Importprisindex mäter vad svenska importörer betalar för sina varor vid gränsen. Hemmamarknadspriser mäter vad svenska producenter får betalt vid försäljning i Sverige. Prisindex för inhemsk tillgång är en sammanvägning av importpris- och hemmamarknadsprisindex. Streckade linjer avser genomsnittlig ökningstakt sedan år 2000.

Källa: SCB

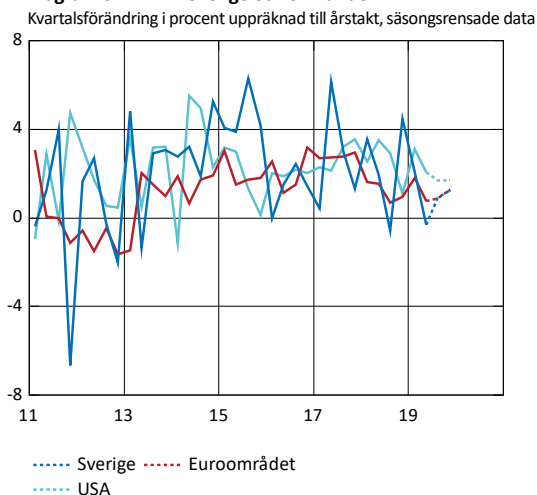
Diagram 3:6. Prisplaner inom näringslivet och handeln



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

Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:7. BNP i Sverige och omvärlden



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

Låg inflation och lägre inflationsförväntningar

Världsmarknadspriset på Brent-olja sjönk kraftigt i början av augusti och ligger nu på omkring 60 dollar per fat. Nedgången förklaras av oro som dämpar tillväxt och efterfrågan globalt. Enligt terminsprissättningen väntas oljepriset ligga kvar på ungefär samma nivå framöver (se diagram 3:9). Utvecklingen är i linje med Riksbankens bedömning i juli och väntas ge ett begränsat bidrag till inflationen framöver.

I euroområdet var inflationen fortsatt låg i augusti och uppgick, mätt med HIKP, till 1,0 procent. Den underliggande inflationen, mätt med HIKP exklusive energi och livsmedel, var samtidigt 0,9 procent. Enligt såväl marknadsförväntningar som ECB:s enkät bland prognosmakare har de långsiktiga inflationsförväntningarna dessutom fallit (se fördjupningen "Inflationsförväntningar i Sverige nära 2 procent"). Inflationen väntas vara låg under tredje kvartalet för att sedan gradvis stiga tack vare den fortsatt starka arbetsmarknaden med allt högre löneökningstakt och fortsatt låga räntor.

I USA steg KPI-inflationen till 1,8 procent i juli. Olika mått på den underliggande inflationen tecknar något olika bild, men ökningstakten i deflatorn för privat konsumtion exklusive energi och livsmedel, det mått som Federal Reserve fäster störst vikt vid, uppgick till 1,6 procent i juli. Inflationsförväntningarna har sjunkit sedan en tid. Den starka arbetsmarknaden med mycket låg arbetslöshet och högre löneökningstakt väntas dock tillsammans med det låga ränteläget och höjda tullar bidra till att inflationen stiger något mot slutet av året.

Fortsatt dämpad svensk tillväxt andra halvåret i år

Den inhemska efterfrågan har mattats av under första halvåret 2019 när såväl hushållens konsumtion som näringslivets investeringar har utvecklats svagt. Utvecklingen återspeglas också i den fallande importtillväxten, något som sannolikt hänger samman med den svaga kronan. Enligt den tidiga sammanställningen av nationalräkenskaperna minskade svensk BNP med 0,3 procent andra kvartalet jämfört med första kvartalet uppräknat till årstakt. En mycket svag utveckling i investeringarna i maskiner och fortsatt fallande bostadsinvesteringar satte ett betydande negativt avtryck i tillväxten, men även exporten minskade.

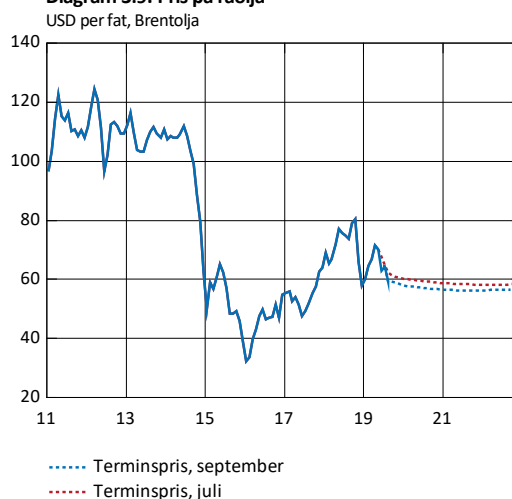
Konjunkturinstitutets barometerindikator, som återspeglar förtroendet bland företag och hushåll, har dämpats tydligt det senaste året (se diagram 3:10). En viktig förklaring till utvecklingen har varit att förtroendet har sjunkit i tillverkningsindustrin. Denna utveckling fortsatte under sommaren och barometerindikatorn uppgick till 94,9 i augusti vilket är lägre än indikatorns historiska genomsnitt. Hushållens förtroende föll också på nytt i augusti efter två månader av stigande förtroende. Det är framförallt hushållens syn på utsikterna för den svenska ekonomin som försvagas. De branschuppdelade delindexen i företagsbarometern är samtliga relativt nära sina historiska genomsnitt. Månadsstatistik för efterfrågan som

Diagram 3:8. Konfidensindikatorer i Euroområdet



Källa: Markit Economics

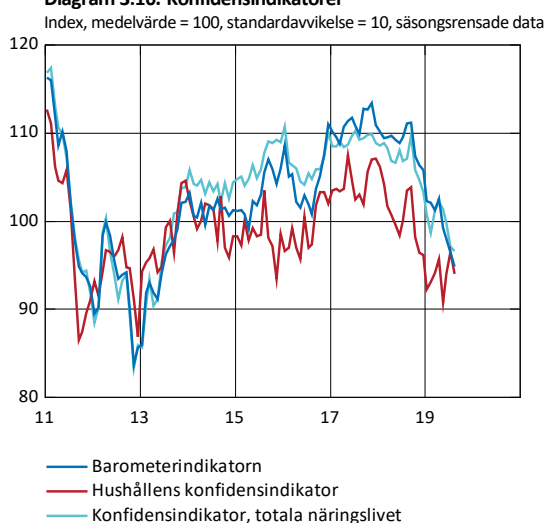
Diagram 3:9. Pris på råolja



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 3:10. Konfidensindikatorer



Källa: Konjunkturinstitutet

hittills finns tillgänglig för tredje kvartalet har utvecklats i god takt, men är begränsad till utrikeshandeln med varor och detaljhandelns omsättning i juli.

Såväl den inhemska efterfrågan som exportefterfrågan väntas öka i måttlig takt under andra halvåret i år. Exportordergången hos svenska företag talar för en måttlig exporttillväxt de närmaste kvartalen (se diagram 3:11). Investeringarna beräknas utvecklas svagt, eftersom bostadsinvesteringarna fortsätter tynga utvecklingen. Hushållen väntas också vara försiktiga i sina konsumtionsbeslut, bland annat eftersom läget är osäkert vad gäller såväl utvecklingen på bostadsmarknaden som den internationella konjunkturen.

Riksbankens modellprognos för BNP-tillväxten på kort sikt baseras på förtroendeindikatorer och månadsstatistik för produktion och efterfrågan. Att prognosen för BNP-utvecklingen under tredje kvartalet är något lägre än modellprognosen beror bland annat på att modellerna inte bedöms ta full hänsyn till nedgången i bostadsinvesteringarna (se diagram 3:12). Uppräknat till årstakt väntas BNP öka med 0,9 och 1,2 procent under tredje respektive fjärde kvartalet 2019.

