

Penningpolitisk rapport

Februari 2018



Rättelse 16 februari 2018

Layoutfel i diagram 1:9. Felet har korrigerats i denna version.

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 13 februari 2018. Rapporten går att ladda ned i pdf format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se där det också finns mer information om Riksbanken.

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

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISK STRATEGI

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

BESLUTSPROCESSEN

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

PRESENTATION AV PENNINGPOLITISKT BESLUT

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

Innehåll

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar 5

Goda konjunkturutsikter både i Sverige och omvärlden 5

Den aktuella penningpolitiken 8

Osäkerhet och risker 10

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden 14

Utvecklingen internationellt 14

Finansiella förhållanden i Sverige 16

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget 18

Inflation i Sverige 18

Global och svensk konjunktur 19

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna 23

Omvärlden 23

Sverige 25

FÖRDJUPNING – Minskat bostadsbyggande dämpar BNP-tillväxten 30

Tabeller 33

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Den globala konjunkturen stärks alltmer och i Sverige är tillväxten hög, arbetsmarknaden stark och inflationen nära målet på 2 procent. Sedan det penningpolitiska mötet i december har utvecklingen i omvärlden varit i linje med Riksbankens prognoser. Den samlade bilden av konjunkturutsikterna för Sverige är också i stort sett oförändrad även om inflationen väntas bli något lägre det närmaste året. KPIF-inflationen väntas vara nära 2 procent från 2019.

Det har tagit lång tid och krävts en mycket låg ränta och omfattande tillgångsköp för att få inflationen och inflationsförväntningarna tillbaka till 2 procent. Nya utfall för inflation och löner indikerar att det underliggande inflationstrycket är lägre jämfört med bedömningen i december och inflationsprognosen är därför något nedreviderad. För att inflationen framöver ska stabiliseras nära målet är det viktigt att konjunkturen fortsätter att vara stark och sätter avtryck i prisutvecklingen och att kronan inte stärks för snabbt. Därför behöver penningpolitiken vara fortsatt expansiv. Direktionen har mot denna bakgrund beslutat att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen fortsätter tills vidare. Prognosen för reporäntan är oförändrad sedan december och indikerar att långsamma höjningar av reporäntan inleds under andra halvåret. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Goda konjunkturutsikter både i Sverige och omvärlden

Konjunkturen i omvärlden har fortsatt att stärkas i linje med bedömningen i december. Den senaste tidens nedgångar på aktiemarknaderna ändrar inte bilden av att konjunkturutsikterna är goda. Förtroendet bland hushåll och företag är på höga nivåer. Speciellt inom euroområdet ser utsikterna bättre ut än på länge. Den globala tillväxten väntas bli något högre i år än i fjol, men dämpas successivt under prognosperioden. Den senaste tidens stigande råvarupriser gynnar framväxande ekonomier som Ryssland och Brasilien, som under senare år har haft en mycket svag BNP-utveckling.

Sammanvägt med vikterna i kronindex (KIX) växer BNP i omvärlden med cirka 2,5 procent per år i genomsnitt under prognosperioden.

Lågt inflationstryck i omvärlden

I flera av de ekonomier som betyder mest för Sverige, exempelvis euroområdet och USA, är resursutnyttjandet nära eller något över normala nivåer. Trots det är den underliggande inflationen fortfarande låg, bland annat till följd av att det tar tid innan det stigande resursutnyttjandet påverkar löner och inflation. Det högre oljepriset bedöms dock hålla uppe den aggregerade inflationen på kort sikt.

Den allt starkare konjunkturen bidrar till att den sammanlagda KIX-vägda inflationen i omvärlden bedöms stiga, om än

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Konjunkturen i omvärlden fortsätter att stärkas samtidigt som det globala inflationstrycket är dämpat.
Det har skett en viss förskjutning i marknadsaktörernas förväntningar vad gäller omvärldens penningpolitik, i något mindre expansiv riktning.
Kronans växelkurs stärks i långsam takt framöver.
Stark svensk tillväxt och arbetsmarknad, resursutnyttjandet fortsatt högre än normalt.
Inflationen väntas visserligen bli något lägre det närmaste året men är nära målet från 2019. Inflationsförväntningarna på både kort och lång sikt är nära 2 procent.
Slutsats: För att inflationen ska stabiliseras nära målet på 2 procent behöver penningpolitiken vara fortsatt expansiv. Reporäntan behålls på -0,50 procent och återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar fortsätter.

Tabell 1:2.

Viktiga prognosrevideringar
Löneökningstakten, och därmed kostnadstrycket, väntas bli lägre de kommande åren.
Inflationen nedreviderad, främst 2018, till följd av lägre utfall än väntat och att kostnadstrycket bedöms stiga långsammare.

i måttlig takt under prognosperioden, från strax under till strax över 2 procent.

Långsam normalisering av penningpolitiken i omvärlden

Att inflationstrycket i omvärlden fortfarande är dämpat talar för att normaliseringen av penningpolitiken i omvärlden kommer att ske långsamt.

I USA behölls styrräntan oförändrad i januari och prognoserna från ledamöterna i den penningpolitiska kommittén pekar på ungefär tre räntehöjningar 2018 och ytterligare två per år 2019 och 2020. I oktober 2017 inleddes en långsam nedtrappning av centralbankens tillgångsinnehav. Enligt prissättningen på marknaden förväntas något snabbare räntehöjningar de kommande åren jämfört med förväntningarna i december.

Den europeiska centralbanken (ECB) har kommunicerat att nettotillgångsköpen kommer att fortsätta åtminstone till och med september 2018, men takten i tillgångsköpen har minskat efter årsskiftet. ECB har också uttryckt att viktiga styrräntor förväntas ligga kvar på nuvarande nivåer långt efter att nettoköpen av tillgångar har avslutats. Kommunikationen från enskilda direktionsledamöter har gjort att marknadsaktörer reviderat ned sannolikheten för ytterligare tillgångsköp efter september. Många marknadsaktörer förväntar sig en första räntehöjning under första kvartalet 2019 medan andra tror att det kommer att ske senare.

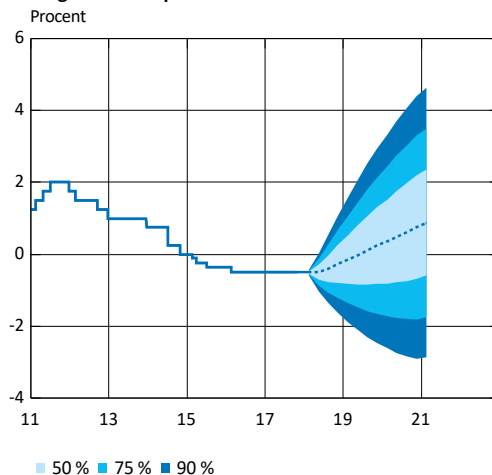
Lägre bostadsinvesteringar dämpar svensk tillväxt 2019

Det finns flera faktorer som bidrar till en fortsatt god BNP-tillväxt i Sverige det närmaste året. Tack vare de ljusa tillväxtutsikterna i euroområdet ökar efterfrågan på svensk export stabilt. Hushållens konsumtion fortsätter att öka ungefär i samma takt som de senaste åren. Dessutom väntas det höga kapacitetsutnyttjandet bidra till att näringslivets investeringar (exklusive bostäder) växer i stadig takt de kommande åren.

De senaste månaderna har det skett en nedgång i bostadspriserna. I december bedömde Riksbanken att bostadspriserna skulle fortsätta att falla ytterligare en tid för att sedan stabiliseras och därefter öka i måttlig takt. Utvecklingen sedan december har varit i linje med Riksbankens bedömning. Prisnedgången förväntas dämpa antalet påbörjade bostäder redan i år, men eftersom det tar tid att färdigställa bostäder väntas bostadsinvesteringarna påverkas med fördröjning och sätta ett tydligt avtryck i BNP-tillväxten framför allt 2019, se fördjupningen "Minskat bostadsbyggande dämpar BNP-tillväxten" i denna rapport.

Sammantaget är bedömningen av tillväxten i Sverige i stort sett oförändrad jämfört med i december, vilket innebär att tillväxten dämpas från nära 3 procent i år till kring 2 procent 2020 (se diagram 1:2).

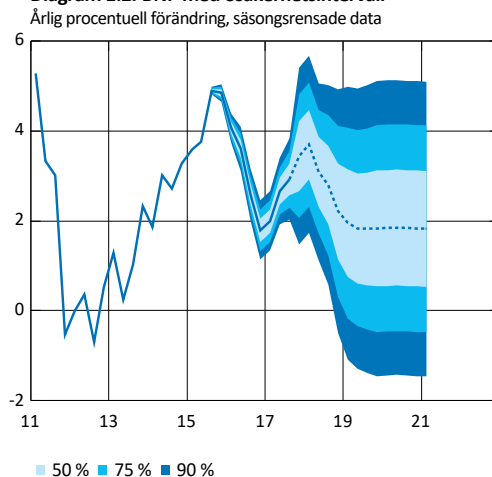
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall



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

Källa: Riksbanken

Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

Högt resursutnyttjande och arbetsmarknad med matchningsproblem

Indikatorer ger en tydlig bild av att resursutnyttjandet är högre än normalt. Exempelvis är Riksbankens sammanvägda resursutnyttjandeindikator högre än toppnivåerna från före finanskrisen. Riksbankens bedömning är att resursutnyttjandet kommer att förbli högre än normalt under hela prognosperioden.

Utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden har varit stark under flera år. Tillväxten i arbetskraften och antalet selsatta väntas dock växla ned. Arbetslösheten sjönk relativt långsamt under 2017, och Riksbankens bedömning är att den inte kommer att sjunka mycket mer under prognosperioden. Det finns sedan länge tydliga tecken på att matchningen mellan de arbetssökande och de lediga jobben fungerar dåligt.² För att minska arbetslösheten mer påtagligt de kommande åren krävs därför sannolikt strukturella förändringar som förbättrar arbetsmarknadens funktionssätt.

KPIF-inflationen något lägre det närmaste året

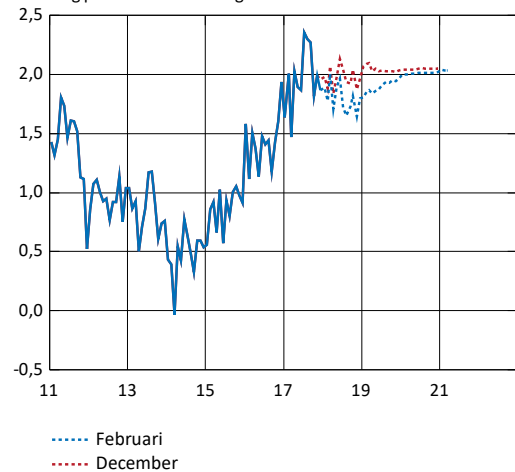
KPIF-inflationen var i genomsnitt 2,0 procent under 2017, det vill säga helt i linje med inflationsmålet (se diagram 1:3). Att KPIF-inflationen har stigit till en nivå nära målet beror delvis på att ökningstakten i energipriserna har tilltagit. Men inflationsuppgången beror också till en stor del på att tjänstepriserna har ökat snabbare än tidigare. En viktig förklaring till detta är den starka konjunkturen i Sverige, eftersom tjänstepriserna i stor utsträckning påverkas av inhemsk efterfrågan.

Ökningstakten i tjänstepriserna har sjunkit de senaste månaderna, vilket har bidragit till att bedömningen av det underliggande inflationstrycket har reviderats ned något. Därtill har utfall för löneökningarna blivit lägre än väntat sedan bedömningen i december och löneprognosen är nedreviderad. Bilden kvarstår därmed att löneökningstakten blir måttlig framöver, trots det höga resursutnyttjandet. En förklaring är den svaga produktivitetensutvecklingen såväl i Sverige som internationellt de senaste åren.³ Jämfört med i december är också prognosen för tillväxten i produktiviteten något nedjusterad. Den svagare löneutvecklingen gör dock att kostnadstrycket, i termer av arbetskostnader per producerad enhet, ändå bedöms öka lite långsammare de kommande åren. Sammantaget är inflationsbedömningen något lägre det närmaste året (se diagram 1:4 och 1:5).

Det finns trots allt goda förutsättningar för att inflationen framöver ska vara nära målet. Det starka konjunkturläget verkar med fördröjning på företagens prissättning och Riksbanken bedömer att företagen under prognosperioden har större möjligheter än tidigare att föra över sina kostnads-

Diagram 1:4. KPIF

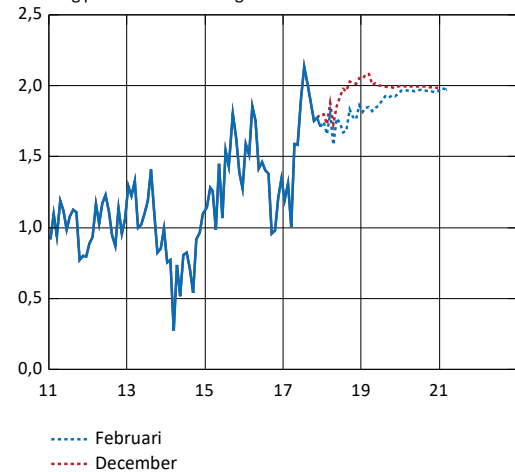
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:5. KPIF exklusive energi

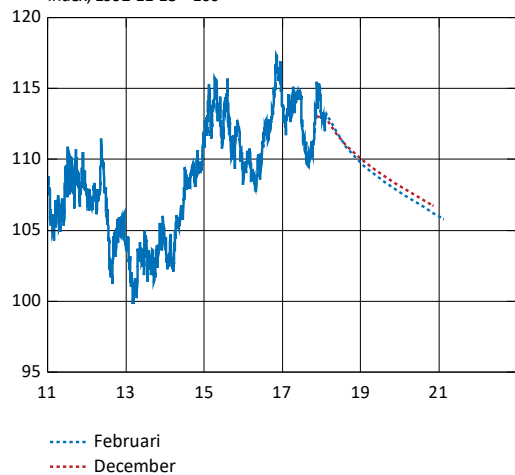
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:6. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100



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

Källor: Nationella källor och Riksbanken

² Se exempelvis Håkansson, C. "En tudelad arbetsmarknad – om matchningen på den svenska arbetsmarknaden efter den ekonomiska krisen", Penning- och valutapolitik nr 2 2014, Sveriges riksbank.

³ Se fördjupningen "Stark konjunktur men dämpade löneökningar" i Penningpolitisk rapport juli 2017.

ökningar till konsumentpriserna. Inflationen dämpas visserligen av att kronans växelkurs fortsätter att stärkas framöver (se diagram 1:6). Men priserna i omvärlden bedöms samtidigt stiga något snabbare och tillsammans med det höga resursutnyttjandet i Sverige väntas detta motverka de negativa effekterna på inflationen av att kronutvecklingen dämpar importpriserna. Sammantaget förväntas KPIF-inflationen vara nära 2 procent från 2019.

Den aktuella penningpolitiken

Med en negativ styrränta och omfattande köp av statsobligationer är Riksbankens penningpolitik ovanlig i ett historiskt perspektiv. Syftet med den expansiva penningpolitiken är att inflationen ska stabiliseras runt målet på 2 procent och att inflationsförväntningarna ska vara förenliga med inflationsmålet.

Penningpolitiken har haft ett tydligt genomslag på korta och långa marknadsräntor och på kronans växelkurs.⁴ Sedan 2014 har inflationen stigit och under det senaste året har den varit nära målet. Inflationsförväntningarna har också stigit, på både kort och lång sikt, och är åter nära 2 procent. Konjunktturen är stark och arbetslösheten har fallit tillbaka. Penningpolitiken har varit betydelsefull för denna utveckling.

Inflationen nära målet med en expansiv penningpolitik

Den globala konjunktturen stärks alltmer och i Sverige är tillväxten hög, arbetsmarknaden stark och inflationen nära målet på 2 procent. Sedan det penningpolitiska mötet i december har utvecklingen i omvärlden varit i linje med Riksbankens prognoser. Den samlade bilden av konjunkturutsikterna för Sverige är också i stort sett oförändrad även om inflationen väntas bli något lägre det närmaste året. Nya utfall för inflation och löner har varit svagare än väntat vilket indikerar att det underliggande inflationstrycket kommer att vara något lägre under en tid jämfört med bedömningen i december. Inflationsprognosen är således något nedreviderad, främst under 2018. Men KPIF-inflationen väntas vara nära 2 procent från 2019. Och inflationsförväntningarna på både kort och lång sikt ligger nära 2 procent vilket kan tolkas som att aktörerna i svensk ekonomi har förtroende för inflationsmålet.

