

# Penningpolitisk rapport

December 2017





## Penningpolitisk rapport

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

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

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

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 19 december 2017. Rapporten går att ladda ned i pdf-format på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) där det också finns mer information om Riksbanken.

---

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

# Penningpolitiken i Sverige

## PENNINGPOLITISK STRATEGI

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som 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**

Stark konjunktur och inflation nära målet 5

Den aktuella penningpolitiken 7

Osäkerhet och risker 10

**FÖRDJUPNING** – Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken 14

**FÖRDJUPNING** – Hur påverkas hushållen av stigande räntor? 17

## **KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden 20**

Utvecklingen internationellt 20

Finansiella förhållanden i Sverige 21

## **KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget 24**

Inflation 24

Global och svensk konjunktur 25

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

Omvärlden 28

Sverige 30

**Tabeller 34**



## KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

I de länder som är viktigast för svensk ekonomi bedöms tillväxten bli något högre i år och nästa år jämfört med tidigare bedömning. Det globala inflationstrycket fortsätter dock att vara lågt och normaliseringen av penningpolitiken i omvärlden sker i långsam takt. Konjunkturutsikterna för Sverige är i stort sett oförändrade. Bostadsinvesteringarna väntas dämpas mer de kommande åren, till följd av nedgången i bostadspriserna, men effekterna på BNP-tillväxten motverkas delvis av en starkare efterfrågan från omvärlden. Tillväxten bedöms sammantaget bli något lägre än i föregående prognos men konjunktoren är fortsatt stark och resursutnyttjandet är högre än normalt de kommande åren.

Med stöd av en mycket expansiv penningpolitik är inflationen nära målet på 2 procent. Konjunktoren behöver vara stark och kronan får inte stärkas för snabbt för att inflationen ska vara kvar nära 2 procent. Penningpolitiken behöver därför vara fortsatt expansiv och direktionen har beslutat att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. I mitten av 2018 väntas räntan börja höjas i långsam takt. Riksbanken återinvesterar förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen tillsvidare. Stora förfall sker 2019. För att bibehålla Riksbankens närvaro i marknaden och uppnå en relativt jämn köptakt framöver inleds återinvesteringar av dessa förfall i januari 2018 och pågår till och med första halvåret 2019. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

### Stark konjunktur och inflation nära målet

Konjunktoren i omvärlden stärks alltmer. I euroområdet, som är den viktigaste handelspartnern för Sverige, är förtroendet för den ekonomiska utvecklingen bland hushåll och företag på historiskt höga nivåer. Återhämtningen där omfattar också alltför många länder. Prognosen för BNP-tillväxten är uppreviderad jämfört med bedömningen i oktober.

I USA pågår vad som ser ut att kunna bli den mest långvariga uppgångsperioden under efterkrigstiden. Förtroendet för den ekonomiska utvecklingen är på höga nivåer även i den amerikanska ekonomin och prognosen för BNP-tillväxten i år och nästa år väntas bli lite högre än i bedömningen i oktober.

Sammantaget beräknas BNP-tillväxten i de länder som ingår i kronindex, KIX, och alltså spelar störst roll för svensk ekonomi, bli i genomsnitt knappt 3,0 procent under 2017 och 2018 för att sedan gradvis dämpas. Prognosen är något högre än i oktober, främst på grund av de förbättrade utsikterna för euroområdet.

### Lågt inflationstryck i omvärlden trots goda konjunkturutsikter

Trots de goda konjunkturutsikterna väntas inflationstrycket i omvärlden bli relativt lågt de närmaste åren. I USA har löneökningarna hittills varit måttliga. Framöver väntas dock inflationen stiga och mätt med KPI vara mellan 2 och 2,5 procent de kommande åren. Även i euroområdet beräknas

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Allt starkare konjunktur i omvärlden, men fortsatt lågt inflationstryck. Normaliseringen av penningpolitiken i omvärlden går långsamt.
Stark konjunktur och stram arbetsmarknad i Sverige. Resursutnyttjandet är högre än normalt och väntas förbli så under de närmaste åren.
Inflationen har varit nära målet på 2 procent en tid och väntas fortsätta vara det under prognosperioden. Inflationsförväntningarna på både kort och lång sikt är nära 2 procent.
Kronan har försvagats men stärks successivt framöver.
Slutsats: Fortsatt expansiv penningpolitik behövs för en inflation nära 2 procent. Reporäntan behålls på -0,50 procent och i mitten av 2018 inleds långsamma räntehöjningar. Riksbanken återinvesterar förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen tillsvidare. Stora förfall sker under 2019. Dessa återinvesteras från och med januari 2018 till och med första halvåret 2019.

Tabell 1:2.