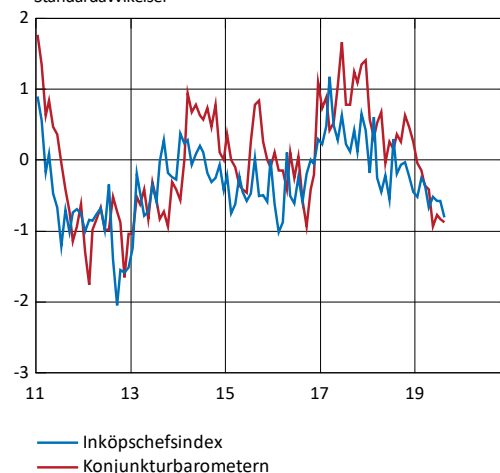
Stark utveckling på arbetsmarknaden mattas av

Arbetsmarknaden har under flera år utvecklats mycket starkt och både arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden har nått historiskt höga nivåer (se diagram 4:8). Utfall och indikatorer tyder emellertid på att utvecklingen på arbetsmarknaden nu har mattats av och gått in i en lugnare fas.

Under första halvåret 2019 minskade antalet sysselsatta och i juli minskade sysselsättningen påtagligt. Utfallet för enskilda månader ska dock tolkas med försiktighet, i synnerhet utfall under sommarmånaderna som ofta varierar relativt mycket. Då sysselsättningen har utvecklats svagare än arbetskraften hittills i år har arbetslösheten stigit något efter att ha bottnat i slutet av 2018. Arbetslösheten har stigit även enligt Arbetsförmedlingens statistik. Arbetsförmedlingen lyfter fram att färre subventionerade anställningar kan ha bidragit till det ökade antalet arbetslösa.

Enligt Konjunkturbarometern indikerar anställningsplanerna på oförändrad sysselsättning de kommande månaderna. Utvecklingen skiljer sig dock åt mellan olika branscher. Anställningsplanerna tyder till exempel på att antalet anställda inom tjänstesektorn och handeln ökar något medan antalet minskar inom tillverkningsindustrin (se diagram 3:13). Enligt Arbetsförmedlingen har antalet nyanmälda lediga platser blivit färre även om de fortfarande ligger på en hög nivå och varslen är fortsatt få. Under det tredje kvartalet bedöms sysselsättningen minska för att sedan öka något i linje med indikatorer. Jämfört med det första halvåret 2019 stiger

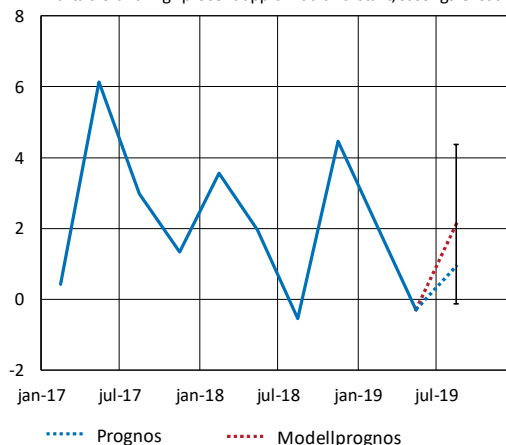
Diagram 3:11. Exportordergång i tillverkningsindustrin
Standardavvikelser



Anm. Serierna är säsongrensade och normaliserade så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

Källor: Konjunkturinstitutet, SiLF/Swedbank och Riksbanken

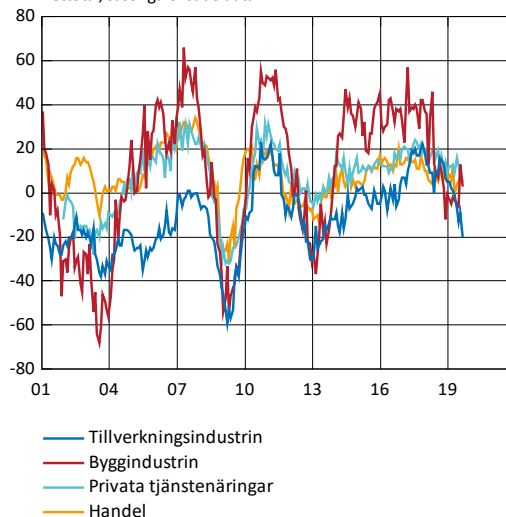
Diagram 3:12. BNP, modellprognos och osäkerhetsintervall
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:13. Anställningsplaner uppdelat på bransch
Nettotal, säsongrensade data



Anm. Anställningsplanerna avser förväntningar om antal anställda i näringslivet på tre månaders sikt.

Källa: Konjunkturinstitutet

arbetslösheten och bedöms i genomsnitt bli 6,7 procent under andra halvåret (se diagram 4:15). Prognosen för arbetslösheten är därmed något uppjusterad jämfört med juli.

Resursutnyttjandet fortsatt högre än normalt

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar utvecklingen av löner och priser med en viss eftersläpning. Resursutnyttjandet kan dock inte mätas exakt och Riksbanken gör därför en bedömning utifrån en mängd olika indikatorer.

Enligt flera av dessa indikatorer är resursutnyttjandet fortfarande högre än normalt, även om det har sjunkit något första halvåret i år. Enligt Konjunkturbarometern har till exempel andelen företag som anger att det råder brist på arbetskraft sjunkit de tre senaste kvartalen, men är fortfarande på en hög nivå. Kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin är högt i ett historiskt perspektiv enligt både Konjunkturinstitutet och SCB (se diagram 3:14). Andra tecken på att de lediga resurserna på arbetsmarknaden är knappa är den höga vakansgraden, som mäter antalet obemannade jobb som behöver tillsättas omedelbart, och den långa genomsnittliga rekryteringstiden i näringslivet.

Sammantaget bedömer Riksbanken att resursutnyttjandet i ekonomin har dämpats under 2019 även om det fortfarande är högre än normalt, en bild som får stöd av Riksbankens indikator för resursutnyttjandet (se diagram 3:15).

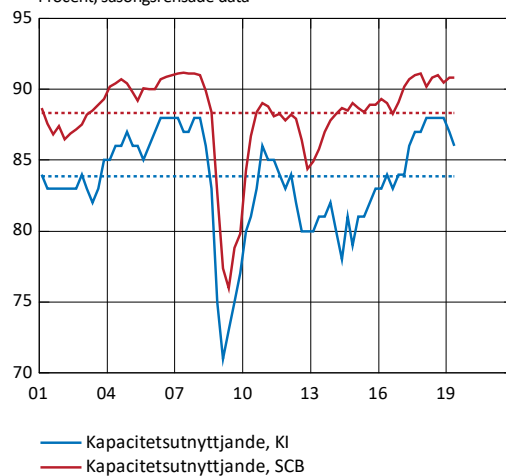
Stigande löneökningstakt

Löneökningstakten har stigit de senaste månaderna. Enligt preliminär statistik ökade lönerna i hela ekonomin med 2,6 procent i juni (se diagram 3:16). Även inom näringslivet ökade lönerna med 2,6 procent i juni, vilket var en uppgång jämfört med början av året.

Löneökningstakten väntas stiga något under de närmaste kvartalen. Existerande löneavtal från förra avtalsrörelsen, som slöts på en historiskt sett låg nivå, bidrar samtidigt till att uppgången blir måttlig. Reallöneutvecklingen har varit svag de senaste åren, men väntas öka något framöver (se diagram 4:18).

Kostnadstrycket, mätt med ökningstakten i arbetskostnaden per producerad enhet, beror utöver löneutvecklingen även på hur produktiviteten utvecklas. Eftersom produktiviteten har ökat långsamt under flera år har arbetskostnaderna per producerad enhet stigit snabbare än normalt, trots måttliga löneökningar. Enligt de preliminära nationalräkenskaperna ökade produktiviteten långsamt andra kvartalet och ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet steg till 2,8 procent. Kostnaderna växer framöver i linje med sitt historiska genomsnitt, vilket är ungefär 2 procent (se diagram 4:17).