Det har tagit lång tid och krävts en mycket låg ränta och omfattande tillgångsköp för att få inflationen och inflationsförväntningarna tillbaka till 2 procent. För att inflationen även framöver ska vara nära målet är det viktigt att konjunktturen fortsätter att vara stark och sätter avtryck i prisutvecklingen. Därför behöver penningpolitiken vara fortsatt expansiv. Direktionen har mot denna bakgrund beslutat att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent.

Prognosen för reporäntan är oförändrad sedan december och indikerar att långsamma höjningar av reporäntan inleds

⁴ Se fördjupningen "Penningpolitikens effekt på finansiella variabler" i Penningpolitisk rapport april 2017.

under andra halvåret i år (se diagram 1:7). Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken innebär att återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen ska fortsätta tills reporäntan höjts till en lämplig nivå.⁵

Riksbankens innehav av statsobligationer uppgick i slutet av januari till drygt 310 miljarder kronor i nominellt belopp (se diagram 1:8). I innehavet ingår, utöver de köp som skett sedan 2015, även den portfölj som byggdes upp under 2012 samt återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar. Tills vidare återinvesteras förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen. Vid det penningpolitiska mötet i december beslutade direktionen att tidigarelägga återinvesteringarna av de stora förfall som sker under första halvåret 2019. För att bibehålla sin närvaro i marknaden och uppnå en relativt jämn köptakt inledde Riksbanken återinvesteringarna redan i januari och dessa kommer att pågå fram till och med första halvåret 2019 (se diagram 1:9). Detta innebär att Riksbankens innehav av statsobligationer kommer att öka tillfälligt under 2018 och början av 2019 (se diagram 1:8).

Den förda penningpolitiken är, precis som på flera andra håll i världen, expansiv och kommer att förbli så de kommande åren. Den reala reporäntan väntas till exempel vara negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:10). Penningpolitiken kommer som vanligt att anpassas efter hur konjunkturen och inflationen utvecklas. Om det behövs kan penningpolitiken göras ännu mer expansiv, till exempel genom att Riksbankens innehav av statsobligationer utökas ytterligare, att reporäntan sänks på nytt eller att höjningar av reporäntan senareläggs.

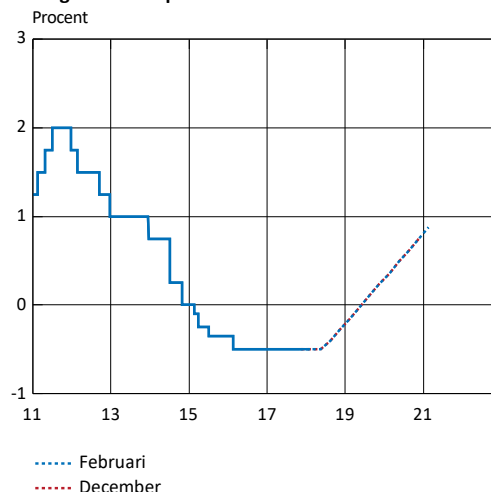
Penningpolitiska överväganden

För att inflationen ska stabiliseras nära målet är det viktigt att konjunkturen fortsätter att vara stark och sätter avtryck i prisutvecklingen. Penningpolitiken behöver därför vara fortsatt expansiv och reporäntan lämnas nu oförändrad på -0,50 procent. Sedan i april 2017 har prognosen för reporäntan varit oförändrad och enligt denna prognos närmar sig tidpunkten då det är lämpligt att långsamt börja höja reporäntan från dagens historiskt låga nivå. Men det är viktigt att inte inleda räntehöjningarna för tidigt. Konjunkturen är visserligen stark och inflationen har varit nära 2 procent en tid. Det finns dock faktorer som skapar osäkerhet kring inflationsutvecklingen framöver.

Å ena sidan bedöms det underliggande inflationstrycket vara lägre. KPIF-inflationen rensad för energipriser var något lägre än väntat i december. Ökningstakten i tjänstepriserna har dessutom sjunkit de senaste månaderna. Därutöver finns indikationer på att lönerna fortsätter att öka oväntat långsamt. Sammantaget har detta föranlett att inflationsprognosen reviderats ner, framför allt för det kommande året. Det

⁵ Se fördjupningen "Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport december 2017.

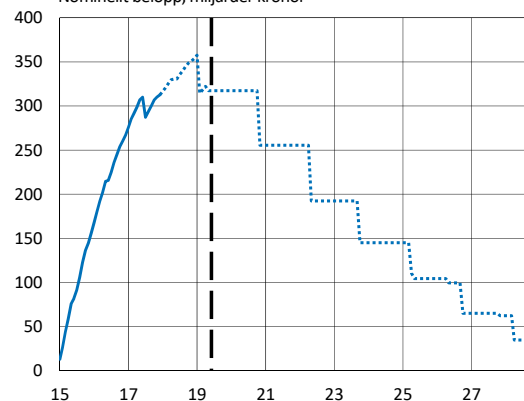
Diagram 1:7. Reporänta



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:8. Riksbankens innehav av statsobligationer
Nominellt belopp, miljarder kronor

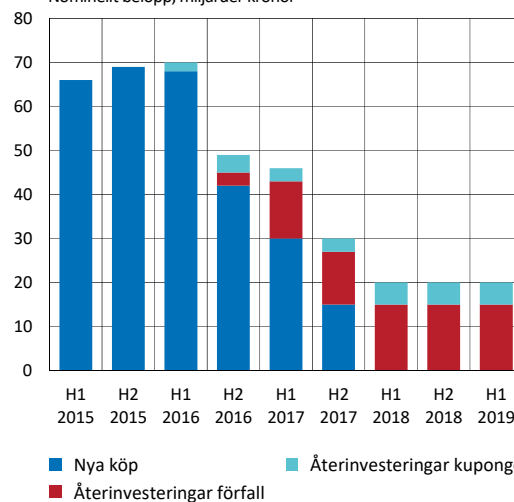


Anm. Prognos fram till juni 2019, därefter en teknisk framskrivning under antagandet att inga ytterligare återinvesteringar görs. Utvecklingen för innehavet påverkas också till viss del av obligationernas marknadspriser och vilka obligationer Riksbanken väljer att återinvestera i. Vertikala linjen markerar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

Källa: Riksbanken

Diagram 1:9. Riksbankens köp och återinvesteringar

Nominellt belopp, miljarder kronor



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

Källa: Riksbanken

svagare underliggande inflationstrycket skapar osäkerhet kring förutsättningarna för att inflationen framöver ska stabiliseras nära inflationsmålet.

Kronans utveckling är också en källa till osäkerhet. I Riksbankens prognos väntas kronan stärkas långsamt. Om förstärkningen skulle ske alltför snabbt skulle det kunna leda till att priserna på importerade varor och tjänster ökar långsammare och att efterfrågan på svensk export blir lägre. Även detta skulle göra det svårare att stabilisera inflationen nära inflationsmålet. I omvärlden är penningpolitiken fortsatt expansiv och normaliseringen väntas gå långsamt. Något som skulle kunna leda till en alltför snabb kronförstärkning är därmed om penningpolitiken i Sverige normaliseras för tidigt.

Å andra sidan ser den globala konjunkturen allt starkare ut och sedan i december har det skett en viss förskjutning i marknadsaktörernas förväntningar på penningpolitiken i omvärlden, i mindre expansiv riktning. Exempelvis förväntar sig marknadsaktörer nu fler räntehöjningar från den amerikanska centralbanken och att den europeiska centralbanken ska inleda räntehöjningar i början av 2019.

Därtill befinner sig svensk ekonomi sedan en tid i ett läge med stark konjunktur och inflation nära målet. Även om KPIF-inflationen väntas vara något under 2 procent det närmaste året är den nära målet från 2019 och inflationsförväntningarna är förenliga med inflationsmålet.

Sammantaget talar detta för att det nu är lämpligt att lämna prognosen för reporäntan oförändrad och inleda långsamma räntehöjningar under andra halvåret. Men det har tagit lång tid att få upp inflationen och inflationsförväntningarna och osäkerheten kring inflationsutvecklingen gör att penningpolitiken behöver gå försiktigt fram. I ljuset av detta skulle de osäkerhetsfaktorer som nämnts också kunna ses som argument för att något senarelägga reporäntehöjningarna. Om förutsättningarna skulle ändras har direktionen beredskap att anpassa penningpolitiken.

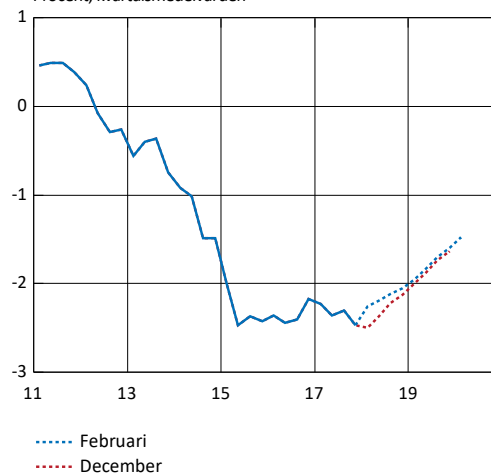
Osäkerhet och risker

Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra, vilket osäkerhetsintervallen i diagram 1:2–1:3 illustrerar. I Riksbankens prognoser är riskerna för en bättre respektive sämre utveckling i princip balanserade. Det är dock svårt att bedöma hur sannolika olika framtida händelser är och vilka konsekvenserna skulle bli om de inträffar.

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

Diagram 1:10. Real reporänta

Procent, kvartalsmedelvärden



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

Källor: SCB och Riksbanken

Sidoeffekter av penningpolitiken

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

En möjlig sidoeffekt av låga räntor är att de kan skapa incitament till ett för stort risktagande i ekonomin. Tillgångar kan bli övervärderade, risker felaktigt prissatta och olika aktörers skuldsättning kan öka på ett ohållbart sätt. Under en lång tid har uppgången i de svenska hushållens skuldsättning oroat. Många år av snabbt stigande bostadspriser och kraftigt ökad skuldsättning har gjort hushållen känsliga för både prisfall på bostadsmarknaden och stigande räntekostnader. Det är därför angeläget att på olika sätt öka hushållens motståndskraft och begränsa riskerna med hushållens höga skuldsättning.

En annan möjlig sidoeffekt är att de finansiella marknadernas funktionssätt försämras av negativ reporänta och statsobligationsköp. Men generellt sett har marknaderna så här långt kunnat hantera negativ ränta relativt friktionsfritt. Vad gäller statsobligationsköpen innebär Riksbankens köp att en relativt stor andel av stocken inte finns tillgänglig för handel på marknaden och det finns tecken på att det bidrar till att det tar något längre tid att utföra transaktioner. Men intresset för att delta i både Riksbankens och Riksgäldens auktioner har varit stort och den samlade bedömningen är att Riksbankens obligationsköp inte utgör något större problem på marknaden. Riksbanken följer utvecklingen noga, bland annat genom återkommande kontakter med berörda aktörer.

De negativa räntorna förefaller inte heller ha lett till ökad efterfrågan på kontanter; efterfrågan har tvärtom fortsatt att minska. Och det är bara en mindre del av inlåningen som sker till negativa räntor.

Därutöver skulle bankernas lönsamhet kunna minska till följd av låga och negativa räntor, något som i förlängningen skulle kunna motverka den avsedda effekten med penningpolitiken om utlåningsräntorna blir högre och utbudet av krediter lägre. De svenska bankernas lönsamhet har de senaste åren dock varit hög och stabil.

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

God konjunktur i omvärlden men osäkerhet kring inflationen

Utvecklingen i euroområdet, Sveriges viktigaste handelspartner, har fortsatt att visa styrka. Förtroendet bland hushåll och företag är mycket högt. Riksbankens tidigare prognoser har underskattat tillväxten i euroområdet, och prognoserna har successivt behövt revideras upp. Samtidigt har många av de politiska osäkerhetsfaktorerna, som präglade utvecklingen de senaste åren, minskat i styrka under fjolåret. Mot denna bakgrund kan tillväxten i omvärlden visa sig bli ännu starkare än i Riksbankens prognos.

Det är samtidigt viktigt att betona att osäkerhet återstår kring de ekonomiska effekterna av Storbritanniens utträde ur EU. Dessutom kvarstår många av de strukturella problemen i euroområdet, exempelvis rörande banksektorn.

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

Ett ytterligare osäkerhetsmoment rör den senaste tidens turbulens på världens aktiemarknader. I spåren av bland annat stark lönestatistik i USA har förväntningarna kring såväl den framtida inflationen som styrräntan stigit. En längre tids nedgång i aktiepriser skulle kunna få förtroendeeffekter och därmed dämpa den globala konjunkturen och inflationen.

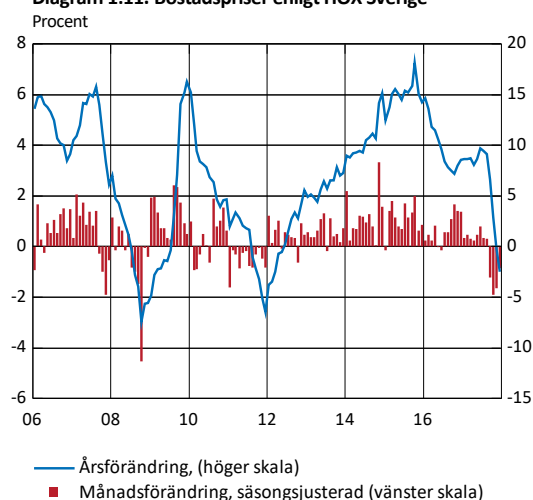
Bostadsmarknaden den största risken för tillväxten i Sverige

Riksbanken har länge diskuterat riskerna på den svenska bostadsmarknaden. De senaste månaderna har priserna fallit i Sverige (se diagram 1:11). I december gjorde Riksbanken bedömningen att priserna skulle fortsätta falla ytterligare något för att sedan stiga i måttlig takt. Utvecklingen sedan dess har stort sett varit förenlig med den bedömningen. Minskningen av bostadsinvesteringarna väntas bli relativt begränsad även om den framför allt 2019 dämpar tillväxten, se även fördjupningen "Minskat bostadsbyggande dämpar BNP-tillväxten".

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

Ett stort prisfall på den svenska bostadsmarknaden skulle alltså kunna påverka den inhemska efterfrågan negativt. I normalfallet skulle detta dämpa inflationen i Sverige och föranleda en mer expansiv penningpolitik. Men om omvärldens förtroende för den svenska bostadsmarknaden och de

Diagram 1:11. Bostadspriser enligt HOX Sverige



Källor: Valueguard och Riksbanken

svenska bankerna samtidigt skulle komma i gungning kan detta bland annat leda till att kronan försvagas och inflationen blir högre än annars. Hur penningpolitiken i slutänden då reagerar beror på de sammantagna konjunktur- och inflationsutsikterna.

Osäkerhet kring inflationsprognosen

Som beskrivs ovan kan inflationen i omvärlden bli såväl högre som lägre än i Riksbankens prognos. Historiska samband talar starkt för att en lägre inflation i omvärlden allt annat lika leder till lägre inflation även i Sverige, och tvärtom när inflationen i omvärlden blir högre.⁶

Förändringarna i kronans växelkurs är som alltid svåra att prognostisera. I Riksbankens prognos förutspås en långsam förstärkning av kronan. En snabbare kronförstärkning skulle dämpa importpriserna, vilket skulle göra det svårare att stabilisera inflationen kring målet. Problemen skulle kunna bli särskilt allvarliga om förtroendet för inflationsmålet på nytt försvagas och inflationsförväntningarna på nytt sjunker.

Att ökningstakten i tjänstepriserna de senaste månaderna har dämpats illustrerar osäkerheten kring styrkan i den underliggande inflationen. Löneutvecklingen i den svenska ekonomin har varit påfallande svag i förhållande till konjunkturläget de senaste åren.⁷ Riksbanken och andra bedömare har under en förhållandevis lång tid överskattat lönetillväxten. Det går inte att utesluta att de faktorer som hållit tillbaka löneökningarna de senaste åren är mer bestående och att lönetillväxten framöver inte ökar på det sätt som Riksbanken väntar sig. En av dessa faktorer är att utbudet av arbetskraft ökat kraftigt. På senare tid finns det tecken på att etableringen på den svenska arbetsmarknaden för nyanlända går snabbare än den gjort tidigare.⁸ Det skulle kunna medföra att utbudet av arbetskraft ökar snabbare än beräknat, vilket kan ha en ytterligare dämpande effekt på löneutvecklingen.

Sammantaget innebär Riksbankens prognos att löneökningstakten väntas bli förhållandevis måttlig de kommande åren, och lägre än vad de historiska sambanden med resursutnyttjandet indikerar. Skulle löneutvecklingen bli ännu svagare är det troligt att även företagets kostnader utvecklas mer dämpat och att inflationen därmed blir lägre.