Prognosrevideringar
Starkare omvärld, uppreviderad tillväxt främst i euroområdet.
Svagare krona det närmaste året, liten revidering på sikt.
Svagare utveckling av bostadspriserna dämpar prognosen för svensk tillväxt då bostadsinvesteringarna nu väntas bromsa in mer än i föregående prognos. Detta motverkas delvis av uppreviderad export.
Högre KPIF-inflation det närmaste året till följd av att energipriserna ökar snabbare. De negativa effekterna av något lägre tillväxt motverkas av en svagare krona.

inflationen stiga de närmaste åren och når upp till 1,8 procent i slutet av 2020.

Sammantaget väntas den genomsnittliga inflationen i KIX-länderna öka något från knappt 2 procent i år till drygt 2 procent mot slutet av prognosperioden.

### Normalisering av penningpolitiken i USA, men fortsatta tillgångsköp från ECB

I USA har penningpolitiken successivt börjat normaliseras. Den amerikanska centralbanken höjde sin styrränta ytterligare i december och den gradvisa nedtrappningen av tillgångsinnehavet som inleddes i oktober fortskrider. Federal Reserve väntas fortsätta att höja styrräntan de kommande åren. Inom euroområdet lämnade den europeiska centralbanken ECB i december sin styrränta oförändrad. I oktober meddelade man också att nettotillgångsköpen förlängs till september 2018 eller längre om så behövs, men att köptakten sänks efter årsskiftet.

Det relativt dämpade inflationstrycket i omvärlden gör att penningpolitiken i omvärlden förblir expansiv de närmaste åren. Den KIX-vägda styrräntan väntas stiga i långsam takt.<sup>2</sup>

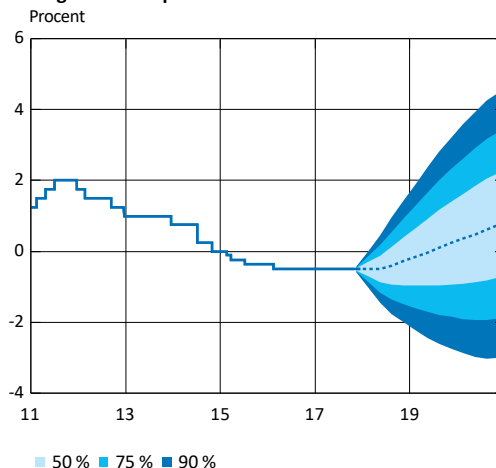
### God svensk tillväxt trots svalare bostadsmarknad

Svensk BNP växte med 3,1 procent det tredje kvartalet jämfört med närmast föregående kvartal, och uppräknat till årtakt. Även om detta var något lägre än väntat är tillväxten god och indikatorer i form av bland annat Konjunkturbarometern tyder på att den håller i sig den närmaste tiden. Under nästa år väntas den dock växla ned gradvis. En anledning till det är att bostadsinvesteringarna dämpas.

Efter flera år med snabbt stigande bostadspriser har det skett en nedgång de senaste månaderna. Utsikterna för bostadsinvesteringarna påverkas av det dämpade stämningläget på bostadsmarknaden. Bostadsbyggandet har ökat mycket snabbt de senaste åren. Nivån på antalet påbörjade bostäder bedöms vara fortsatt hög men förutses nu bli något lägre 2018. Det tar i genomsnitt ett drygt år för en påbörjad bostad att bli färdigställd och bostadsinvesteringarna påverkas under hela byggtiden. Detta innebär att nedgången i bostadsinvesteringarna sker med viss eftersläpning och blir som störst 2019. Näringslivets övriga investeringar förutses dock öka i fortsatt god takt de närmaste åren. Tillväxten i den svenska ekonomin hålls också uppe av att efterfrågan på svensk export utvecklas väl. Tillväxten beräknas bli drygt 2,5 procent i år för att sedan öka till knappt 3 procent nästa år. Under 2019-2020 dämpas den till cirka 2 procent, bland annat på grund av nedgången i bostadsinvesteringarna (se diagram 1:2).

<sup>2</sup> Den KIX-vägda styrräntan baseras på prognoser för USA, euroområdet, Storbritannien och Norge.