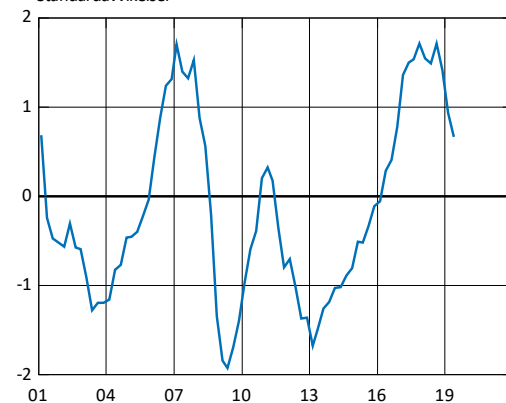
Diagram 3:14. Kapacitetsutnyttjande inom industrin
Procent, säsongrensade data



Anm. Streckade linjer avser medelvärde sedan 1996.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

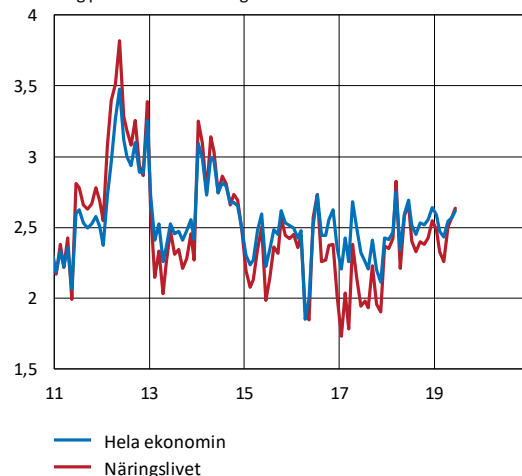
Diagram 3:15. Resursutnyttjandeindikatorn
Standardavvikelser



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

Källa: Riksbanken

Diagram 3:16. Löner i näringslivet och hela ekonomin
Årlig procentuell förändring



Anm. Medlingsinstitutets prognos på definitivt utfall juli 2018–juni 2019.

Källa: Medlingsinstitutet

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

BNP-tillväxten i omvärlden, som under flera år varit stark, har bromsat in. Stämningläget bland hushåll och företag har försämrats och riskerna för en sämre utveckling har ökat sedan bedömningen i juli. Mer penningpolitiska stimulanser innebär samtidigt att utsikterna för tillväxt och inflation i stort sett är oförändrade. Svensk ekonomi har de senaste åren gynnats av den goda konjunkturen i omvärlden, vilket i kombination med låga räntor har bidragit till att resursutnyttjandet i dagsläget är högre än normalt. Efter flera år av god tillväxt växer dock den svenska ekonomin långsammare i år och de kommande åren. Utvecklingen präglas av måttlig exportefterfrågan från Sveriges viktigaste handelspartners, men även av en dämpad inhemsk efterfrågan. Inflationen har legat nära 2 procent sedan början av 2017, även om en lägre ökningstakt i energipriserna har bidragit till att inflationen sjunkit något de senaste månaderna. En lång period med god efterfrågan och ett resursutnyttjande som fortsatt är högre än normalt bidrar tillsammans med en stigande löneökningstakt till att inflationen även framöver väntas vara nära 2 procent. Liksom för omvärlden baseras de ekonomiska utsikterna för Sverige på att räntan höjs i en långsammare takt jämfört med i juli vilket bidrar till att inflationsprognosen i stort sett är oförändrad.

Omvärlden

Tillväxten i omvärlden på normala nivåer framöver

De senaste åren har tillväxten i handelsviktad (KIX-vägd) BNP varit stark. Nu har dock tillväxten dämpats och under de kommande åren bedöms BNP växa mer i linje med det historiska genomsnittet (se diagram 4:1).

Riksbankens bedömning i juli baserades på att handelskonflikten mellan USA och Kina skulle fortsätta, troligtvis med ytterligare åtgärder från parterna, och BNP-tillväxten i omvärlden reviderades därför ned. Utvecklingen av handelskonflikten sedan juli har därför bara ändrat prognoserna marginellt. Stämningläget kring konjunkturutsikterna har dock försämrats, vilket delvis kan kopplas till handelskonflikten. Det bedöms därför behövas en mer expansiv penningpolitik för att stötta konjunktur- och inflationsutsikterna.

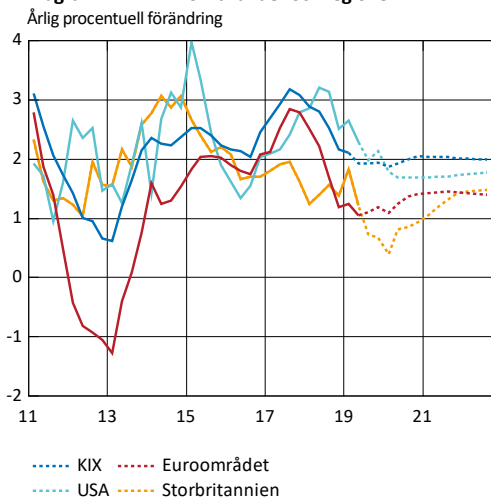
Det fortsatt oklara läget kring Storbritanniens utträde ur EU skapar osäkerhet om tillväxtutsikterna för Storbritannien, och även för övriga Europa. Storbritannien är till exempel Tysklands femte viktigaste exportpartner och särskilt viktig är exporten av bilar.

Tudelningen i euroområdets ekonomi fortsätter med ett svagt förtroende i tillverkningsindustrin, men ett relativt starkt förtroende i tjänstesektorn.

Låg inflation och låga räntor i euroområdet

Sedan inledningen på året har spridningen mellan förtroendeindikatorer för olika branscher i euroområdet ökat. Förtroendet hos hushåll och bland företag inom tjänstesektorn ligger sammantaget nära eller högre än ett historiskt genomsnitt

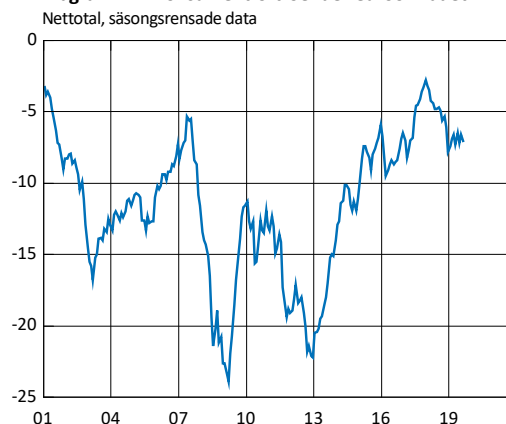
Diagram 4:1. BNP i olika länder och regioner



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

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

Diagram 4:2. Konsumentförtroende i euroområdet



Källa: EU-kommissionen

medan förtroendet inom tillverkningsindustrin är lågt (se diagram 4:2 och diagram 3:8). Förtroendet i tillverkningsindustrin har minskat mest i Tyskland (se diagram 4:3).

Trots att arbetsmarknaden är stark och lönerna stiger är inflationen låg, och de långsiktiga inflationsförväntningarna har fallit till historiskt låga nivåer (se diagram 1:13). Detta har tillsammans med ECB:s kommunikation lett till att marknadsaktörerna nu väntar sig att ECB kommer att sänka sin styrränta ytterligare och även på andra sätt göra penningpolitiken mer expansiv. Låga räntor och fortsatt gynnsamma kreditvillkor innebär att förutsättningarna för BNP-tillväxten och inflationen framöver är fortsatt relativt goda.