Riksbanken bedömer att det krävs ett fortsatt högt resursutnyttjande i svensk ekonomi för att säkerställa att inflationen stabiliseras nära 2 procent. Resursutnyttjandet bedöms vara högre än normalt under hela prognosperioden och det finns en risk för att detta leder till en starkare uppgång i löner och inflation än vad Riksbanken räknat med. En starkare uppgång skulle vara mer i linje med de historiska sambanden.⁹

Risker med för låg inflation

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

Om inflationen under lång tid ligger under inflationsmålet ökar risken för att aktörerna i ekonomin anpassar sina förväntningar och börjar ställa in sig på att inflationen inte ens på längre sikt kommer att nå tillbaka till målet. Det skulle bland annat försämra lönebildningen. Med en inflation och inflationsförväntningar som mer varaktigt ligger under målet kommer också den nominella räntan i genomsnitt att bli lägre. Då ökar risken för att reporäntan ska slå i sin nedre gräns, på samma sätt som om inflationsmålet skulle sänkas. Detta innebär att Riksbanken får ett minskat utrymme att sänka reporäntan i framtiden, om inflationen blir låg eller om konjunkturen sviktar. En alltför låg inflation kan dessutom göra det svårt att anpassa real-lönerna mellan individer i ett företag och mellan olika branscher, eftersom de nominella lönerna vanligtvis stiger och sällan sänks. Detta kan leda till att arbetsmarknaden fungerar sämre och att arbetslösheten blir högre.

⁶ Se exempelvis J. Lindé och A. Reslow, "Tar svenska prognosmakare tillräcklig hänsyn till Sveriges omvärldsberoende?", Penning- och valutapolitik nr 2 2017, Sveriges riksbank.

⁷ Se fördjupningen "Stark konjunktur men dämpade löneökningar" i Penningpolitisk rapport juli 2017.

⁸ Registerdata från Statistiska centralbyrån för 2016 visar att kommunmottagna flyktingar som varit i Sverige i två år eller längre nu kommer i arbete i en snabbare takt.

⁹ Se även fördjupningen "Är aktiviteten i den svenska ekonomin för hög?" i Penningpolitisk rapport oktober 2017.

Det finns därmed ett antal faktorer som skulle kunna leda till både lägre och högre inflation än vad som nu antas. Nedåtriskerna bedöms dock i dagsläget förtjäna särskilt stor uppmärksamhet, och Riksbanken har mot den bakgrunden fortsatt beredskap att göra penningpolitiken mer expansiv om ett sådant behov skulle uppstå. Alla de verktyg som Riksbanken har redogjort för tidigare kan i det läget användas.

Viktigt med skärpt amorteringskrav, men huvudproblemet är att bostadsmarknaden fungerar dåligt

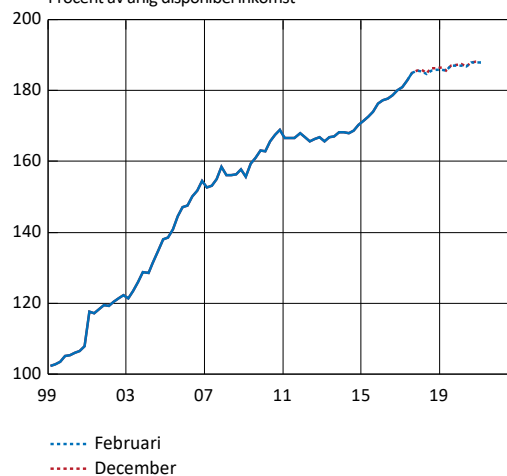
Hushållens höga skuldsättning gör deras efterfrågan känslig för fallande bostadspriser och stigande räntekostnader.¹⁰ Flera olika åtgärder behövs för att stärka hushållens motståndskraft. Den dämpade utvecklingen av bostadspriserna förväntas visserligen göra att hushållens skuldsättning ökar långsammare än tidigare men deras skuldkvot är fortfarande hög och stigande (se diagram 1:12).

När det gäller makrotillsynsåtgärder välkomnar Riksbanken Finansinspektionens beslut om ett skärpt amorteringskrav, som träder i kraft i mars 2018. Detta kommer att bidra till att hushållens motståndskraft ökar något.

Samtidigt kvarstår de grundläggande orsakerna till att hushållens skuldsättning har blivit så hög. Dessa har att göra med långsiktiga strukturella problem på den svenska bostadsmarknaden. Det är därför angeläget att regeringen vidtar åtgärder inom bostadspolitiken och skattepolitiken för att minska riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Politikerna behöver ta ett helhetsgrepp och se över till exempel hyresställningssystemet, beskattningen av kapitalvinster vid bostadsförsäljningar samt fastighetsskatten och ränteavdragen.

Diagram 1:12. Hushållens skulder

Procent av årlig disponibel inkomst



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

Källor: SCB och Riksbanken

¹⁰ Se fördjupningen "Hur påverkas hushållen av stigande räntor?" i Penningpolitisk rapport december 2017.

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Sedan den penningpolitiska rapporten i december förväntar sig marknadsaktörer snabbare styrräntehöjningar från en del centralbanker och statsobligationsräntor har stigit i såväl Sverige som omvärlden. De högre räntorna är ett resultat av marknadsförväntningar om fortsatt goda tillväxtutsikter och högre inflation samt kommunikation från en del centralbanker. Aktiemarknaderna har sjunkit sedan slutet av januari, delvis mot bakgrund av förväntningar om högre styrräntor. I Sverige möter hushåll och företag fortsatt låga räntor samtidigt som kredittillväxten förblir hög. Kronan är något svagare jämfört med Riksbankens prognos i december.

Utvecklingen internationellt

Förväntningar om räntehöjningar har stigit

I samband med det penningpolitiska mötet i januari lämnade den europeiska centralbanken (ECB) styrräntorna oförändrade. Nettotillgångsköpen kommer att fortsätta åtminstone till och med september 2018, men sedan årsskiftet är köptakten lägre än under 2017. Marknadsaktörers förväntningar om styrräntehöjningar har stigit sedan december. Kommunikation från enskilda ledamöter om bland annat framtidsutsikterna för köpprogrammet samt förväntningar om en fortsatt god konjunktur har bidragit till denna utveckling. Enligt marknadsprissättningen kan en höjning av inlåningsräntan komma att ske under första halvåret 2019 (se diagram 2:1).

Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, behöll intervallet för styrräntan oförändrat i samband med det penningpolitiska mötet i januari. Samtidigt fortsätter nedtrappningen av centralbankens tillgångsinnehav som inleddes i oktober förra året genom att återinvesteringar av förfall gradvis minskar. Detta görs genom att endast den del av förfallen som överskrider ett visst tak återinvesteras. Taket för det belopp som inte återinvesteras per månad utökas varje kvartal med 10 miljarder dollar tills det uppgår till 50 miljarder. Sedan januari i år är taket 20 miljarder per månad varav mer än hälften avser innehav i statsobligationer.

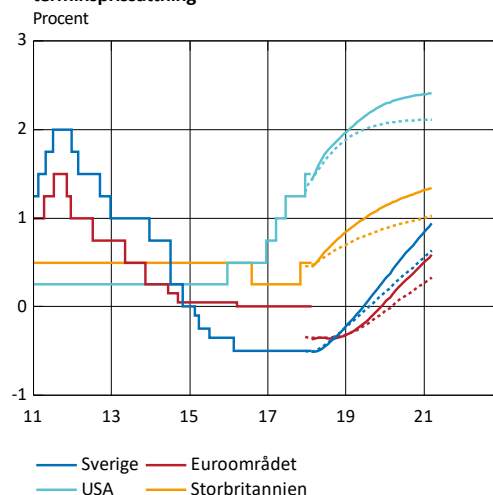
Medianprognosen från ledamöterna i den penningpolitiska kommittén indikerade i december ungefär tre räntehöjningar, med 0,25 procentenheter varje gång, under 2018 och två räntehöjningar per år under de två efterföljande åren.

Tabell 2:1.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i december 2017

Marknadsaktörer förväntar sig snabbare styrräntehöjningar.
Statsobligationsräntorna har stigit i både Sverige och omvärlden.
Kronan är ungefär oförändrad i konkurrensvägda termer.
Aktieindex har sjunkit i både Sverige och omvärlden.
Utlåningsräntorna för hushåll och företag är oförändrade.
Kreditväxten till hushåll är fortsatt hög.
Icke-finansiella företagens upplåning har ökat.

Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan (för euroområdet referäntan). Heldragna linjer är skattade 2018-02-09, streckade linjer är skattade 2017-12-18.

Källor: Nationella centralbanker, Thomson Reuters och Riksbanken

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.



Förväntningarna om styrräntehöjningar i USA, enligt prissättningen på marknaden, har stigit sedan december (se diagram 2:1). Delvis beror detta på högre löneökningar än väntat och kommunikation från centralbanken om fler räntehöjningar. Prissättningen indikerar dock färre räntehöjningar under 2019–2020 än centralbankens bedömning.

I samband med den första styrräntehöjningen på tio år i november 2017 kommunicerade den brittiska centralbanken att fortsatta räntehöjningar kommer att ske gradvis och i begränsad utsträckning. Vid det penningpolitiska mötet i februari behölls styrräntan oförändrad, men Bank of England framhöll behovet av en något mindre expansiv penningpolitik jämfört med bedömningen i november. Även i Storbritannien har förväntningarna på räntehöjningar stigit sedan i december (se diagram 2:1).

Sammanfattningsvis har marknadsförväntningar om styrräntehöjningar, från de större centralbankerna, stigit jämfört med i december. Marknadsaktörernas samlade bild fortsätter dock vara att normaliseringen av penningpolitiken kommer att ske i långsam takt. Den globala penningpolitiken förblir därmed expansiv.

Högre statsobligationsräntor

Räntorna på statsobligationsmarknaderna i omvärlden har stigit, framför allt efter årsskiftet (se diagram 2:2 och 2:3). Ränteuppgången kan till stor del förklaras av att marknadsaktörernas styrränteförväntningar stigit till följd av centralbankernas kommunikation, fortsatt goda tillväxtutsikter och stigande råvarupriser. Oväntat höga löneökningar i USA har också bidragit till utvecklingen.

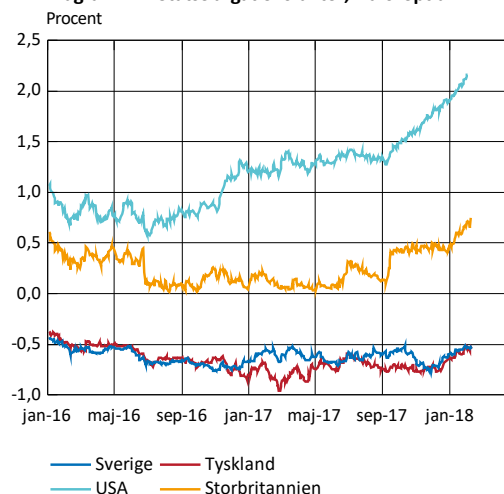
I de europeiska länderna har skillnaden mellan olika länders statsobligationsräntor och de tyska motsvarigheterna minskat (se diagram 2:4). Den makroekonomiska utvecklingen, starkare offentliga finanser och minskad politisk risk har bidragit till detta.

Lägre aktiepriser och svagare dollar

Det nya året inleddes med uppgångar på aktiemarknaderna som nådde historiskt höga nivåer i slutet av januari (se diagram 2:5). Effekterna av skattereformen för företagen i USA och goda tillväxtutsikter globalt samt bolagsrapporter i linje med eller över förväntningarna bidrog till denna utveckling. Sedan slutet av januari har dock aktiepriserna sjunkit, delvis till följd av förväntningar om högre styrräntor. Nedgångarna på aktiemarknaderna har också medfört att den förväntade volatiliteten har stigit. På kreditmarknaderna har räntorna utvecklats på ungefär samma sätt som motsvarande statsobligationsräntor.

Den amerikanska dollarn försvagades fram till slutet av januari mot de flesta valutor och stärktes sedan i samband med nedgången på aktiemarknaderna. Sammantaget har dollarn försvagats med ungefär 3 procent i handelsvägda termer sedan den penningpolitiska rapporten i december.

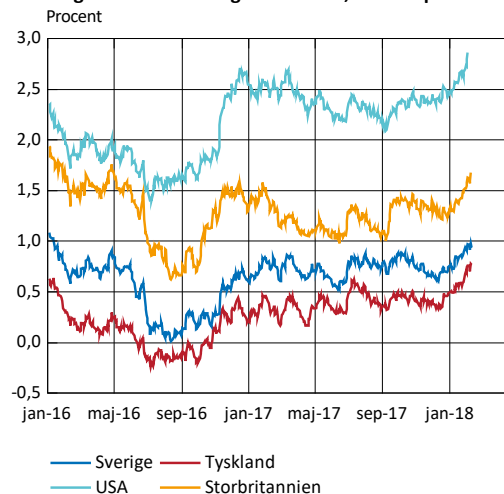
Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 2 års löptid



Anm. Nollkupongräntor beräknade från statsobligationer.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

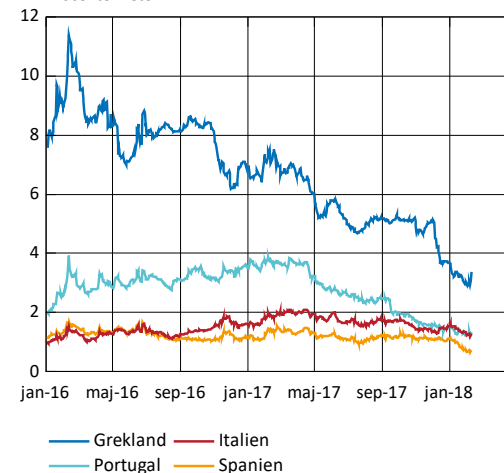
Diagram 2:3. Statsobligationsräntor, 10 års löptid



Anm. Nollkupongräntor beräknade från statsobligationer.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

Diagram 2:4. Skillnad i statsobligationsränta mot Tyskland



Anm. Statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.

Källa: Macrobond

Finansiella förhållanden i Sverige

Marknadsförväntningarna är i linje med reporäntebanan

Inför det penningpolitiska mötet i december hade förväntningarna på framtida reporäntehöjningar enligt marknadsprissättningen sjunkit. Riksbankens beslut att inte ändra reporäntebanan och marknadsaktörers tolkning av Riksbankens kommunikation har sedan dess bidragit till att förväntningarna åter stigit något och är i linje med reporänteban (se diagram 2:1). Marknadsaktörernas förväntningar på styrräntan enligt enkätundersökningar är dock något högre (se diagram 2:6).

Högre räntor och lägre aktiepriser

Sedan det penningpolitiska mötet i december har svenska statsobligationsräntor stigit i linje med den internationella utvecklingen (se diagram 2:2 och 2:3). På kreditmarknaderna har räntorna på säkerställda obligationer och företagsobligationer utvecklats ungefär som statsobligationsräntorna. De senaste månadernas sjunkande bostadspriser tycks inte ha lett till någon ökad riskpremie för bostadsobligationer (se diagram 2:7).

Den svenska börsen har följt den internationella utvecklingen med uppgångar kring årsskiftet och nedgångar sedan slutet av januari (se diagram 2:5).

Riksbankens obligationsköp bedöms fungera tillfredställande

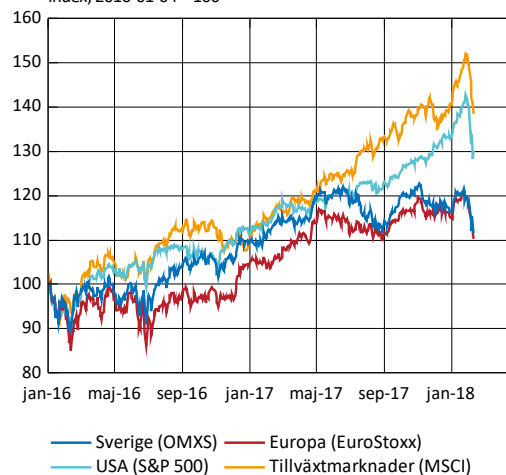
Riksbankens obligationsköp har bidragit till lägre marknadsräntor, inte minst lägre räntor på statsobligationer. Köpen har således bidragit till penningpolitikens expansivitet. Intresset för att delta i Riksbankens omvända auktioner har varit stort. Under helåret 2017 inkom bud för i genomsnitt 3,2 gånger så hög volym som Riksbanken erbjudit sig att köpa, vilket är högre än genomsnittet sedan obligationsköpen inleddes 2015. Intresset att delta i Riksgäldens auktioner har också varit högt under perioden. Riksbanken har således kunnat utföra sitt penningpolitiska uppdrag och Riksgälden har kunnat fullfölja sitt uppdrag att förvalta statskulden.