Konsumentförtroendet är relativt högt och arbetsmarknaden är stark med minskad arbetslöshet och en hög sysselsättningstillväxt (se diagram 4:4). Efterfrågan på arbetskraft bedöms bli tillräckligt hög för att arbetslösheten ska fortsätta att sjunka något de kommande åren, om än i långsammare takt än tidigare. Detta bidrar till att hålla löneökningstakten uppe under prognosperioden.

Osäkerheten om hur världshandeln kommer att utvecklas framöver utgör också en risk för euroområdet. Detta gäller i synnerhet den tyska ekonomin. Osäkerheten om handelsutvecklingen och Storbritanniens utträde ur EU bedöms dämpa investeringarna. Investeringarna och hushållens konsumtion förutses växa i långsammare takt i slutet av prognosperioden när uppdämda behov har tillgodosetts och sysselsättningstillväxten dämpats. BNP väntas växa med 1,1 procent i år. Tillväxten tilltar därefter och uppgår till 1,4 procent 2021 (se diagram 4:1).

Tillväxten i USA växlar ner från höga nivåer

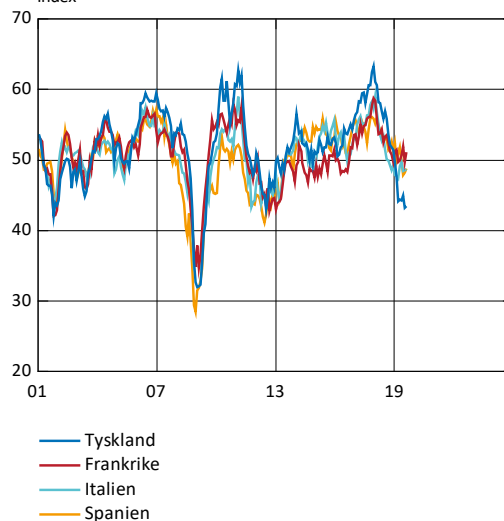
Konjunkturen i USA är fortsatt stark och BNP-tillväxten är god. Orosmoln finns dock inom tillverkningsindustrin där förtroendet har dämpats och är något lägre än normalt. Även inom tjänstesektorerna har förtroendet dämpats till ungefär normala nivåer. Hos hushållen är däremot förtroendet fortsatt högt.

Senaten har godtagit ett budgetavtal som inkluderar att skuldtaket lyfts för ytterligare två år, till slutet av juli 2021. Även om det återstår att förhandla om fördelningen av budgeten så anses överenskommelsen innebära att risken för en ny nedstängning av den amerikanska statsapparaten har minskat.

Arbetsmarknaden i USA är stark och förväntas fortsätta vara stark de kommande åren, trots att arbetslösheten beräknas stiga något. Det höga resursutnyttjandet antas bidra till att löneökningstakten fortsätter att stiga det närmaste året för att sedan avta gradvis, i takt med att arbetslösheten ökar. Den goda utvecklingen på arbetsmarknaden har bidragit till att hushållens konsumtion varit stark och väntas förbli så de kommande åren.

Sammantaget bedöms BNP växa med 2,3 procent i år för att gradvis dämpas till 1,7 procent 2021 (se diagram 4:1). Att

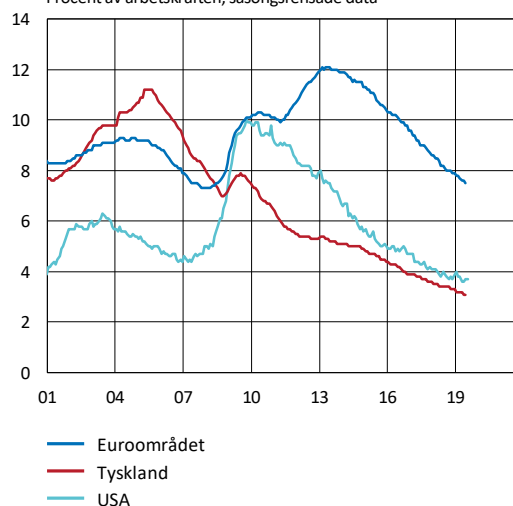
Diagram 4:3. PMI tillverkningsindustrin för euroområdet
Index



Anm. Ett index över 50 indikerar tillväxt medan ett index under 50 innebär en nedgång.

Källa: Markit Economics

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



Källa: OECD

Diagram 4:5. Kinesiska valutans utveckling mot dollarn
CNY per USD



Källa: Macrobond

tillväxten väntas sjunka förklaras av den ansträngda arbetsmarknaden, där företagen får svårare att anställa personal med rätt kompetens, det höga kostnadsläget som bidrar till att dämpa efterfrågan och de risker som är förknippade med handelskonflikten med Kina och som bidrar till att dämpa investeringsviljan. En lägre prognos för styrräntan innebär dock att prognosen för BNP-tillväxten är något uppreviderad från nästa år och framåt, jämfört med bedömningen i juli.

Kinas tillväxt i linje med målet men minskar gradvis framöver

Den kinesiska tillväxten bedöms minska gradvis under de kommande åren. Det beror bland annat på de fortsatta försöken att ombalansera den kinesiska ekonomin mot en tillväxt som drivs av konsumtion istället för investeringar och där tjänstesektorn får en större roll. Investeringarna väntas växa i en långsammare takt bland annat till följd av lägre aktivitet på fastighetsmarknaden.

Den pågående handelskonflikten med USA väntas också dämpa tillväxten, men olika ekonomisk-politiska stimulanser bidrar till att tillväxten i år hamnar runt det officiella målet på 6–6,5 procent. En ytterligare upptrappning i konflikten mellan Kina och USA riskerar dock att dämpa tillväxten mer än vad som antagits. Spänningarna mellan länderna har även ökat sedan den kinesiska valutan försvagats mot dollarn (se diagram 4:5).

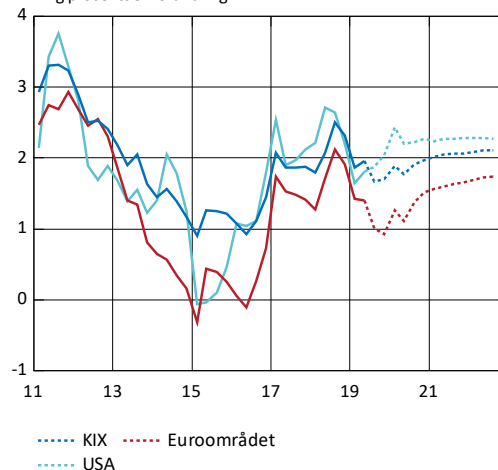
Långsamt stigande kostnadstryck i omvärlden de kommande åren

Låga inflationsutfall under första halvåret 2019 bidrar till att den KIX-vägda inflationen i omvärlden hamnar något under 2 procent i år. De kommande åren väntas effekterna av den tidigare uppgången i resursutnyttjandet bidra till att inflationen i omvärlden långsamt stiger till ungefär 2 procent (se diagram 4:6).

I euroområdet indikerar inflationsutfallet för juli och augusti en lägre underliggande inflation för tredje kvartalet än bedömningen i juli. HIKP-inflationen låg i augusti på 1 procent och den underliggande HIKP-inflationen, som renas för energi och livsmedel, låg på 0,9 procent. Den underliggande HIKP-inflationen har legat runt 1 procent de senaste åren. Inflationförväntningarna har sjunkit det senaste året, enligt både marknadsprissättning och enkäter (se diagram 1:12 och 1:13). Den allt starkare arbetsmarknaden förutses fortsätta att bidra till ett ökat kostnadstryck som får kärninflationen att stiga gradvis. Inflationen, mätt med såväl HIKP och som underliggande HIKP, stiger till omkring 1,7 procent i slutet av prognosperioden.