När Riksbanken köper statsobligationer minskar dock den volym som är tillgänglig för handel på marknaden, vilket kan påverka marknads sätt att fungera. Exempelvis kan det innebära att återförsäljare endast vill erbjuda slutplaceringar i mindre poster och att det därför tar längre tid för investerare att köpa eller sälja större poster statsobligationer.

Riksbanken följer utvecklingen noga genom analys av kvantitativa data och genom sammanställning av kvalitativ information insamlad genom Riksbankens upparbetade kanaler. Den sammantagna bedömningen är att Riksbankens obligationsköp fungerar tillfredsställande.

Diagram 2:5. Börsutveckling i lokal valuta

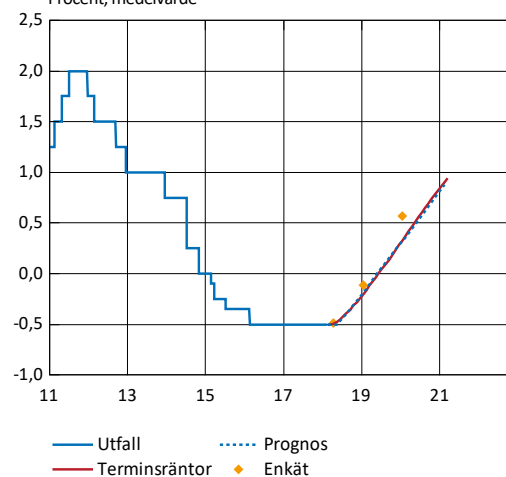
Index, 2016-01-04 = 100



Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:6. Reporänta och marknadens förväntningar

Procent, medelvärde

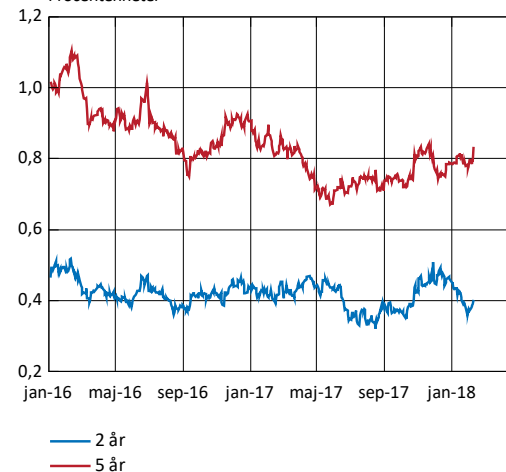


Anm. Termräntorna är skattade 2018-02-09 och är ett mått på förväntad reporänta. Enkätsvar visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer 2018-01-17.

Källor: Macrobond, TNS Sifo Prospera och Riksbanken

Diagram 2:7. Ränteskillnad mellan bostads- och statsobligationer med olika löptid

Procentenheter



Anm. Bostadsobligationsräntan och statsobligationsräntan är nollkoppingsräntor beräknade med Nelson-Siegel metoden.

Källor: Macrobond och Riksbanken

Kronan är i stort sett oförändrad sedan december

Den svenska kronan stärktes mot de flesta valutor fram till slutet av januari och försvagades sedan i samband med nedgångarna på aktiemarknaderna. Enligt marknadsaktörer berodde förstärkningen på förväntningar om snabbare reporäntehöjningar och minskad oro för utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden. Försvagningen de senaste veckorna följer mönstret att kronan ofta försvagas när volatiliteten är hög på de globala aktiemarknaderna. Kronan är i stort sett oförändrad, enligt konkurrensvägda kronindex KIX, sedan det penningpolitiska mötet i december (se diagram 4:4 och diagram 2:8). Jämfört med prognosen i december är kronan något svagare.

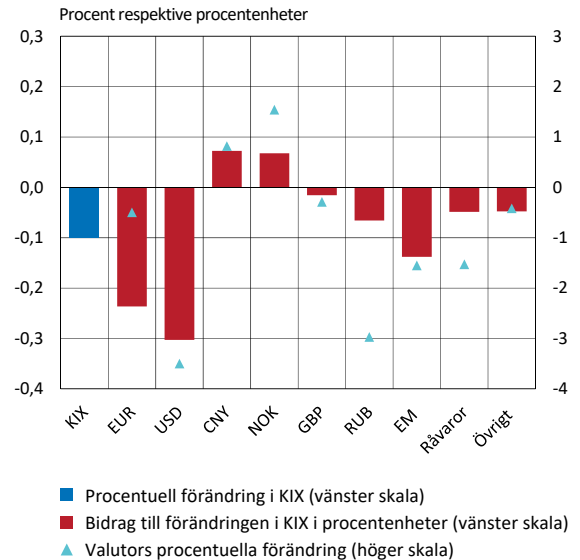
Företagens och hushållens skuldsättning ökar

Den goda ekonomiska tillväxten och en fortsatt expansiv penningpolitik har bidragit till att bankernas finansieringsvillkor och lönsamhet utvecklas gynnsamt. Förutsättningarna för hushållen och företagen att få krediter är därmed fortsatt goda. Hushållens banklån fortsätter att öka i hög takt och snabbare än inkomsterna. Kreditillväxten var i genomsnitt 7 procent under fjolåret. Banklån utgör fortfarande den primära finansieringskällan för svenska företag även om värdepappersupplåningen ökar och nu motsvarar runt en tredjedel av den totala företagsupplåningen. Den årliga tillväxttakten i värdepappersupplåningen var drygt 20 procent under de tre sista kvartalen i fjol och drevs främst av fastighetsbolag, medan tillväxttakten för bankupplåningen låg kring 4,5 procent under samma period (se diagram 2:9).

Sedan reporäntan för första gången sänktes under noll i februari 2015 har utlåningsräntorna till hushållen och företagen sjunkit något mindre än reporäntan. Den genomsnittliga bolåneräntan för nya avtal har i genomsnitt varit kring 1,6 procent sedan mitten av 2015. Genomsnittsräntan för nya banklån till icke-finansiella företag har samtidigt uppgått till cirka 1,4 procent (se diagram 2:10). De genomsnittliga inlåningsräntorna till hushåll och företag har varit i stort sett oförändrade sedan mitten av 2015 och ligger nära noll.¹¹ Sammantaget har genomslaget från reporäntan på in- och utlåningsräntorna varit i linje med Riksbankens förväntningar.

¹¹ De flesta finansiella företag samt vissa större icke-finansiella företag och kommuner möter negativa inlåningsräntor. Av tekniska skäl redovisas den negativa inlåningsräntan dock ofta som en avgift och syns därför inte alltid i statistiken från SCB. Inlåning till negativa räntor utgör dock en liten andel av den totala inlåningen från icke-finansiella företag. Se fördjupningen "Perspektiv på den negativa reporäntan" i Penningpolitisk rapport juli 2016.

Diagram 2:8. Förändring i KIX-växelkurser



Anm. Diagrammet visar förändring i KIX och bidrag från olika valutor mellan 2017-12-20 och 2018-02-09. EM avser Brasilien, Indien, Mexiko, Polen, Turkiet och Ungern. Råvaror avser Australien, Kanada och Nya Zeeland. Övrigt avser Danmark, Island, Japan, Schweiz, Sydkorea och Tjeckien.

Källor: Thomson Reuters och Riksbanken .

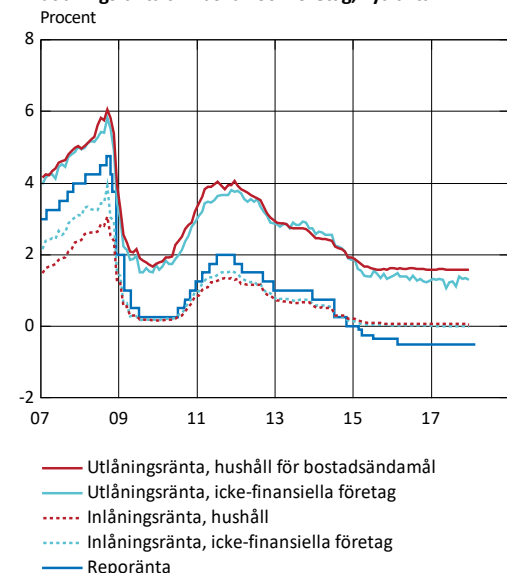
Diagram 2:9. Utlåning till hushåll och företag



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

Källa: SCB

Diagram 2:10. 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

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Företagen och hushållen både i omvärlden och i Sverige är optimistiska om konjunkturutsikterna. På kort sikt väntas höstens nedgång i bostadspriser inte påverka svensk BNP-tillväxt och arbetsmarknad i någon större utsträckning. Den svenska konjunkturen är stark med ett resursutnyttjande som är högre än normalt och inflationen har varit nära målet under det senaste året. I december var inflationen 1,9 procent enligt KPIF och rensat för energipriser var ökningstakten i KPIF 1,7 procent, vilket var något lägre än förväntat. KPIF-inflationen väntas ligga strax under 2 procent under inledningen av 2018.

Inflation i Sverige

KPIF-inflationen 1,9 procent i december

I december var inflationen 1,9 procent enligt KPIF (se diagram 3:1), vilket var något lägre än prognosen i den penningpolitiska rapporten i december. Rensat för energipriserna uppgick ökningstakten i KPIF till 1,7 procent, vilket också var något lägre jämfört med prognosen.

Ökningstakten i tjänstepriserna har sjunkit de senaste månaderna, men är fortfarande relativt hög. Priserna i tjänstesektorn påverkas i stor utsträckning av inhemska förhållanden och att dessa priser ökar snabbt ska ses i ljuset av den starka realekonomiska utvecklingen i Sverige. Under 2017 påverkades tjänstepriserna av en ny mätmetod för utrikes resor som innebär att dessa fått ett nytt säsongsmönster. Även om man bortser från priserna på utrikes resor dämpades ökningstakten i tjänstepriserna mot slutet av året (se diagram 3:2).

Ökningstakten i livsmedelspriserna har fortsatt att stiga. Varupriserna utvecklas samtidigt i en historiskt normal takt. En ökad konkurrens inom detaljhandeln har bidragit till att pressa priserna en längre tid, vilket bland annat framgår av Riksbankens företagsundersökning. Både priserna på drivmedel och el sjönk marginellt från november till december, vilket var i linje med prognosen.

Den underliggande inflationen nära 2 procent

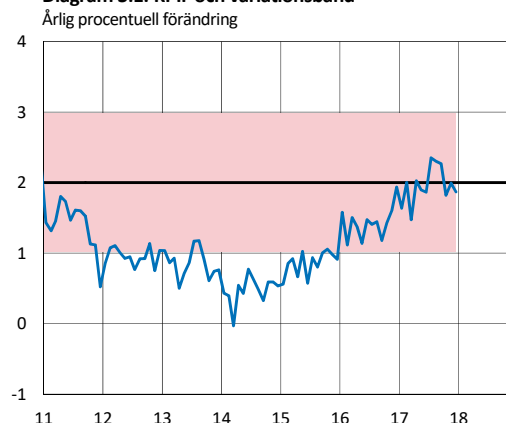
Såväl KPIF-inflationen som olika mått på den underliggande inflationen har stigit trendmässigt sedan 2014. Måtten ligger fortsatt nära 2 procent även om uppgången har dämpats något de senaste månaderna (se diagram 3:3). Efter flera år då prisökningarna varit låga i förhållande till kostnadsökningarna förefaller den starka konjunkturen nu ha gjort det lättare än tidigare för företagen att höja priserna. Att inflationen har stigit är också en följd av tidigare kronförsvagningar, som med eftersläpning bland annat påverkar priserna på livsmedel och övriga varor.

Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR december	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 2,0 procent i december.	Något lägre än väntat. KPIF-inflationen blev 1,9 procent.
BNP-tillväxten 3,6 procent fjärde kvartalet.	Indikatorer tyder på en utveckling något starkare än prognosen.
Arbetslösheten 6,6 procent det fjärde kvartalet.	Något lägre än prognosen. Arbetslösheten blev 6,5 procent.
BNP-tillväxten i euroområdet 2,5 procent fjärde kvartalet.	Något lägre än prognosen. BNP-tillväxten i euroområdet blev 2,3 procent.
BNP-tillväxten i USA 2,7 procent fjärde kvartalet.	Något lägre än prognosen. BNP-tillväxten i USA blev 2,6 procent.

Anm. PPR avser Penningpolitisk rapport. Inflationen avser årlig procentuell förändring. BNP-tillväxten avser säsongrensad kvartalsförändring i procent uppräknad 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 stora.

Källor: SCB och Riksbanken

Något lägre inflation den närmaste tiden

Inflationen väntas vara strax under 2 procent den närmaste tiden. Förväntningarna om prisökningar bland handelsföretagen ligger i stort sett i linje med ett historiskt genomsnitt enligt Konjunkturbarometern. Enligt hemmamarknadsprisindex har samtidigt ökningstakten i priserna på konsumtionsvaror i producentled, stigit under det senaste året och ligger fortsatt över sin historiska ökningstakt. Enligt importprisindex har däremot prisökningstakten på importerade konsumtionsvaror fallit och ligger nu under sitt historiska genomsnitt.

Riksbankens kortsiktsmodeller, som sammanfattar informationen i ett stort antal indikatorer, tyder på att ökningstakten i KPIF exklusive energi kommer att ligga kvar något under 2 procent under första halvåret av 2018 (se diagram 3:4). Riksbankens bedömning för denna period ligger ungefär i linje med modellprognoserna.

Prognosen för KPIF exklusive energi är något nedreviderad jämfört med prognosen i december, framför allt till följd av att inflationen blev lägre än väntat i december. Prognosen för utvecklingen av energipriserna i början av året är sammantaget i linje med decemberprognosen, vilket gör att även prognosen för ökningstakten i KPIF är något nedreviderad.

Inflationsförväntningar nära 2 procent

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

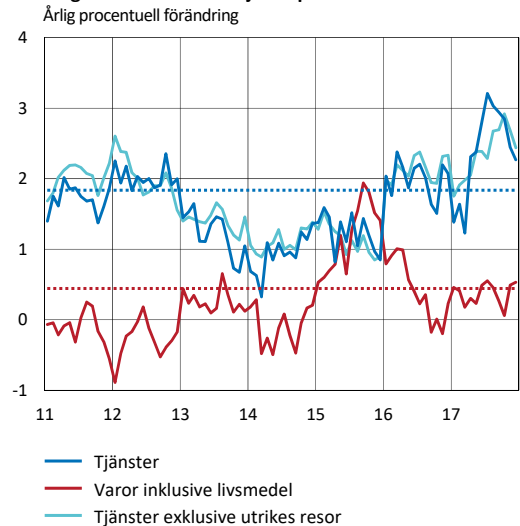
Enligt TNS Sifo Prosperas undersökning steg inflationsförväntningarna för KPI svagt i januari samtidigt som inflationsförväntningarna för KPIF, som ingått i undersökningen sedan i oktober, var oförändrade. På fem års sikt förväntar sig penningmarknadens aktörer att inflationen mätt med KPI är 2,0 procent. De långsiktiga inflationsförväntningarna för KPIF är något lägre och uppgick i januari till 1,9 procent (se diagram 3:5).

Global och svensk konjunktur

Den globala konjunkturen är stark

Konjunkturen i omvärlden fortsätter att stärkas och uppgången är bred vad gäller såväl länder som sektorer. Världshandeln med varor ökade något långsammare i oktober men återhämtade sig starkt i november. En betydande optimism bland hushåll och företag tyder på att den positiva konjunkturutvecklingen består även under inledningen av året (se diagram 3:6).

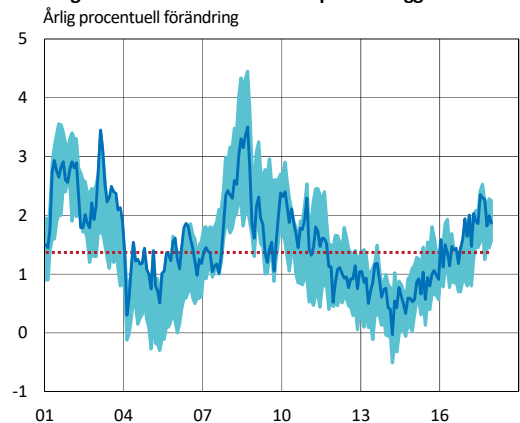
Diagram 3:2. Varu- och tjänstepriser i KPI



Anm. Varor inklusive livsmedel är en sammanvägning av aggregaten varor och livsmedel i KPI. Dessa utgör tillsammans 45 procent av KPI. Tjänstepriserna utgör 45 procent av KPI. Streckade linjer avser medelvärde sedan januari 2000.