I USA bedöms en lägre styrränta framöver bidra till en något högre tillväxt och kärninflation i år och nästa år. Även den starka amerikanska arbetsmarknaden bidrar till högre

Diagram 4:6. Konsumentpriser i olika länder och regioner
Årlig procentuell förändring



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

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

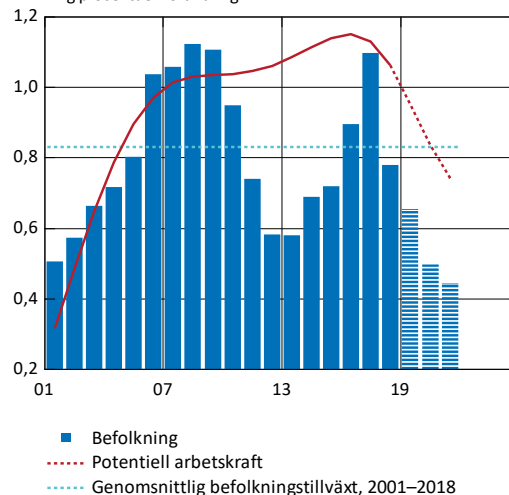
Handelskonflikten mellan USA och Kina fortsätter med nya åtgärder

Handelskonflikten mellan USA och Kina fortsätter med nya åtgärder sedan president Trump meddelat att USA i två steg under hösten kommer att införa ytterligare tullar om 15 procent på importerade varor från Kina, motsvarande omkring 300 miljarder dollar. Tillsammans med tidigare tullhöjningar innebär det att i stort sett all amerikansk import från Kina (drygt 560 miljarder USD per år) kommer att vara tullbelagd.

Kina beslutade att höja tullarna med 5–10 procent på amerikanska varor värda 75 miljarder dollar under hösten. Majoriteten av tullarna omfattar redan tullbelagda varor. Exempel på varor som tullbeläggs är amerikansk olja, bilar och sojaböner. Totalt kommer amerikanska varor värda drygt 120 miljarder USD att vara belagda med tullar.

Den senaste tidens upptrappning i handelskriget innebär att risken för ytterligare åtgärder har ökat. Exempel på sådana åtgärder är höjning av befintliga tullar eller nya tullar på fler varor, men också handelshinder som längre ledtider på import och komplicerade tullförfaranden, framför allt i Kina.

Diagram 4:7. Befolkning och potentiell arbetskraft, 15–74 år
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

inflation genom att löneökningstakten, och därmed företagens kostnader för arbetskraft, stiger något snabbare. Höjda tullar bidrar initialt till något högre inflation genom att priset på importerade varor ökar. Inbromsningen av tillväxten och fallande resursutnyttjande dämpar dock inflationstrycket på längre sikt. Sammantaget bedöms KPI-inflationen bli drygt 2 procent de kommande åren (se diagram 4:6).

Sverige

Långsammare utveckling av arbetskraftsutbudet framöver

Utvecklingen av arbetskraftsutbudet och produktiviteten ger en bild av ekonomins tillväxtpotential. I detta sammanhang är demografiska förändringar viktiga. De senaste åren har befolkningen i arbetsför ålder i genomsnitt växt relativt snabbt (se diagram 4:7). Detta har bidragit till att utbudet på arbetskraft har ökat kraftigt.

Även arbetskraftsdeltagandet har ökat trendmässigt sedan 2009, och 2018 deltog över 73 procent av befolkningen i åldern 15–74 år i arbetskraften (se diagram 4:8). Uppgången har skett både bland inrikes och utrikes födda.

De kommande åren sjunker tillväxten i den arbetsföra befolkningen eftersom den inrikes födda befolkningen i genomsnitt blir äldre samtidigt som invandringen antas minska. Arbetskraftsdeltagandet bland utrikes födda och äldre beräknas dock fortsätta öka och detta innebär att arbetskraftsutbudet inte bedöms dämpas lika snabbt som befolkningstillväxten (se diagram 4:7).

Sedan finanskrisen har produktivitetstillväxten i både Sverige och omvärlden, bortsett från några enstaka år, varit låg (se diagram 4:9).¹⁰ Produktivitetstillväxten väntas öka långsamt framöver och närma sig ett historiskt genomsnitt under prognoshorisonten.

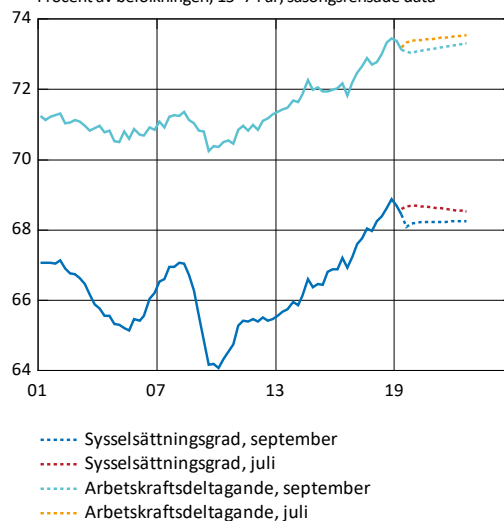
Sammantaget bedöms tillväxten i arbetskraften och produktiviteten innebära en tillväxt i potentiell BNP på nära 2 procent per år 2019–2021 (se diagram 4:10).

Svensk tillväxt bromsar in

Efter flera år av god tillväxt växer den svenska ekonomin långsammare de kommande åren (se diagram 4:10). Tillväxten bedöms understiga ekonomins tillväxtpotential och det starka konjunkturläget dämpas därmed. Tillväxten på de svenska exportmarknaderna blir lägre än sitt historiska genomsnitt, men även den inhemska utvecklingen dämpas med svag investeringstillväxt och måttlig konsumtionsutveckling. Bedömningen av den ekonomiska utvecklingen baseras på att reporäntan höjs i långsammare takt än i föregående prognos. Revideringarna av konjunktur- och inflationsutsikterna är därför små.

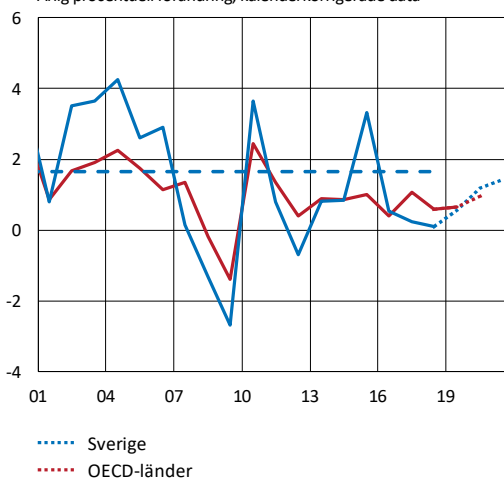
¹⁰ För en internationell jämförelse och genomgång av olika förklaringsfaktorer, se kapitlet "Produktiviteten i Sverige" i Lönebildningsrapporten 2017, Konjunkturinstitutet.

Diagram 4:8. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande
Procent av befolkningen, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

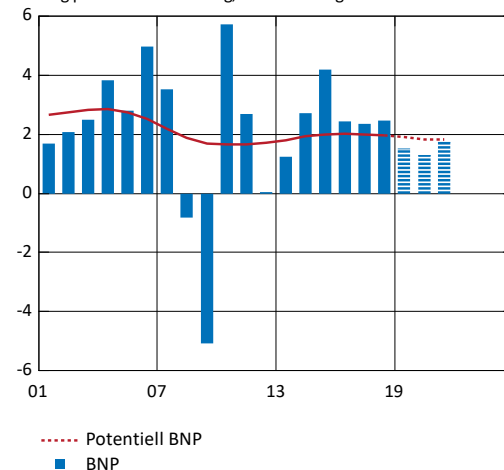
Diagram 4:9. Produktivitet
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Anm. Prognos för OECD från Economic Outlook, maj 2019. Produktiviteten för OECD avser BNP per anställd. För Sverige avser den BNP per arbetad timme. Streckad linje avser genomsnitt av svensk produktivitetstillväxt 1994–2018.