Källor: SCB och Riksbanken

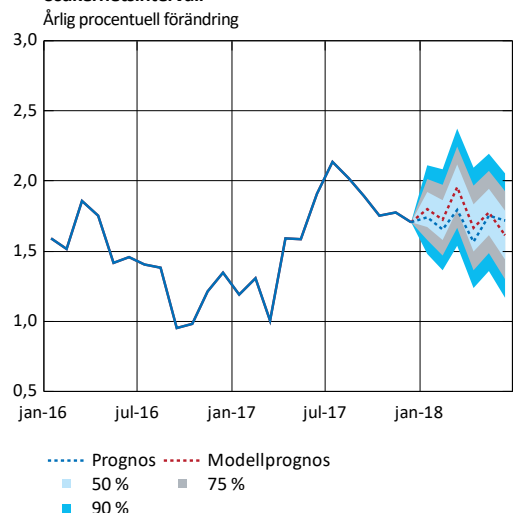
Diagram 3:3. KPIF och olika mått på underliggande inflation



Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland olika mått på underliggande inflation. De mått som inkluderas är KPIF exklusive energi, KPIF med konstant skatt, UND24, Trim85, HIKP exklusive energi och icke förädlade livsmedel, persistensviktad inflation, faktor från principalkomponentanalys och viktad medianinflation. Streckad linje avser medelvärde sedan januari 2000 för samtliga mått på underliggande inflation.

Källor: SCB och Riksbanken

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



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på modellernas historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

Den amerikanska ekonomin befinner sig i en av de längsta expansionsfaserna sedan efterkrigstiden. BNP-tillväxten uppgick det fjärde kvartalet till 2,6 procent i uppräknad årstakt. Sysselsättningsökningen i januari var i linje med vad många väntat sig och den låga arbetslösheten bestod vilket indikerar att det finns få lediga resurser på arbetsmarknaden.

I euroområdet är resursutnyttjandet ungefär normalt men stigande. BNP ökar i god takt och tillväxten under det fjärde kvartalet var 2,3 procent i uppräknad årstakt. Sysselsättningen stiger snabbt och arbetslösheten fortsätter att falla. Arbetslösheten var i december en knapp procentenhet under genomsnittet sedan 1999. I Tyskland är arbetslösheten nere på den lägsta nivån sedan tidigt 1980-tal och den faller snabbast i flera av de länder där den nu är högst. Bredare mått på arbetslöshet som inkluderar latent arbetsökande och ofrivilligt deltidsarbete tyder dock på att de lediga resurserna är större än vad det vanliga måttet visar på.

Låg inflation i omvärlden

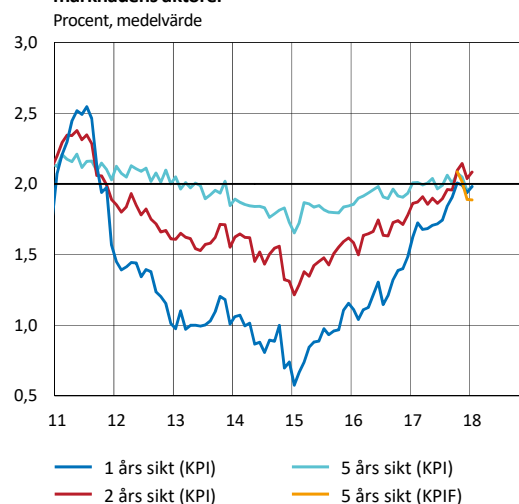
Även om tillväxten är relativt hög är inflationen i omvärlden fortsatt låg. Den senaste tidens starka uppgång i oljepriset bidrar dock till en något högre inflation på kort sikt. Inflationen i euroområdet var i januari 1,3 procent, mätt med HIKP, enligt preliminär statistik. Den underliggande inflationen, mätt med ökningstakten i HIKP exklusive energi och livsmedel, steg något under 2017 men uppgick ändå bara till 1,2 i januari i år. I USA var KPI-inflationen i december 2,1 procent medan den underliggande inflationen, mätt med prisökningstakten för PCE exklusive energi och livsmedel var oförändrad på 1,5 procent (se diagram 3:7).

Svensk BNP-tillväxt högre än normalt

Indikatorer för fjärde kvartalet tyder på att BNP-tillväxten tilltog i slutet av förra året. Såväl företag som hushåll är optimistiska och barometerindikatorn ligger kvar på höga nivåer trots att den sjunkit något de senaste månaderna (se diagram 3:8). Även månadsindikatorer för efterfrågan och produktion indikerar att BNP-tillväxten i slutet av förra året var starkare än normalt. Både industri- och tjänsteproduktionen har ökat i god takt under fjärde kvartalet medan byggproduktionen har haft en svagare utveckling.

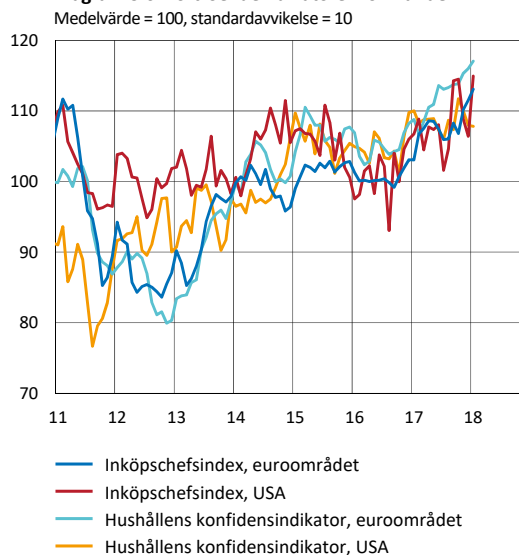
Riksbankens kortsiktiga modellprognoser, som sammanfattar informationen i ett stort antal indikatorer, tyder på en högre tillväxt än normalt under det fjärde kvartalet. Modellprognoserna indikerar en BNP-tillväxt på 3,9 procent under fjärde kvartalet, jämfört med föregående kvartal och uppräknat till årstakt (se diagram 3:9). Riksbankens prognos är i linje med modellprognosen. Under första kvartalet 2018 väntas BNP öka med 3,0 procent.

Diagram 3:5. Inflationförväntningar bland penningmarknadens aktörer



Källa: TNS Sifo Prospera

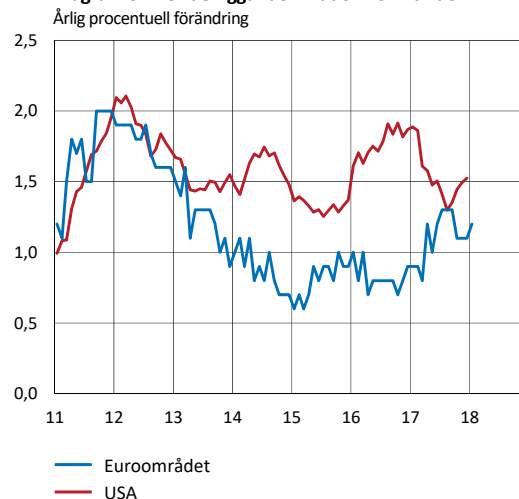
Diagram 3:6. Förtroendeindikatorer i omvärlden



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

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

Diagram 3:7. Underliggande inflation i omvärlden



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

Källor: Bureau of Economic Analysis och Eurostat

Fallande bostadspriser

Nedgången i bostadspriserna som påbörjades under hösten fortsatte i december. Bostadspriserna enligt det sammanvägda prisindexet HOX föll med 0,9 procent jämfört med november i säsongsrensade termer (se diagram 1:11). Nedgången har varit störst för bostadsrätter, i synnerhet i Stockholm. En viktig förklaring till nedgången tycks vara det ökade utbudet av nyproducerade bostadsrätter. Eftersom det tar tid att färdigställa ett påbörjat bostadsprojekt och många bostadsbyggen nu pågår väntas den stora tillströmningen av nyproducerade bostadsrätter fortgå ännu en tid och dämpa prisutvecklingen. Detta motverkas dock i stor utsträckning av att det starka konjunkturläget och låga räntor fortsätter att hålla efterfrågan på bostäder uppe. Än så länge har inte företags- och hushållsförtroendet påverkats i någon nämnvärd grad och prisnedgången väntas ha mycket begränsade effekter på BNP-tillväxten fjärde kvartalet 2017 och första kvartalet 2018.

Fortsatt gynnsam utveckling på arbetsmarknaden

I fjol var antalet varsel om uppsägning som rapporterades in till Arbetsförmedlingen på den lägsta nivån sedan 2007 och nivån på nyanmälda lediga platser var mycket hög (se diagram 3:10). Den starka efterfrågan medförde att både sysselsättningsgraden och arbetskraftsdeltagandet nådde historiskt höga nivåer (se diagram 4:9). Den stora uppgången i arbetskraften ledde till att arbetslösheten, trots den snabba sysselsättningsökningen, minskade relativt långsamt (se diagram 4:11). Det fjärde kvartalet uppgick arbetslösheten till 6,5 procent.

Arbetskraftsdeltagandet har ökat både bland utrikes och inrikes födda. Bland inrikes födda var uppgången i fjol särskilt tydlig för äldre personer. Det är dels ett resultat av det starka konjunkturläget, dels av strukturella faktorer såsom att befolkningen lever allt längre. Deltagandet har ökat tydligt även bland utrikes födda, även om den snabba befolkningsökningen och urvalsförfarandet i arbetskraftsundersökningarna kan ha inneburit att arbetskraftsdeltagandet bland dessa har överskattats.¹² Arbetslösheten bland inrikes födda är nu mycket låg medan arbetslösheten bland utrikes födda är betydligt högre. Att arbetslösheten inte minskat mer bland utrikes födda beror delvis på att inflödet i arbetskraften i denna grupp har varit stort, men även på att framför allt personer födda utanför Europa i genomsnitt har lägre utbildning och svagare anknytning till arbetsmarknaden.

Indikatorer visar att efterfrågan på arbetskraft är fortsatt hög. Förutom att antalet nyanmälda lediga platser är stort ligger anställningsplanerna i näringslivet enligt Konjunkturbarometern på en hög nivå inom samtliga branscher. Sammantaget pekar indikatorerna på en fortsatt gynnsam utveckling på

Diagram 3:8. Konfidensindikatorer

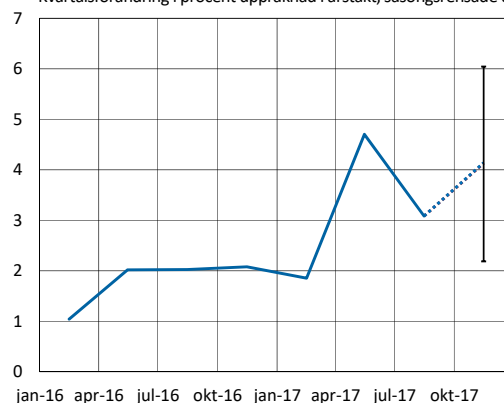
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10, säsongsrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:9. BNP, modellprognos med osäkerhetsintervall

Kvartalsförändring i procent uppräknad i årstakt, säsongsrensade data



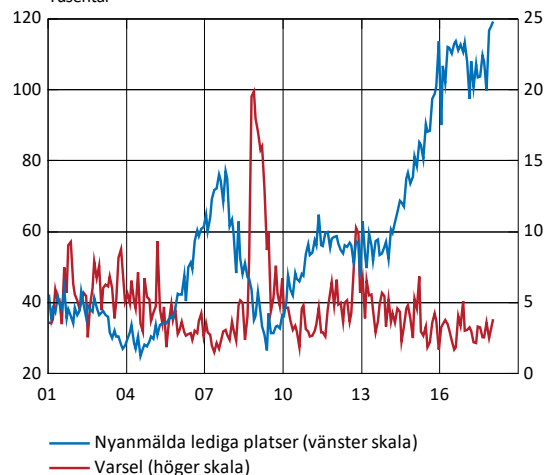
..... Prognos
..... Modellprognos

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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:10. Nyanmälda lediga platser och varsel

Tusental



Anm. Säsongsrensade data för nyanmälda lediga platser.

Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken

¹² Se rutan "Snabb befolkningsökning gör AKU svårtolkad" i Penningpolitisk rapport april 2017.

arbetsmarknaden under inledningen av året och sysselsättningsgraden väntas stiga ytterligare något.

Resursutnyttjandet i ekonomin är högre än normalt

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar utvecklingen av löner och priser, med en viss eftersläpning. Resursutnyttjandet i ekonomin är dock inte observerbart utan måste bedömas utifrån olika indikatorer.

I nuläget är exempelvis kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin, både enligt SCB och Konjunkturinstitutet, högt sett i ett historiskt perspektiv. Samtidigt uppger många företag att de har brist på arbetskraft (se diagram 3:11). Bristen är stor inom samtliga branscher, och inom tillverkningsindustrin rapporteras stor brist på både tekniska tjänstemän och yrkesarbetare. I viss utsträckning är de höga bristtalen en följd av att sysselsättningen ökar snabbt, men även andra indikatorer pekar på att mängden lediga resurser på arbetsmarknaden är liten. Bland annat är vakansgraden, som mäter antalet obemannade jobb som behöver tillsättas omedelbart, på en hög nivå samtidigt som den genomsnittliga rekryteringstiden i näringslivet är lång.

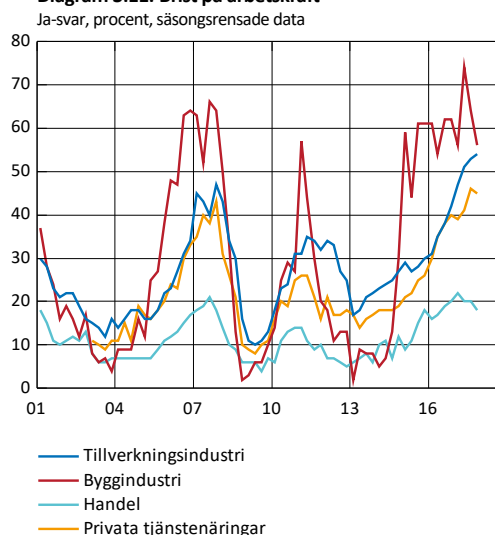
Sammantaget bedömer Riksbanken att resursutnyttjandet i ekonomin är högre än normalt, vilket stöds av Riksbankens indikator över resursutnyttjandet som steg ytterligare det fjärde kvartalet till den högsta nivån hitintills (se diagram 3:12).

Nedreviderad prognos för löneökningstakten 2017

För 2017 har preliminära utfall för konjunkturlönerna publicerats till och med november. Skattningar indikerar att de definitiva utfallen för konjunkturlönerna i hela ekonomin för året 2017 i genomsnitt hamnar på en ökning med 2,5 procent, vilket innebär en nedrevidering jämfört med prognosen i december (se diagram 3:13). Även om en stor andel retroaktiva löneutbetalningar fortfarande saknas i statistiken är den preliminära löneökningstakten tydligt högre i den offentliga sektorn än i näringslivet. Det är framför allt löneutvecklingen i kommunerna som driver upp den offentliga sektorns löner, medan löneutvecklingen inom handeln bidrar till att hålla tillbaka näringslivets löner.

Eftersom resursutnyttjandet påverkar löner och inflation med en viss fördröjning bedömer Riksbanken att löneutvecklingen kommer att stiga något snabbare framöver. Den senaste tidens utfall indikerar dock att löneökningarna även i början av 2018 blir lägre än Riksbankens bedömning i december.

Diagram 3:11. Brist på arbetskraft



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

Källa: Konjunkturinstitutet

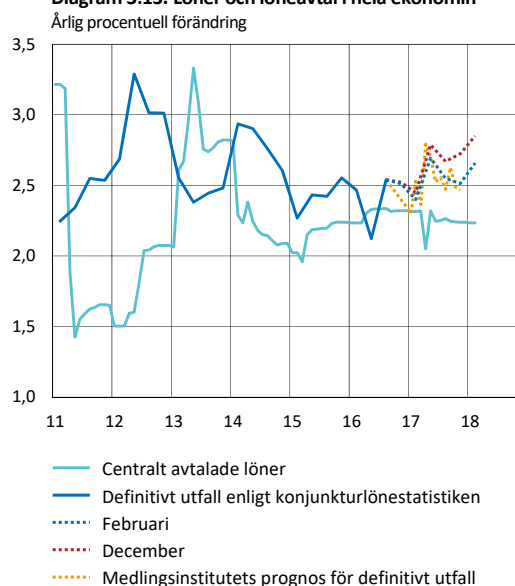
Diagram 3:12. Resursutnyttjandeindikatorn



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

Källa: Riksbanken

Diagram 3:13. Löner och löneavtal i hela ekonomin



Anm. Medlingsinstitutets prognos på definitivt utfall för perioden 2016:12–2017:11.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Konjunktoren i omvärlden stärks alltmer. De kommande åren fortsätter resursutnyttjandet i de utvecklade ekonomierna att stiga med sjunkande arbetslöshet och gradvis stigande inflation som följd. Den svenska ekonomin utvecklas också starkt och i år gynnas svensk export av att den globala industrikonjunktoren tagit mer fart. Nedgången i bostadspriserna medför dock att bostadsinvesteringarna så småningom blir lägre. Sysselsättningsgraden, som ligger på historiskt höga nivåer, väntas stiga ytterligare även om sysselsättningsutvecklingen dämpas eftersom tillväxten av personer i arbetsför ålder bromsar in. Löneutvecklingen är något nedreviderad jämfört med prognosen i december, men det höga resursutnyttjandet på arbetsmarknaden väntas medföra att löneökningstakten gradvis stiger. Inflationsutfallet i december, svaghetstecken i utvecklingen av tjänstepriserna och det lägre kostnadstrycket i prognosen har medfört att inflationsprognosen det närmaste året är något nedreviderad till strax under 2 procent.