Källor: OECD, SCB och Riksbanken

Diagram 4:10. BNP
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

Fortsatt svag utveckling i bostadsinvesteringarna

Byggandet av bostäder var en viktig drivkraft när den svenska konjunkturen växte sig allt starkare 2014–2017. Men när byggandet fortsatte att öka mycket snabbt samtidigt som efterfrågan på bostäder minskade föll priserna på bostäder under hösten 2017. Den svagare prisutvecklingen har medfört en snabb inbromsning i antalet påbörjade bostäder. Minskningen väntas fortsätta såväl i år som nästa år (se diagram 4:11).

Detta dämpar utvecklingen i bostadsinvesteringarna och därmed BNP. Att bostadspriserna har stigit något sedan våren 2018 bidrar emellertid till att bostadsbyggandet stabiliseras, och bostadsinvesteringarna dämpar därmed BNP-tillväxten i mindre utsträckning 2021 och 2022. Och trots nedgången väntas bostadsbyggandet fortsatt vara på historiskt höga nivåer.

En korrigerig mot en mer långsiktig investeringsnivå väntas bidra till att näringslivets investeringar, exklusive bostadsinvesteringar, växer långsammare än de senaste åren. Företagens totala bruttoinvesteringar, inklusive bostadsinvesteringar, minskar något i år för att därefter öka långsamt. Investeringarnas andel av BNP minskar (se diagram 4:12).

Viss återhämtning i hushållens konsumtion

Avmattningen på arbetsmarknaden bidrar tillsammans med marginellt stigande bolåneräntor till att hushållens disponibla inkomster ökar långsammare i år och de kommande åren.

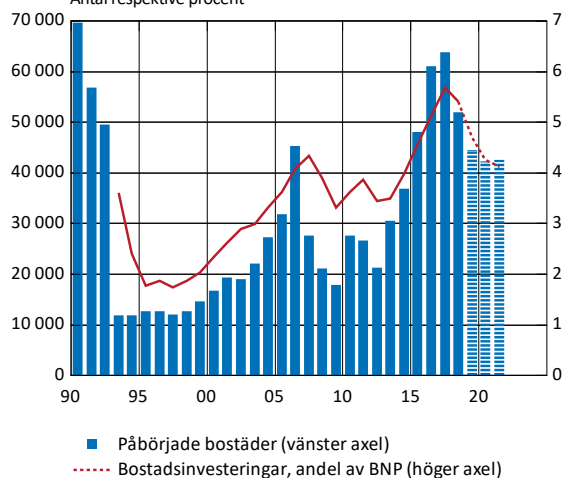
Hushållen sparar för närvarande, enligt nationalräkenskaperna (NR), en historiskt hög andel av sina inkomster.¹¹ Detta bedöms till viss del förklaras av att hushållen tar höjd för stigande räntor. Hushållens ränteförväntningar enligt Konjunkturinstitutets hushållsbarometer är förenliga med en något större uppgång än Riksbankens prognos. En fortsatt stark arbetsmarknad och en stabilisering av läget på bostadsmarknaden väntas bidra till att hushållen konsumerar en större andel av sina inkomster (och sparar en mindre andel). De närmaste åren beräknas konsumtionen öka något långsammare än sitt historiska genomsnitt (se diagram 4:13).

Svagt stigande bostadspriser och skuldkvot

Bostadspriserna har stigit det senaste året och allt fler tror på att de ska fortsätta stiga (se diagram 1:10). Enligt Riksbankens prognos väntas uppgången i bostadspriserna bli blygsam de kommande åren, bland annat eftersom utbudet av nybyggda bostäder kommer att vara fortsatt stort, boräntorna gradvis blir lite högre, och amorteringskraven verkar dämpande på prisutvecklingen.

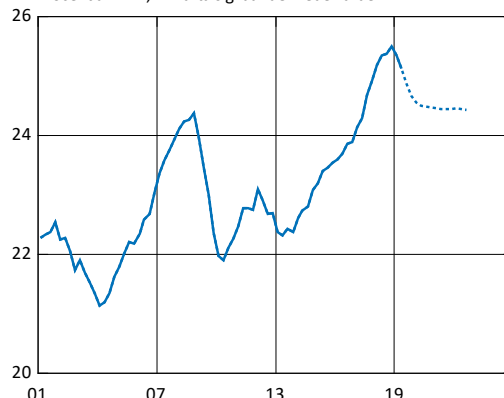
Hushållens skulder brukar samvariera med bostadspriserna, då bostadsköp till stor del finansieras med lån. En viktig orsak till skuldutvecklingen är att dagens bostadsköpare

Diagram 4:11. Påbörjade bostäder och bostadsinvesteringar
Antal respektive procent



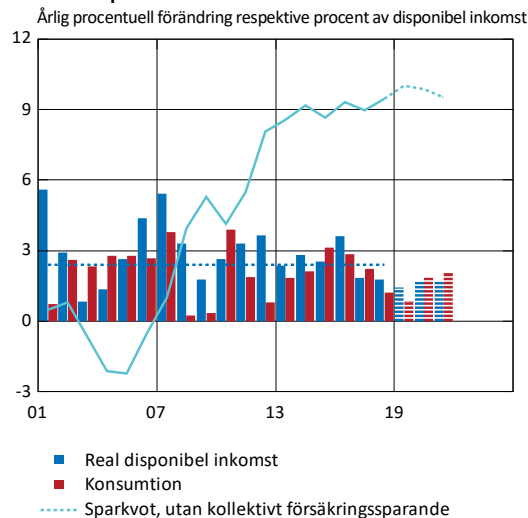
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:12. Investeringarnas andel av BNP
Procent av BNP, 4 kvartals glidande medelvärde



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:13. Hushållens reala disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot



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

¹¹ Andra mått på sparande och en förestående revidering av NR talar visserligen för att sparandet kan vara något lägre, men ändå förhållandevis högt.

på andrahandsmarknaden i genomsnitt måste betala ett betydligt högre pris för bostäderna än vad säljarna en gång gjorde. I och med de senaste årens svaga utveckling av bostadspriserna har skuld tillväxten dämpats och skulderna ökar i ungefär samma takt som hushållens inkomster. Men även om skuld tillväxten dämpas ytterligare något utvecklas även inkomsterna svagare och hushållens skuldkvot fortsätter att stiga svagt till drygt 190 procent i slutet av 2022 (se diagram 1:11).

Det höga resursutnyttjandet normaliseras under de kommande åren

Den svenska konjunkturen är stark men tillväxten mattas nu av. De senaste månaderna tycks efterfrågan på arbetskraft ha minskat och antalet sysselsatta har blivit färre. Framöver bedöms dock sysselsättningen öka, men i betydligt långsammare takt än tidigare. Under 2018 växte antalet sysselsatta med närmare 2 procent. I år väntas tillväxten bli strax under en halv procent.

Samtidigt som utvecklingen på arbetsmarknaden har varit gynnsam finns det tecken på att det är svårt att matcha de arbets sökande med de lediga jobben. Ett vanligt sätt att illustrera hur väl matchningen på arbetsmarknaden fungerar är den så kallade Beveridgekurvan som visar sambandet mellan arbetslöshet och vakansgrad. Stigande vakansgrad brukar vara kopplat till sjunkande arbetslöshet och vice versa.