Omvärlden

Starkare internationell konjunktur

Den internationella konjunktoren fortsätter att stärkas. Såväl global handel som industriproduktion växer i god takt och många förtroendeindikatorer är på höga nivåer.

Konjunkturuppgången i omvärlden bedöms fortsätta under de närmaste åren. KIX-vägd BNP, där de länder som spelar störst roll för svensk ekonomi ingår, väntas i fjol ha ökat med nästan 3 procent (se diagram 4:1). Det är i linje med bedömningen i december. Tillväxten dämpas något de kommande åren, framförallt i de utvecklade ekonomierna, men resursutnyttjandet fortsätter likväl att stiga. Tillväxten i de framväxande ekonomierna förblir samtidigt hög. Sammantaget ökar global BNP med i genomsnitt drygt 3,5 procent per år under prognosperioden, vilket sammanfaller med genomsnittet för de senaste 30 åren.

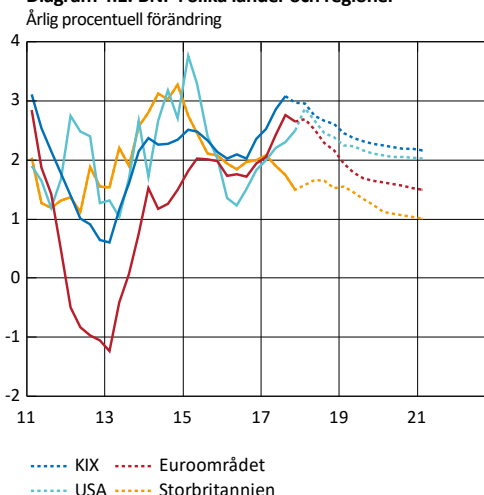
God konjunktur i USA

I USA ligger förtroendet bland företagen, och i synnerhet, bland hushållen, på höga nivåer. Arbetsmarknaden är stark och bredare mått på arbetslösheten, som inkluderar latent arbetssökande och ofrivilligt deltidsarbete, ligger på låga nivåer. Den starka utvecklingen på arbetsmarknaden och stigande förmögenheter bidrar till att hålla uppe hushållens konsumtion. Arbetskraftsdeltagandet bedöms dock kunna öka ytterligare, vilket tillsammans med en viss återhämtning i produktivitetstillväxten möjliggör fortsatt god BNP-tillväxt de närmaste åren. Den nyligen framförhandlade skattereformen ger också en viss tillväxstimulans under prognoshorisonten. De finansiella förhållandena är fortsatt gynnsamma för tillväxten även om de framöver blir mindre expansiva när Federal Reserve fortsätter att höja räntan och minska sitt tillgångsinnehav.

Tabell 4:1.

Prognosen i korthet
Den internationella konjunktoren stärks ytterligare. Resursutnyttjandet fortsätter att stiga och arbetslösheten sjunker.
Den underliggande inflationen i omvärlden är alltså låg, men stiger i takt med att resursutnyttjandet ökar.
Tillväxten i Sverige stärks ytterligare i år men dämpas sedan, framförallt till följd av att bostadsinvesteringar minskar.
Styrkan på arbetsmarknaden håller i sig, men matchningsproblem och långsammare befolkningstillväxt bidrar till att sysselsättnings-tillväxten bromsar in.
Löneutvecklingen är något nedreviderad jämfört med i december, men stiger successivt till följd av det höga resursutnyttjandet på arbetsmarknaden.
Inflationen ligger strax under 2 procent det närmaste året och återgår sedan successivt till 2 procent. Det höga resursutnyttjandet och den gradvist stigande inflationen i omvärlden motverkar det negativa bidraget från en starkare krona de kommande åren.

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

Sammantaget väntas tillväxten i USA tillta något i år för att sedan dämpas till drygt 2 procent per år (se diagram 4:1).

Fortsatt konjunkturförstärkning i euroområdet

Även i euroområdet befinner sig förtroendet bland företag och hushåll på höga nivåer och konjunktoren har fortsatt att återhämta sig med stigande export och stark inhemsk efterfrågan. Den starka efterfrågan tillsammans med ett högre kapacitetsutnyttjande medför att investeringstillväxten tilltar och BNP växer i relativt snabb takt i år. Arbetslösheten i euroområdet, som fortfarande är högre än före finanskrisen, sjunker därmed ytterligare och resursutnyttjandet stiger. I takt med att resursutnyttjandet ökar och de uppdämda behoven av konsumtion och investeringar tillgodoses dämpas tillväxten något (se diagram 4:1). Penningpolitiken i euroområdet är fortsatt mycket expansiv och det är först senare under prognosperioden som penningpolitiken och de finansiella förhållandena väntas bli gradvis mindre expansiva.

Hög tillväxt i framväxande ekonomier

Tillväxten i de framväxande ekonomierna är för närvarande hög. Mer råvaruberoende ekonomier såsom Brasilien och Ryssland stöttas av den uppgång i råvarupriserna som pågått sedan i somras. I Indien väntas ekonomin fortsätta att växa snabbt tack vare de strukturreformer som tidigare genomförts och ökade investeringar i näringslivet.

I fjol uppgick tillväxten i Kina till 6,9 procent, vilket är något högre än regeringens tillväxtmål på cirka 6,5 procent. Om-balanseringen mot en mer konsumtionsdriven tillväxt i Kina fortgår. Ändå fortsatte de statliga investeringarna i infrastruktur att växa snabbt 2017. Den snabba kreditillväxten efter finanskrisen medför risker för BNP-tillväxten på längre sikt, även om ett högt hushållssparande, bytesbalansöverskott och en låg utlandsskuld kan ge ett visst skydd på kort sikt.¹³ De åtgärder som har införts i syfte att dämpa kreditillväxten bromsar BNP-tillväxten på kort sikt, men de vägs samtidigt upp av en ökad efterfrågan från omvärlden. Sammantaget väntas tillväxten i den kinesiska ekonomin gradvis minska till cirka 6 procent 2020.

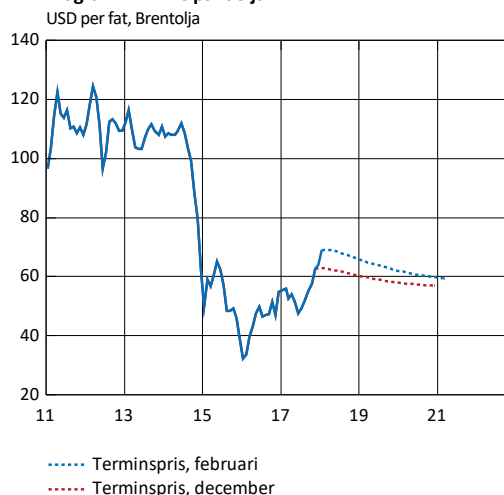
Långsamt stigande inflationstryck i omvärlden

Oljeprisuppgången bidrog till att inflationen i omvärlden steg i fjol. Trots att resursutnyttjandet i många länder nu är nära normalt är dock den underliggande inflationen alltjämt låg.

I USA har löneökningstakten stigit trendmässigt, men den är fortfarande relativt måttlig i relation till historiska samband med arbetslösheten. Den underliggande inflationen väntas dock stiga i takt med att effekterna av tillfälliga dämpande faktorer, såsom en svag prisutveckling för exempelvis sjukvårdsrelaterade varor och tjänster samt telekomtjänster,

¹³ För en fördjupad analys av riskerna förknippade med kreditillväxten i Kina, samt av i vilken utsträckning Kinas specifika buffertar kan utgöra ett skydd mot dessa risker, se Chen, S. och Shik Kang, J. "Credit Booms – Is China Different?", IMF Working Paper, januari 2018.

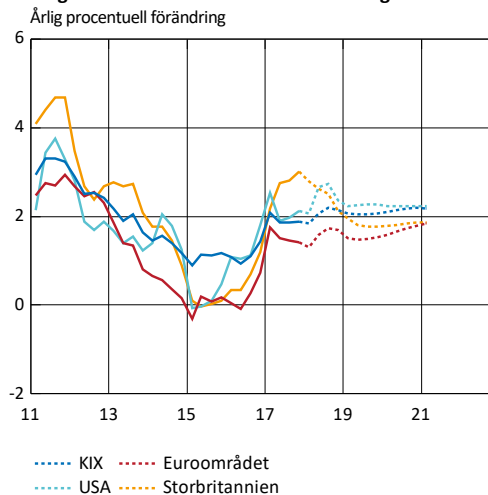
Diagram 4:2. Pris på råolja



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

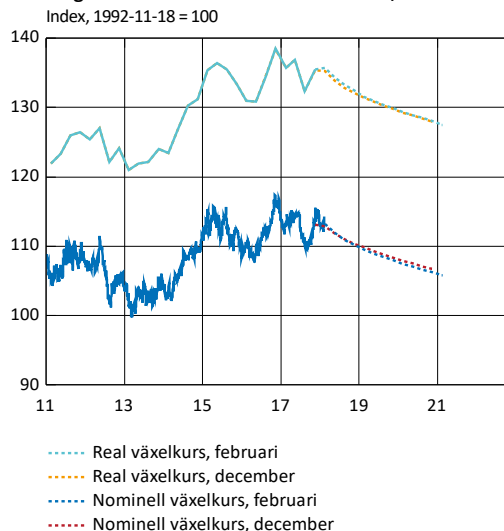
Diagram 4:3. Inflation i olika länder och regioner



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

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

Diagram 4:4. Real och nominell växelkurs, KIX



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

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

klingar av samtidigt som resursutnyttjandet blir alltmer ansträngt.

I euroområdet är inflationen fortsatt låg. En anledning är den tidigare förstärkningen av euron, som fortsätter att dämpa inflationen i början av året. Därefter väntas inflationen gradvis stiga i takt med att resursutnyttjandet ökar ytterligare och även löneökningstakten tilltar. I exempelvis Tyskland löper många löneavtal ut i år. Det starka konjunkturläget medförde att det nyligen slutna avtalet inom verkstadsindustrin blev högre än avtalen de senaste åren. Avtalet kan bli vägledande även för andra avtalsområden i Tyskland.

I år bidrar den fortsatta uppgången i oljepriset till en något högre inflation i omvärlden (se diagram 4:2). De kommande åren väntas istället utvecklingen i energipriserna dämpa inflationen något, men samtidigt stiger den underliggande inflationen i takt med att resursutnyttjandet blir allt högre. Sammantaget väntas därmed inflationen i omvärlden stiga måttligt de närmaste åren (se diagram 4:3).

Kronan förstärks långsamt

Bedömningen av kronans utveckling de kommande åren är osäker och beror bland annat på hur konkurrenskraftig den svenska ekonomin är och på hur penningpolitiken i Sverige och omvärlden utformas. Historiskt har kronan varit stark i goda tider, men i dagsläget är den relativt svag. Riksbanken bedömer därmed, liksom många andra bedömare, att kronan kommer att förstärkas på sikt (se diagram 4:4). Det råder dock stor osäkerhet kring hur snabbt detta kommer att ske.

Sverige

Stark BNP-tillväxt i år

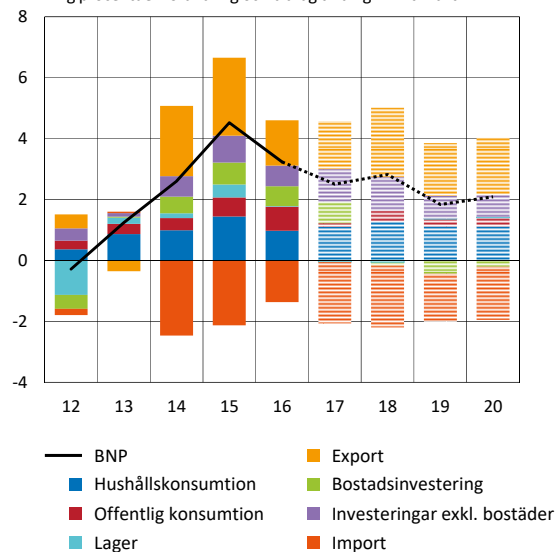
Tillväxten i den svenska ekonomin har varit relativt hög sedan 2014. Utvecklingen förklaras bland annat av ett ökat arbetskraftsutbud och en återhämtning på svenska exportmarknader, men också av ett kraftigt ökat bostadsbyggande och ökande offentlig konsumtion (se diagram 4:5). Den ekonomiska tillväxten har medfört att resursutnyttjandet i ekonomin har stigit och bedöms vara högre än normalt. Även i år väntas BNP-tillväxten bli relativt stark, till följd av högre tillväxt i både exporten och i hushållens konsumtion. Därefter mattas BNP-tillväxten av något, bland annat för att bostadsinvesteringarna minskar, men resursutnyttjandet är fortsatt högre än normalt även de kommande åren.

Mer draghjälp från omvärlden

I synnerhet i år, men också de kommande åren, medför den starka globala industrikonjunkturen att efterfrågan på svensk export ökar (se diagram 4:6). Det skapar i sin tur förutsättningar för att näringslivets investeringar (exklusive bostäder) ska växa i god takt de närmaste åren, särskilt i ett läge då kapacitetsutnyttjandet inom industrin redan är högt.

Diagram 4:5. Bidrag till BNP-tillväxt

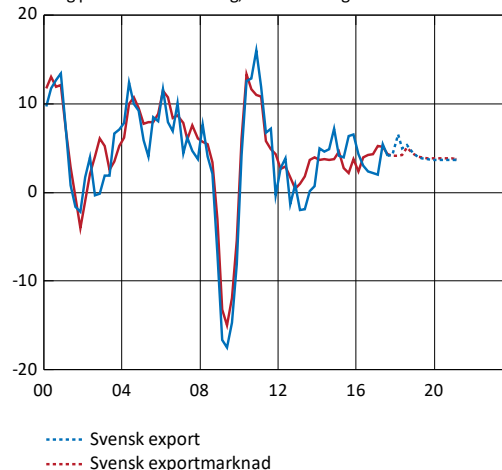
Årlig procentuell förändring och bidrag till årlig BNP-tillväxt



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:6. Export och svensk exportmarknad

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data

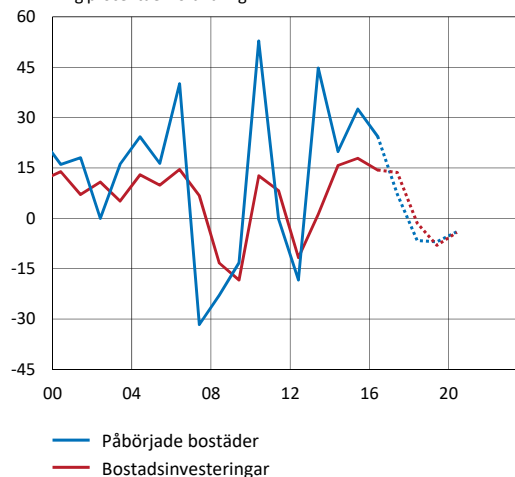


Anm. Index över svensk exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av importen i de länder som inkluderas i KIX och täcker cirka 85 procent av den totala svenska exportmarknaden.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:7. Påbörjade bostäder och bostadsinvesteringar

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Nedgång i bostadsinvesteringarna

Bostadsbyggandet väntas minska till följd av den nedgång i bostadspriserna som skett sedan hösten 2017. Detta stöds av Konjunkturbarometern där utsikterna på byggmarknaden på ett års sikt föll tillbaka rejält i januari. Minskningen ska ses i ljuset av de senaste årens omfattande bostadsbyggande. Riksbanken bedömer att bostadspriserna sjunker ytterligare något i början av 2018. Den starka utvecklingen på arbetsmarknaden och de låga bostadsräntorna talar samtidigt för att efterfrågan fortsätter att vara hög. Eftersom nybyggandet samtidigt dämpas stabiliseras priserna i år för att sedan stiga något.

Det tar tid att färdigställa en påbörjad bostad och bostadsinvesteringarna i BNP påverkas under hela byggtiden. Nedgången i antalet påbörjade bostäder i år dämpar därför bostadsinvesteringarna mer påtagligt först 2019 (se diagram 4:7). I ett historiskt perspektiv bedömer Riksbanken att byggandet, trots nedgången, kommer att vara relativt högt de kommande åren, se fördjupningen "Minskat bostadsbyggande dämpar BNP-tillväxten".

Hushållens inkomster ökar starkt i år

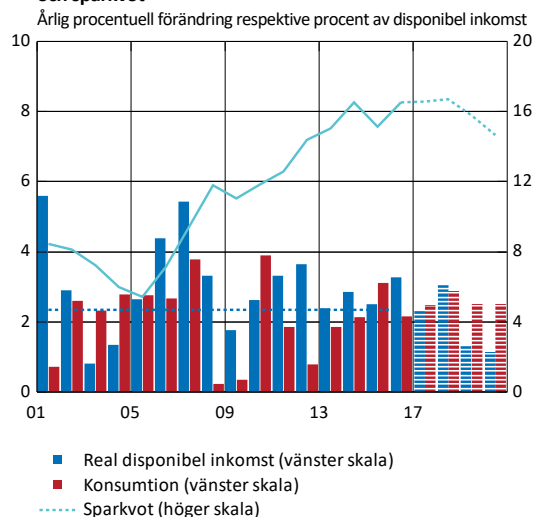
Det starka konjunkturläget har medfört att hushållens inkomster och förmögenheter vuxit. Hushållen har dock sparat en allt större andel av sina inkomster och utvecklingen av konsumtionen har varit förhållandevis blygsam. I år stärks hushållens inkomster ytterligare då bland annat barnbidraget höjs samtidigt som skatten för pensionärer sänks. Det väntas leda till att konsumtionen ökar något snabbare i år och ger ett större bidrag till BNP-tillväxten (se diagram 4:8 och diagram 4:5). Åren därefter dämpas tillväxten i sysselsättningen samtidigt som bolåneräntorna stiger, vilket bidrar till att dämpa inkomstutvecklingen. Hushållen väntas kompensera sig för detta genom att minska sitt sparande till förmån för konsumtion. Sparandets andel av inkomsten, den så kallade sparkvoten, minskar därmed något under 2019–2020 men förblir fortsatt hög i ett historiskt perspektiv.

Prisnedgången på bostäder bidrar till att dämpa öknings-takten i hushållens skulder med en viss fördröjning. Sammantaget väntas tillväxten i skulderna fortsätta att öka snabbare än inkomsterna och den så kallade skuldkvoten stiger ytterligare något (se diagram 1:12).

Arbetsmarknaden fortsätter att stärkas

Till följd av utbudsstimulerande reformer och hög efterfrågan på arbetskraft har utvecklingen på arbetsmarknaden varit stark under flera år.¹⁴ Både arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden har stigit till historiskt höga nivåer och bedöms kunna öka ytterligare något de kommande åren (se diagram 4:9). Samtidigt dämpas tillväxten i den arbetsföra befolkningen de kommande åren (se diagram 4:10). Det beror

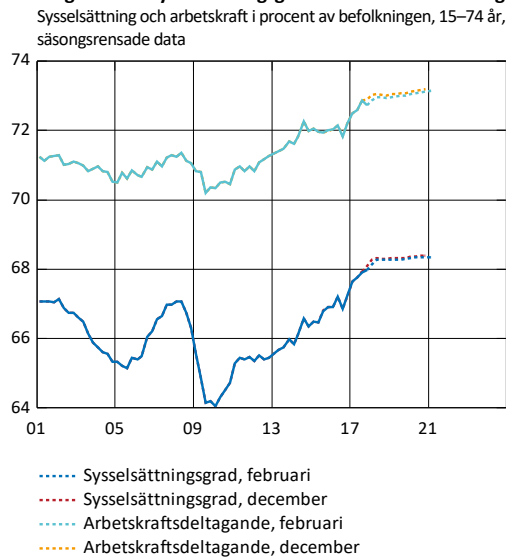
Diagram 4:8. Hushållens reala disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot



Anm. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator. Streckad linje avser genomsnitt av konsumtionstillväxten 1994–2016.

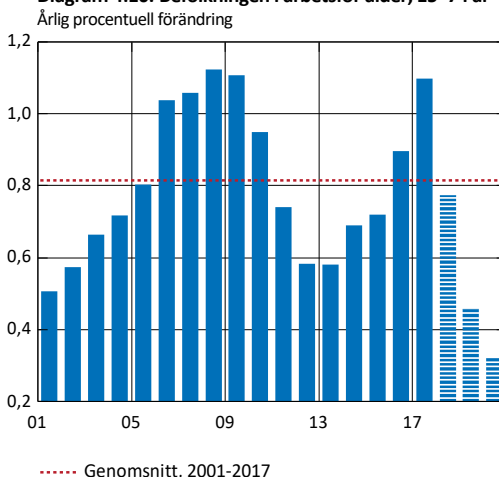
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:9. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:10. Befolkningen i arbetsför ålder, 15–74 år



Källor: SCB och Riksbanken

¹⁴ Se Flodberg, C. och Löf, M. "Utbudet av arbetskraft har ökat överraskande snabbt", Staff memo, Riksbanken, 2017 för en beskrivning av utvecklingen av arbetskraften sedan 2006.

på att den inrikes födda befolkningen åldras och att invandringen kommer att vara lägre. Sammantaget dämpas därmed tillväxten i arbetskraften, antalet sysselsatta och antalet arbetade timmar jämfört med den starka utvecklingen de senaste åren.

Arbetslösheten har minskat relativt långsamt under loppet av 2016 och 2017 och väntas inte minska så mycket mer de kommande åren (se diagram 4:11). Samtidigt som utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden har varit gynnsam finns det tecken på att matchningen mellan de arbets sökande och de lediga jobben fungerar dåligt. Ett sådant tecken är att jobbchansen, det vill säga flödet från arbetslöshet in i arbete, trots den goda konjunkturen fortsatt är relativt låg. En anledning är att en stor andel av de arbetslösa i dagsläget är personer som i genomsnitt har en lägre jobbchans, exempelvis personer födda utanför Europa. Det starka konjunkturläget underlättar arbetsmarknadsinträdet för nyanlända, men sannolikt behövs det även strukturella förändringar i arbetsmarknadens funktionssätt för att arbetslösheten ska minska mer påtagligt.¹⁵

Samtantaget bedöms resursutnyttjandet på arbetsmarknaden, och i ekonomin som helhet, stiga ytterligare i år och vara högre än normalt de kommande åren (se diagram 4:12).

Produktiviteten utvecklas relativt svagt

Produktivitetstillväxten har, bortsett från 2010 och 2015, varit jämförelsevis låg sedan finanskrisen (se diagram 4:13). I Sverige drevs en stor del av tillväxten före finanskrisen av utvecklingen inom informations- och kommunikationsteknologi (IKT), men bidraget från IKT har minskat sedan dess. Den svaga utvecklingen sedan finanskrisen är dock gemensam för många länder, vilket pekar på att det även finns gemensamma förklaringsfaktorer. Det råder dock ingen konsensus kring varför utvecklingen varit svag, och sannolikt har flera faktorer samverkat.¹⁶ Framöver väntas produktivitetstillväxten återhämta sig något, men den är fortsatt långsammare än före finanskrisen och jämfört med prognosen i december är den något lägre.

Löneökningstakten stiger de kommande åren

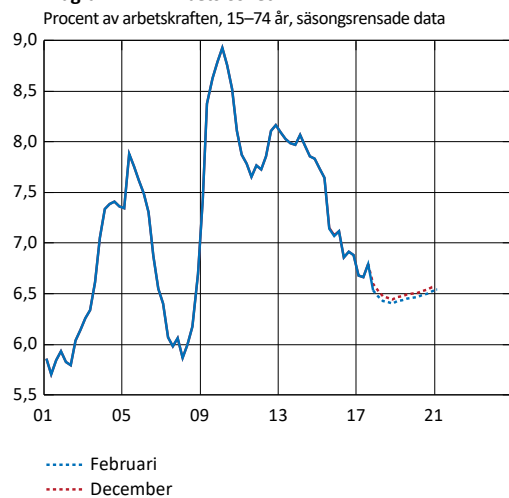
För merparten av de anställda gäller de treåriga kollektivavtal, med centralt avtalade lönehöjningar på i genomsnitt 2,1 procent per år, som träffades i fjol. Under 2018 löper omkring 30 kollektivavtal ut, varav läraryrket är störst i omfattning.

Jämfört med prognosen i december är löneutvecklingen något nedreviderad, i huvudsak för att utfall fortsatt att vara

¹⁵ Registerdata för 2016 visar att kommunmottagna flyktingar som varit i Sverige i längre än två år kom i arbete i en snabbare takt än tidigare. Det är sannolikt ett resultat av det starka konjunkturläget, men tidigare strukturella reformer har sannolikt också haft betydelse.

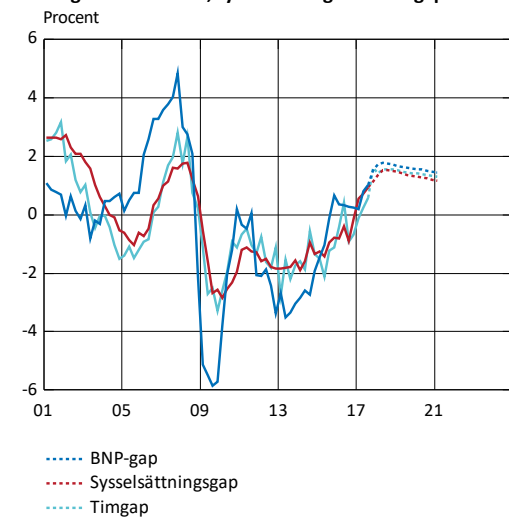
¹⁶ För en internationell jämförelse och genomgång av olika förklaringsfaktorer, se kapitlet "Produktiviteten i Sverige" i Lönebildningsrapporten 2017, Konjunkturinstitutet.

Diagram 4:11. Arbetslöshet



Källor: SCB och Riksbanken

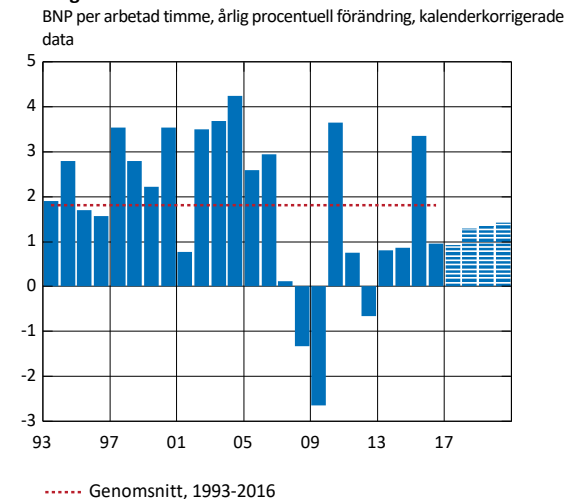
Diagram 4:12. BNP-, sysselsättnings- och timgap



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:13. Produktivitet



Källor: SCB och Riksbanken

överskränkande låga. De kommande åren väntas det höga resursutnyttjandet på arbetsmarknaden medföra att löneökningstakten stiger. Men trots detta bedöms löneökningstakten, i ett historiskt perspektiv, bli fortsatt måttlig i förhållande till resursutnyttjandet (se diagram 4:14). Den svaga produktivitetsutvecklingen är en bidragande orsak till detta liksom den dämpade löneutvecklingen i omvärlden.¹⁷ Utvecklingen av timlöner och arbetskostnader enligt nationalräkenskaperna väntas stiga i takt med lönerna enligt konjunkturlönestatistiken.

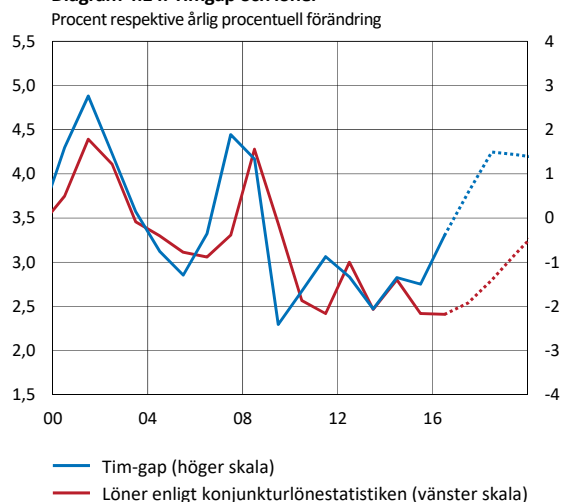
Kopplingen från löner till inflation går framförallt via kostnadstrycket, mätt med arbetskostnaderna per producerad enhet. Det innebär att även en relativt måttlig löneutveckling kan vara inflationsdrivande om produktivitetstillväxten samtidigt är svag. Kostnadstrycket väntas öka med i genomsnitt 1,9 procent per år de kommande åren (se diagram 4:15). Det är en relativt normal ökningstakt för kostnadstrycket, om något lägre än i den föregående prognosen.

Inflationen strax under 2 procent det närmaste året

Inflationen har stigit trendmässigt sedan 2014 och uppgick i december till 1,9 procent mätt med KPIF. I följd bidrog en del tillfälliga faktorer till ökningen, men det har samtidigt skett en relativt bred uppgång i tjänstepriserna sedan 2014. Uppgången speglar det stigande resursutnyttjandet som bland annat gör det lättare för företagen att höja sina priser. Efter många år då prisökningarna varit låga relativt kostnadstrycket tycks det ha blivit lättare för företagen att höja priserna (se diagram 4:15). Att inflationen stigit är delvis också en följd av den tidigare kronförsvagningen, som bland annat påverkar priserna på livsmedel och andra varor. Eftersom en del av uppgången i följd var ett resultat av stigande energipriser, har inflationen mätt med KPIF exklusive energi varit något lägre (se diagram 4:16).

De kommande åren talar den väntade förstärkningen av kronan för att inflationen ska dämpas. Men samtidigt medför det höga resursutnyttjandet både att löneökningstakten stiger och att det fortsatt är lättare för företagen att ta ut högre priser. Samtidigt stiger även inflationen i omvärlden något i takt med att det globala resursutnyttjandet stiger. Oljepriset väntas vara högre i år än i följd, i linje med vad terminsprissättningen indikerar, vilket medför att energipriserna bidrar positivt till inflationen. Sammantaget bedömer Riksbanken att KPIF-inflationen kommer att uppgå till strax under 2 procent det närmaste året (se diagram 4:16). När reporäntan, och därmed också bostadsräntorna, börjar stiga under andra halvåret 2018 ökar hushållens räntekostnader snabbare. Det medför att inflationen mätt med KPI ökar snabbare än KPIF.

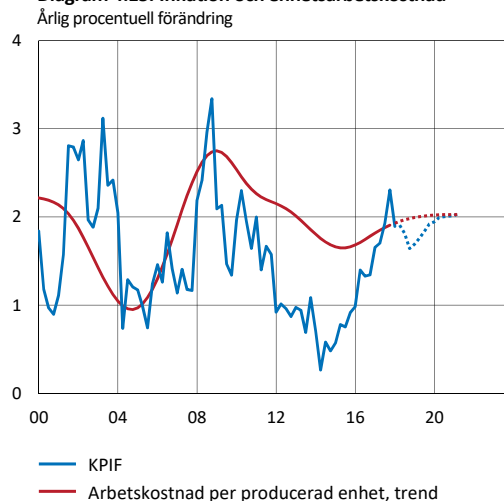
Diagram 4:14. Timgap och löner



Anm. Timgapet avser antalet arbetades timmar avvikelse från Riksbankens bedömda trend.

Källor: SCB, Medlingsinstitutet och Riksbanken

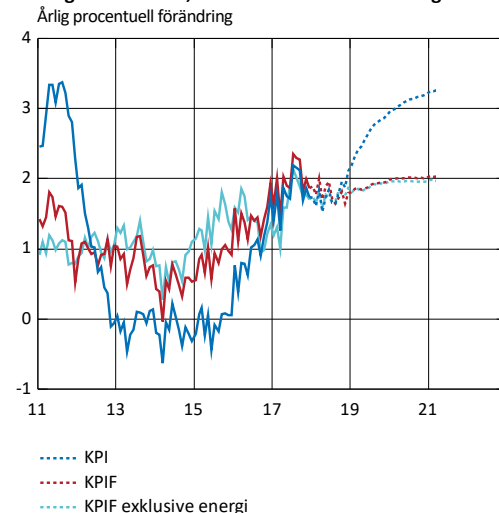
Diagram 4:15. Inflation och enhetsarbetskostnad



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

Källor: SCB och Riksbanken

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



Källor: SCB och Riksbanken

¹⁷ Se fördjupningen "Stark konjunktur men dämpade löneökningar" i Penningpolitisk rapport juli 2017.