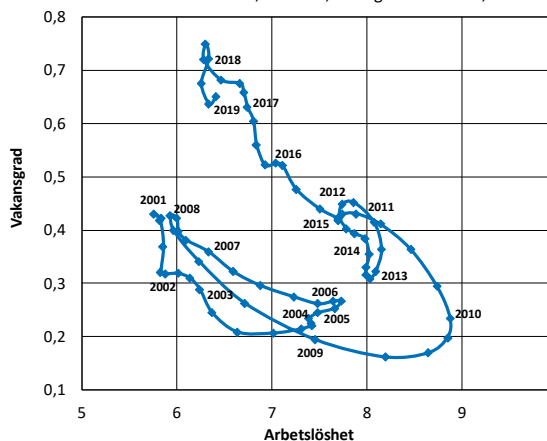
Efter finanskrisen har arbetslösheten varit högre för en given nivå på vakansgraden, vilket illustreras av att Beveridgekurvan skiftat utåt (se diagram 4:14). Det är ett tecken på att matchningen på arbetsmarknaden har försämrats. En förklaring till detta är sannolikt det stora inflödet i arbetskraften av grupper med svag anknytning till arbetsmarknaden. Det gäller särskilt personer som saknar gymnasieutbildning eller arbetslivserfarenhet från den svenska arbetsmarknaden.

Den 1 januari i år satte Arbetsförmedlingen stopp för vissa anställningsstöd till följd av anslagsminskningar i årets budget. Arbetsförmedlingen bedömer att denna neddragning är en anledning till att inskrivna arbetslösa har ökat och uttrycker oro för att det kan komma att resultera i längre arbetslöshetstider. Idag utgör andelen inskrivna arbetslösa med svag konkurrensförmåga närmare 75 procent och framöver väntas inflödet i arbetskraften till stor del bestå av personer som i genomsnitt har relativt sett svårare att komma i arbete.¹² Eftersom efterfrågan på arbetskraft samtidigt väntas växa långsammare bedöms arbetslösheten stiga något de kommande åren (se diagram 4:15).

Sammantaget bedöms resursutnyttjandet på arbetsmarknaden, och i ekonomin som helhet, fortsätta att vara högre än

Diagram 4:14. Beveridgekurvan

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data, trendvärden

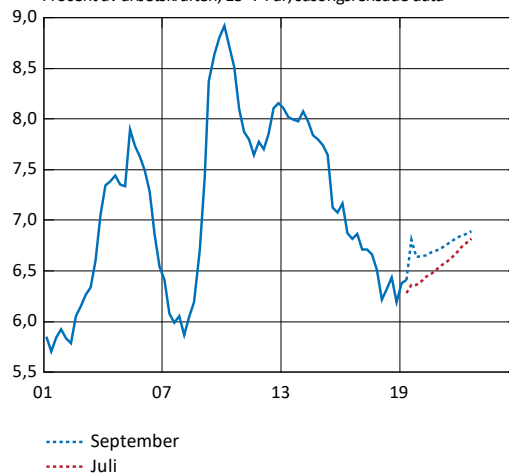


Anm. Årtalen markerar första kvartalet respektive år. Vakanser i näringslivet.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:15. Arbetslöshet

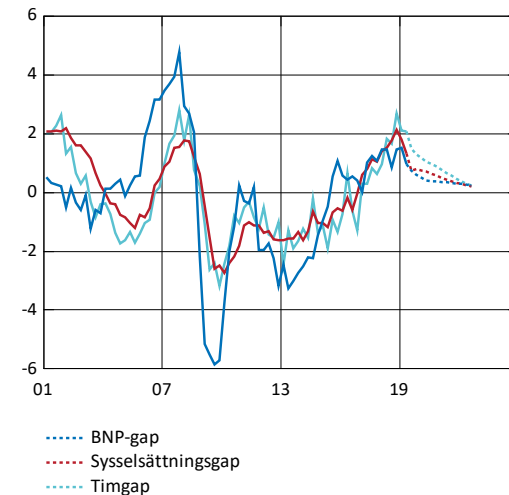
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:16. BNP-, sysselsättnings- och timgap

Procent



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

Källor: SCB och Riksbanken

¹² Arbetsförmedlingen definierar personer med svag konkurrensförmåga som arbetslösa som saknar gymnasieutbildning, och/eller är utomeuropeiskt födda och/eller har ett funktionshinder och/eller är 55–64 år.

normalt. Eftersom tillväxten i BNP, sysselsättning och arbetade timmar blir lägre än deras respektive trendmässiga tillväxt, kommer resursutnyttjandet att gradvis normaliseras under de kommande åren (se diagram 4:16).

Löneökningstakten stiger gradvis

De senaste åren har lönerna ökat i måttlig takt, både i förhållande till konjunkturläget och till sitt historiska genomsnitt. En viktig anledning till detta är att produktivitetstillväxten varit låg. Produktivitetstillväxten påverkar vilket utrymme företagen har att höja lönerna. Den låga produktivitetstillväxten har samtidigt inneburit att kostnadstrycket, mätt med arbetskostnaderna per producerad enhet, har ökat relativt snabbt (se diagram 4:17).

Löneökningstakten, enligt konjunkturlönestatistiken, bedöms bli 2,6 procent i år. Resursutnyttjandet är högt och väntas gradvis bidra till stigande löneökningstakt. Samtidigt har löneökningstakten i omvärlden stigit och i Tyskland ligger den på strax över 3 procent. Under 2020 genomförs nya avtalsförhandlingar i ett läge när arbetsmarknaden har varit stark ganska länge samtidigt som inflationen och inflationsförväntningarna legat nära 2 procent. Dessutom väntas produktiviteten stiga något snabbare framöver. Sammantaget talar dessa faktorer för en stigande löneökningstakt. Arbetskostnaderna per producerad enhet bedöms öka ungefär i linje med sitt historiska genomsnitt på cirka 2 procent per år under de närmaste åren (se diagram 4:17). Reallöneutvecklingen, som under de senaste åren varit svag, väntas öka något framöver (se diagram 4:18).

Kronan stärks framöver

Den svenska kronan har försvagats sedan i juli (se diagram 4:19). Den försvagades något i samband med det preliminära utfallet för svensk BNP under andra kvartalet som var något lägre än förväntat, liksom med nya åtgärder i den pågående handelskonflikten mellan USA och Kina. Kronan är därmed fortsatt svagare än sin långsiktiga jämviktsnivå.¹³ Framöver väntas kronan gradvis stärkas mot sin långsiktiga jämviktsnivå i linje med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i juli (se diagram 4:19).¹⁴

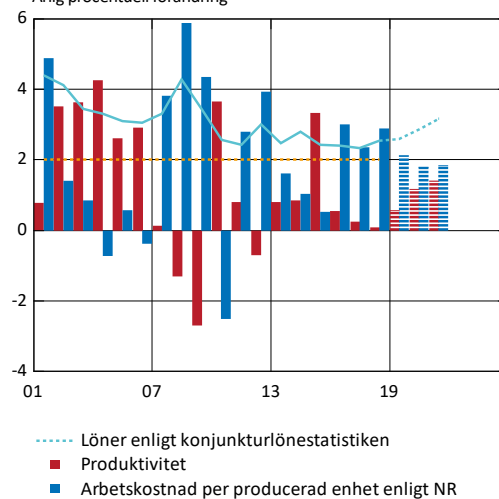
Stark konjunktur och högt resursutnyttjande bakom den gynnsamma inflationsutvecklingen

Inflationen har legat nära Riksbankens inflationsmål på 2 procent sedan början av 2017 (se diagram 4:20). Den starka svenska konjunkturen har varit viktig för inflationsutvecklingen. Försvagningen av kronan, som bidragit till högre prisökningstakt på importerade varor och livsmedel, är en annan faktor av betydelse. Stigande energipriser under de senaste åren har också bidragit. Den senaste tidens lägre

¹³ Se fördjupningen "Kronans trendmässiga utveckling" i den penningpolitiska rapporten i juli 2019.

¹⁴ Riksbankens bedömning är att den långsiktiga jämviktsnivån för den reala växelkursen mätt med KIX ligger i intervallet 120-135.