Prognosen för inflationen är något nedreviderad

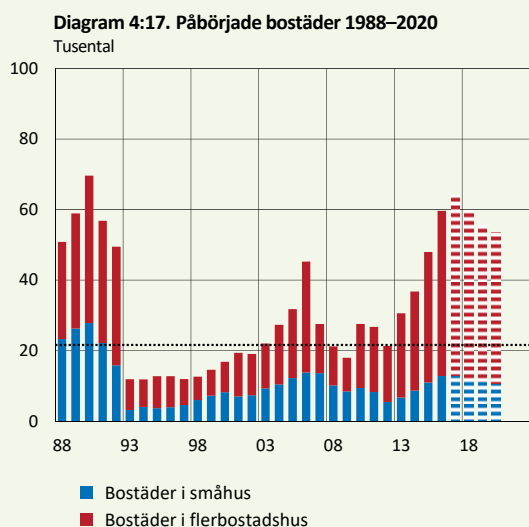
Riksbankens bedömning av förutsättningarna för inflationsutvecklingen de närmaste åren är i stort sett oförändrad sedan december. Resursutnyttjandet är fortsatt högt, kronan har utvecklats något svagare jämfört med bedömningen i december och synen på inflationen i omvärlden är i princip oförändrad. Jämfört med prognosen i december har dock det senaste inflationsutfallet varit något lägre än väntat och uppgången i tjänstepriserna har dämpats något. Därutöver väntas kostnadstrycket nu öka något långsammare än i prognosen i december. Dessa faktorer har sammantaget medfört att inflationen reviderats ned något i år och nästa år. Inflationen väntas dock vara fortsatt nära 2 procent från 2019.

FÖRDJUPNING – Minskat bostadsbyggande dämpar BNP-tillväxten

Bostadsinvesteringarna har varit en viktig drivkraft i de senaste årens konjunkturuppgång och bostadsbyggandet har nu nått en historiskt hög nivå. Den senaste tiden har bostadspriserna sjunkit. Även om prisnedgången hittills är liten i förhållande till de senaste årens prisuppgång bidrar den till att dämpa bostadsinvesteringarna framöver och påverkar därigenom den allmänna efterfrågan i ekonomin. Riksbanken bedömer dock att efterfrågan på bostäder är tillräckligt hög för att motivera att nedgången i bostadsbyggandet blir måttlig. Bostadspriserna väntas stabiliseras under året för att därefter stiga något 2019 och 2020. Bedömningen är dock mycket osäker då det är svårt att identifiera drivkrafterna bakom variationer i bostadsbyggandet och bostadspriserna.

Snabbt växande bostadsinvesteringar en viktig faktor i konjunkturuppgången

Antalet påbörjade bostäder har ökat kraftigt de senaste åren och 2017 bedöms knappt 65 000 bostäder ha börjat byggas. Detta är det högsta antalet byggstarter ett enskilt år sedan 1990 och vilket kan jämföras med ett genomsnitt för perioden 1995–2012 på drygt 20 000 bostäder per år (se diagram 4:17).



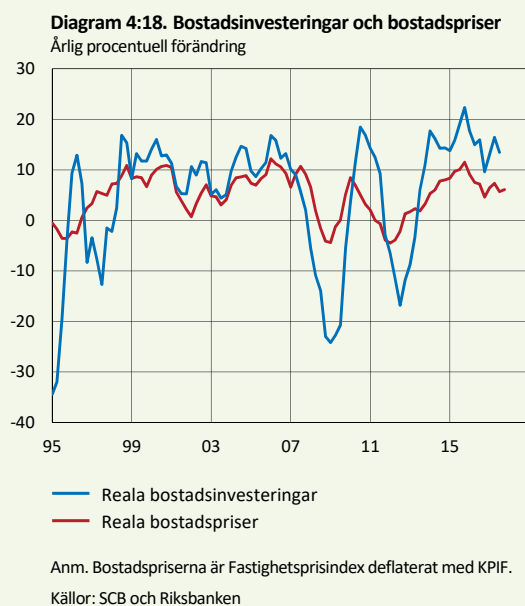
Anm. Antalet påbörjade bostäder 2017–2020 utgör Riksbankens prognoser. Streckad linje utgör medelvärdet från 1995–2012.

Källor: SCB och Riksbanken

Det tar i genomsnitt ungefär 1-2 år innan en påbörjad bostad färdigställs och i nationalräkenskaperna bokförs detta som bostadsinvesteringar under produktionstiden.¹⁸ Utvecklingen i bostadsinvesteringarna återspeglar därmed utvecklingen i antalet påbörjade bostäder, men med viss eftersläpning. Bostadsinvesteringarna utgör visserligen en

relativt liten andel av BNP, men den snabba ökningen i nybyggandet har ändå satt tydligt avtryck i de senaste årens allt starkare svenska konjunktur (se diagram 4:5). Bostadspriserna har under samma period fortsatt att öka snabbt.

Sedan hösten 2017 har bostadspriserna gått ned och i december var priserna knappt 6 procent lägre än toppnoteringen i augusti.¹⁹ Historiskt har bostadspriserna samvarierat med bostadsinvesteringarna och dessutom har bostadsinvesteringarnas andel av BNP ökat tydligt de senaste åren (se diagram 4:18 och diagram 4:20). Detta har lett till en diskussion kring hur prisnedgången kan komma att påverka bostadsinvesteringarnas utveckling de kommande åren och i förlängningen konsekvenserna för BNP-tillväxten.



¹⁸ Nybyggande utgör två tredjedelar av bostadsinvesteringarna, medan ombyggnad utgör ungefär 25 procent. Resterande del av bostadsinvesteringarna utgörs av utgifter för byggande av fritidsbostäder och ägarbyte.

¹⁹ Enligt säsongsrensats HOX prisindex för samtliga bostäder.

Obalanser i bostadsbeståndet tar tid att korrigera och kan skapa variationer i priser och byggande

I Sverige, liksom i många andra länder, har utvecklingen på bostadsmarknaden historiskt karakteriserats av stora variationer i både byggande och priser (se diagram 4:18). Variationer kring de långsiktiga trenderna för pris och byggande beror huvudsakligen på att det tar tid för utbudet av bostäder att anpassa sig till en förändring i efterfrågan.²⁰ Detta beror bland annat på att det tar lång tid att planera och färdigställa bostadsprojekt. Dessutom utgör antalet nybyggda bostäder endast en liten del av det totala bostadsbeståndet och det kan således krävas mycket stora förändringar i nybyggandet för att korrigera en obalans i beståndet.²¹

En konsekvens av trögheter i anpassningen av utbudet på bostäder är dessutom att det kan uppstå perioder när nybyggande och bostadspriser sjunker även om efterfrågan på bostäder i beståndet inte förändras. Om det till exempel sker en ökning i efterfrågan stiger bostadspriserna eftersom nybyggandet inte direkt kan mätta den högre efterfrågan. De högre priserna ger byggproducenter incitament att bygga mer vilket innebär att obalansen mellan efterfrågan och utbud i beståndet gradvis blir mindre. Bostadspriserna sjunker tillbaka och incitamenten att bygga minskar.

En förändring i efterfrågan på bostäder kan alltså ge upphov till relativt stora variationer i byggande och priser. Eftersom byggandet påverkar BNP-tillväxten blir detta viktigt ur ett konjunkturperspektiv. Bostadspriserna påverkar hushållens och företagets förtroende för utvecklingen i ekonomin och är dessutom centrala i ett finansiellt stabilitetsperspektiv. De stigande bostadspriserna har bidragit till en hög skuldsättning, inte minst till följd av att bostäder ofta utgör säkerhet för hushållens skuldsättning. Detta har gjort hushållen sårbara för förändrade ekonomiska förhållanden.

Riksbankens prognos är att bostadsbyggandet minskar de kommande åren

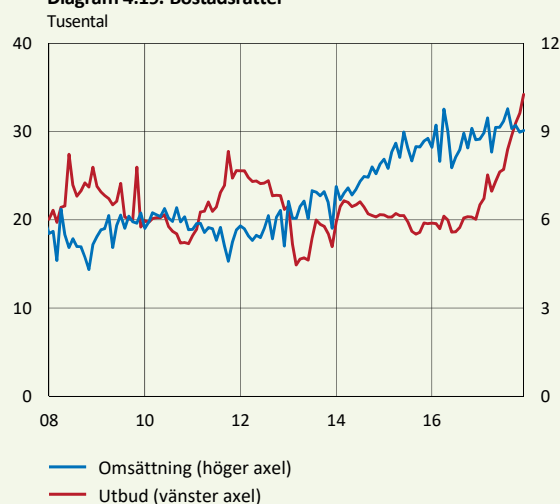
Prognosen för bostadsbyggandet (bostadsinvesteringarna) bygger på en bedömning av utvecklingen i efterfrågan och utbud framöver samt på uppskattningar av eventuella obalanser i bostadsbeståndet i utgångsläget.

Riksbanken bedömer att bostadsbyggandet, åtminstone under åren efter finanskrisen, var lägre än den

långsiktiga efterfrågan på bostäder med tanke på att flera fundamentala efterfrågefaktorer utvecklades starkt.²²

Detta bidrog till snabbt stigande bostadspriser. Prisuppgången har i sin tur bidragit till att antalet påbörjade bostäder de senaste åren ökat till historiskt höga nivåer. Det senaste året har omsättningen på bostadsrätter varit förhållandevis stabil, men utbudet har samtidigt fortsatt att stiga (se diagram 4:19).²³ Detta kan tolkas som att underskottet på bostäder har minskat vilket föranlett en viss prisnedgång under andra halvåret 2017.²⁴

Diagram 4:19. Bostadsrätter



Anm. Utbudet av bostadsrätter utgörs av antalet aktiva annonser under månaden på webbplatsen Hemnet. Omsättningen utgörs av antalet inrapporterade försäljningar enligt Mäklarstatistik.

Källor: Hemnet och Mäklarstatistik

Riksbanken bedömer att nedgången i bostadspriserna kommer att innebära att bostadsbyggandet dämpas. Efterfrågan på bostäder bedöms dock vara tillräckligt hög för att motivera ett fortsatt högt bostadsbyggande i ett historiskt perspektiv. I prognosen minskar antalet påbörjade bostäder från knappt 65 000 i fjol till knappt 55 000 år 2020 (se diagram 4:17). Bostadspriserna bedöms samtidigt stabiliseras under 2018 för att därefter stiga något åren därefter.²⁵

Lägre bostadsinvesteringar bidrar till att dämpa BNP-tillväxten marginellt i år, 0,4 procentenheter 2019 och ytterligare 0,2 procentenheter 2020 (se diagram 4:5). Bostadsinvesteringarnas andel av BNP minskar med en knapp procentenhet till ungefär 5 procent (se diagram 4:20).²⁶

²⁰ På lång sikt kan antalet bostäder i beståndet och priserna på bostäderna förväntas bero på hur fundamentala efterfråge- och utbudsfaktorer utvecklas. Faktorer som påverkar utbudet är bland annat tillgång på mark, byggkostnader, avkastningskrav (konkurrens) samt tillgång till och kostnader för finansiering av bostadsbyggande. Faktorer som påverkar efterfrågan är till exempel demografi, inkomstutveckling, brukarkostnader, kreditillgång, preferenser och förväntningar.

²¹ Enligt SCB uppgick det totala bostadsbeståndet 2016 till ungefär 4,8 miljoner bostäder. De knappt 65 000 nya bostäder som beräknas ha påbörjats 2017 utgör därmed mindre än 1,5 procent av beståndet.

²² Till exempel har befolkningen i Sverige ökat snabbt på senare år.

²³ I och med att inte alla bostäder som är till salu annonseras på webbplatsen Hemnet blir detta mått på utbudet en underskattning. En stor del av den kraftiga uppgången i utbudet av bostadsrätter det senaste året består av nyproducerade bostadsrätter.

²⁴ I den mån de senaste årens makrotillsynsåtgärder har bidragit till att öka brukarkostnaderna kan detta i viss mån förväntas ha bidragit till att minska efterfrågan.

²⁵ Prognosen bygger på att ombyggandet, som svarar för knappt 25 procent av bostadsinvesteringarna, samvarierar med nybyggande enligt historiska mönster.

²⁶ Bedömningen av bostadsinvesteringarnas utveckling de kommande åren är mycket lik den som gjordes i den penningpolitiska rapporten i december 2017.

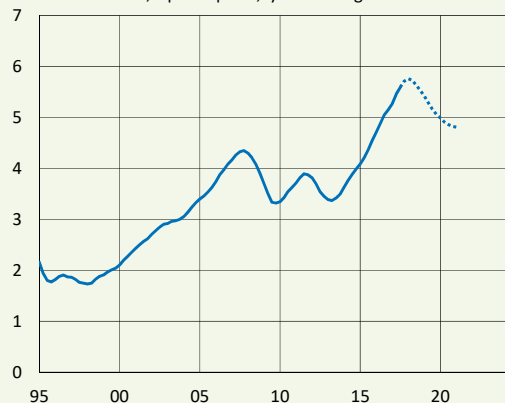
Utvecklingen på bostadsmarknaden är svårbedömd

Riksbankens prognos för bostadsbyggandet och bostadsprisutvecklingen baseras på en rad bedömningar och antaganden. Det aktuella bostadsbeståndet och nuvarande bostadspriser bedöms till exempel i stor utsträckning spegla utvecklingen i fundamentala bestämningsfaktorer. Om det däremot skulle vara så att efterfrågan på bostäder har drivits av tillfälliga faktorer som förväntningar om inkomster, boendekostnader eller bostadspriser som inte realiserats kan det leda till större prisfall och en kraftigare dämpning i bostadsbyggandet än i Riksbankens prognos.

En aggregerad analys av bostadsmarknaden har sina begränsningar. Bostäder skiljer sig exempelvis åt vad gäller geografiskt läge, upplåtelseform och boendestandard.²⁷ För en väl fungerande bostadsmarknad blir därmed inte bara antalet nya bostäder viktigt utan även vad som byggs och var det byggs. Den senaste tidens prisnedgång rör i första hand bostadsrätter. Behovet av hyresrätter anses av många bedömare, bland annat flertalet kommuner, vara stort. Boverket pekar på att ett minskat byggande av bostadsrätter, i kombination med utökningen av investeringsstöden till hyresrätter, som presenterades i budgetpropositionen för 2018, kan öppna för ett ökat byggande av hyresrätter.²⁸ Detta skulle kunna vara en faktor som innebär att bostadsinvesteringarna dämpas mindre de närmaste åren än i Riksbankens bedömning.

Diagram 4:20. Bostadsinvesteringar

Procent av BNP, löpande priser, fyra kvartals glidande medelvärde



Källor: SCB och Riksbanken

²⁷ För en något utförligare diskussion om matchning på bostadsmarknaden, se G. Katinic, "Perspektiv på bostadsbyggande", Ekonomiska kommentar nr. 2, 2018, Sveriges riksbank.

²⁸ Boverkets indikatorer, november 2017.

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2017 kv 4	2018 kv 1	2018 kv 2	2019 kv 1	2020 kv 1	2021 kv 1
Reporänta	-0,50	-0,50 (-0,50)	-0,50 (-0,50)	-0,15 (-0,15)	0,36 (0,36)	0,88

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2016	2017	2018	2019	2020
KPIF	1,4	2,0 (2,0)	1,8 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)
KPIF exkl. energi	1,4	1,7 (1,7)	1,7 (1,9)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)
KPI	1,0	1,8 (1,8)	1,7 (2,0)	2,6 (2,8)	3,1 (3,1)
HIKP	1,1	1,9 (1,9)	1,7 (1,9)	1,8 (2,0)	1,9 (1,9)

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2016	2017	2018	2019	2020
Reporänta	-0,5	-0,5 (-0,5)	-0,4 (-0,4)	0,0 (0,0)	0,6 (0,6)
10-årsränta	0,5	0,7 (0,7)	1,2 (1,1)	2,0 (1,9)	2,6 (2,5)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	111,7	112,9 (112,9)	111,6 (111,5)	108,7 (109,1)	106,9 (107,3)
Offentligt finansiellt sparande*	1,2	1,2 (1,2)	0,9 (0,8)	0,9 (0,9)	0,8 (0,8)

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

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

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

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

	2016	2017	2018	2019	2020
Styrränta i omvärlden, procent	-0,1	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,1)	0,3 (0,2)	0,8 (0,6)
Råoljepris, USD/fat Brent	45,1	54,8 (54,7)	68,0 (61,8)	63,9 (59,1)	60,8 (57,4)
Svensk exportmarknad	3,7	4,7 (5,2)	4,5 (4,3)	3,9 (3,9)	3,8 (3,8)

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

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

Tabell 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 6. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

* Procent av arbetskraften

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

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

* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken



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

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