Diagram 4:17. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring

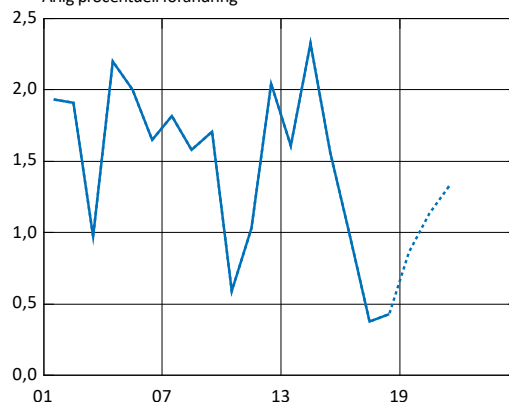


Anm. Streckad linje avser genomsnitt av arbetskostnad per producerad enhet enligt NR 1994-2018.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 4:18. Reallöner

Årlig procentuell förändring

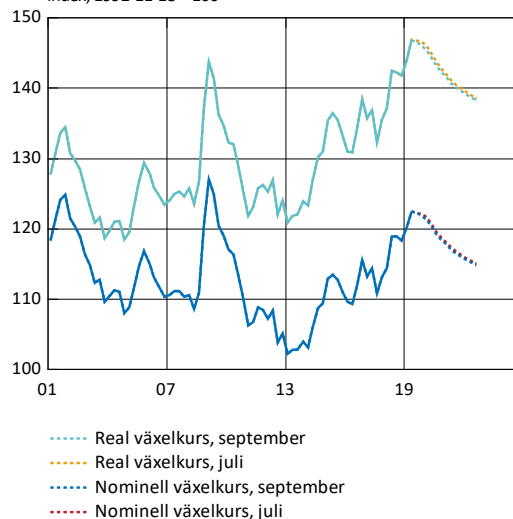


Anm. Löner enligt konjunkturlönestatistiken deflaterade med KPIF.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 4:19. Real och nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100



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

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

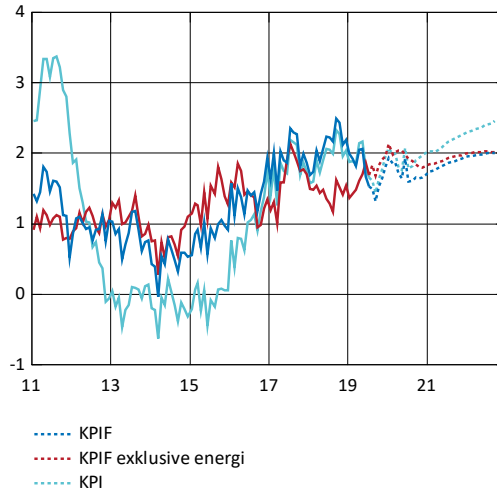
ökningstakt i energipriser har dock gjort att inflationen fallit till runt 1,5 procent. Den tidigare kronförsvagningen, fortsatt höga prisökningstakter på livsmedel och att energipriserna inte faller lika snabbt väntas dock bidra till att inflationen åter är nära 2 procent mot slutet av året.

Sedan det penningpolitiska mötet i juli har inflationen blivit något högre än väntat. I juli uppgick inflationen mätt med KPIF till 1,5 procent. Om energipriserna exkluderas var KPIF-inflationen högre och uppgick till 1,7 procent. Olika mått på underliggande inflation som Riksbanken regelbundet analyserar ligger sammantaget nära 2 procent.

De kommande åren antas kronan förstärkas något samtidigt som energipriserna väntas öka långsammare än tidigare, vilket kommer att dämpa inflationen. Men efterfrågan har varit god under en lång period och resursutnyttjande fortsätter att vara högre än normalt. Tillsammans med en stigande löneökningstakt gör det att företag väntas fortsätta att höja sina priser i en takt som gör att inflationen mätt med både KPIF och KPIF exklusive energi ligger nära 2 procent under hela prognosperioden (se diagram 4:20). Prognosen för reporäntan indikerar att räntan höjs i långsammare takt än i bedömningen i juli, vilket bidrar till att inflationsutsikterna är i stor sett oförändrade (se diagram 4:21 och 1:5).

Diagram 4:20. KPIF, KPIF exklusive energi och KPI

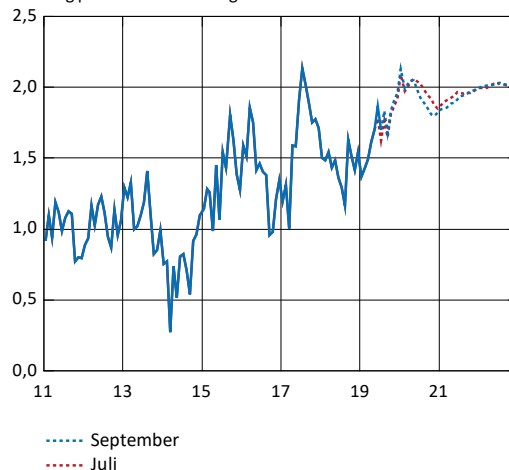
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:21. KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2019 kv2	2019 kv3	2019 kv4	2020 kv3	2021 kv3	2022 kv3
Reporänta	-0,25 (-0,25)	-0,25 (-0,25)	-0,23 (-0,19)	0,04 (0,14)	0,20 (0,52)	0,37 (0,90)

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2017	2018	2019	2020	2021
KPIF	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)	1,7 (1,7)	1,7 (1,8)	1,8 (1,9)
KPIF exkl. energi	1,7 (1,7)	1,4 (1,4)	1,7 (1,7)	1,9 (2,0)	1,9 (1,9)
KPI	1,8 (1,8)	2,0 (2,0)	1,8 (1,8)	1,9 (2,2)	2,1 (2,6)
HIKP	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	1,7 (1,7)	1,7 (1,8)	1,8 (1,8)

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2017	2018	2019	2020	2021
Reporänta	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,5)	-0,3 (-0,2)	0,0 (0,1)	0,2 (0,5)
10-årsränta	0,7 (0,7)	0,7 (0,7)	0,1 (0,3)	0,1 (0,6)	0,6 (1,1)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	112,9 (112,9)	117,6 (117,6)	121,7 (121,7)	119,9 (120,2)	116,8 (117,1)
Offentligt finansiellt sparande*	1,4 (1,4)	0,9 (0,9)	0,1 (0,3)	0,0 (0,3)	0,1 (0,3)

* Procent av BNP.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2017	2018	2019	2020	2021
Euroområdet	0,11	0,49	2,6 (2,5)	1,9 (1,9)	1,1 (1,2)	1,3 (1,4)	1,4 (1,4)
USA	0,15	0,08	2,4 (2,2)	2,9 (2,9)	2,3 (2,5)	1,7 (1,6)	1,7 (1,6)
Japan	0,04	0,02	1,9 (1,9)	0,8 (0,8)	1,1 (0,8)	0,4 (0,5)	0,9 (0,9)
Kina	0,19	0,08	6,7 (6,7)	6,7 (6,7)	6,1 (6,0)	5,9 (5,9)	5,9 (5,9)
KIX-vägd	0,75	1,00	3,0 (2,9)	2,6 (2,6)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,8 (3,8)	3,6 (3,6)	3,3 (3,3)	3,6 (3,5)	3,6 (3,6)

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen för 2018 enligt IMF. KIX-vikter avser vikter i Riksbankens kronindex (KIX) för 2019.

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

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

	2017	2018	2019	2020	2021
Styrränta i omvärlden, procent	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,2)	0,0 (0,2)	0,0 (0,3)
Råoljepris, USD/fat Brent	54,8 (54,8)	71,5 (71,5)	62,9 (64,3)	57,2 (59,5)	56,4 (58,5)
Svensk exportmarknad	5,3 (5,0)	3,4 (3,3)	3,2 (3,4)	3,5 (3,6)	3,4 (3,4)

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

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

Tabell 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 6. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

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

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

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

* Skillnad i ökningstakt mellan arbetskostnad per timme, NR och timlön, NR, procentenheter

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.



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

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK.
ISSN 2000-1932 (online)