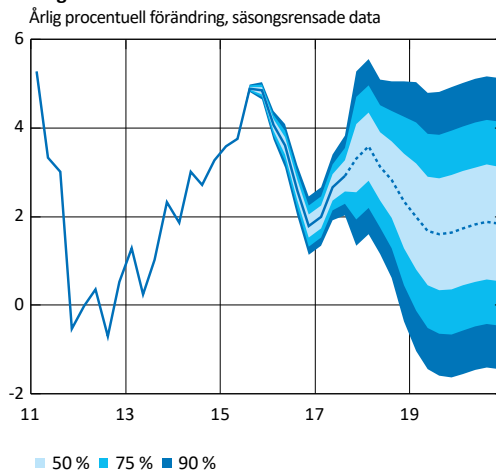
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall



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

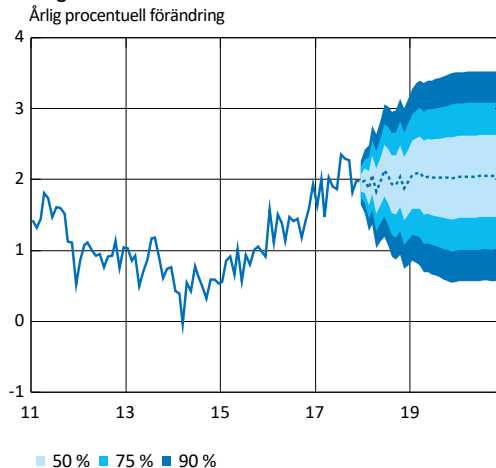
Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall



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



### Stark arbetsmarknad och högt resursutnyttjande

Arbetslösheten i Sverige har fortsatt att sjunka, och arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden är nu på historiskt höga nivåer. Samtidigt finns tydliga matchningsproblem på den svenska arbetsmarknaden. Bristtalen fortsätter att stiga, och rekryteringstiderna blir längre. Detta gör att arbetslösheten sjunker endast marginellt under prognosperioden.

Indikatorer tyder samstämmigt på att resursutnyttjandet är högre än normalt i Sverige. Även om tillväxten är något nedreviderad bedömer Riksbanken att resursutnyttjandet kommer att förbli högre än normalt samtliga prognosår.

Trots det starka konjunkturläget beräknas lönerna öka relativt långsamt de kommande åren, även om ökningstakten tilltar efterhand. Lönerna enligt Konjunkturlönestatistiken väntas öka med 2,7 procent i år och mellan 3 och 3,5 procent per år under resten av prognosperioden.

### KPIF-inflationen nära målet

I november uppgick KPIF-inflationen till 2,0 procent (se diagram 1:3) vilket var högre än prognosen i den penningpolitiska rapporten i oktober. Energipriserna har den senaste tiden ökat oväntat snabbt. Rensat för dessa var ökningstakten i KPIF för november månad 1,8 procent och i stort sett i linje med prognos.

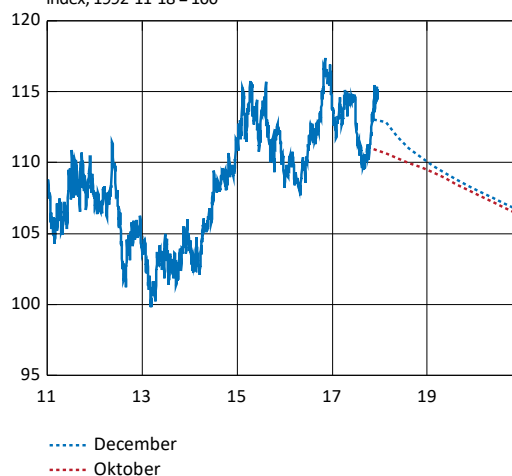
En del av inflationsuppgången som skett under året förklaras av tillfälliga faktorer, som till exempel ändrade beräkningsmetoder för priser på charterresor. Men även bortsett från detta fortsätter framför allt tjänstepriserna att öka snabbt (se diagram 3:2). Tjänstepriserna påverkas i stor utsträckning av inhemsk efterfrågan. Utvecklingen kan därmed tolkas som att den starka konjunkturen sätter allt tydligare avtryck i prisökningstakten.

Kronan har försvagats sedan den penningpolitiska rapporten i oktober (se diagram 1:4). Detta bidrar till att hålla uppe priserna på importerade varor den närmaste tiden. Prognosen för inflationen mätt med KPIF exklusive energi är i princip oförändrad det närmaste året jämfört med bedömningen i oktober. Effekterna av en svagare växelkurs motverkas av en lägre tillväxt och marginellt lägre kostnadstryck. Energipriserna har stigit relativt kraftigt sedan oktober, och det gör att utsikterna för KPIF-inflationen skrivs upp något (se diagram 1:5). Den expansiva penningpolitiken och den starka konjunkturen är en förutsättning för att KPIF-inflationen ska vara kvar nära 2 procent hela prognosperioden.

### Den aktuella penningpolitiken

Osäker konjunkturutveckling, svagt inflationstryck, låga globala räntor och politisk osäkerhet i omvärlden är faktorer som under en längre tid har präglat svensk penningpolitik. Med en negativ styrränta och omfattande köp av statsobligationer har Riksbankens penningpolitik varit ovanlig i ett historiskt perspektiv. Syftet med den expansiva penningpolitiken är att

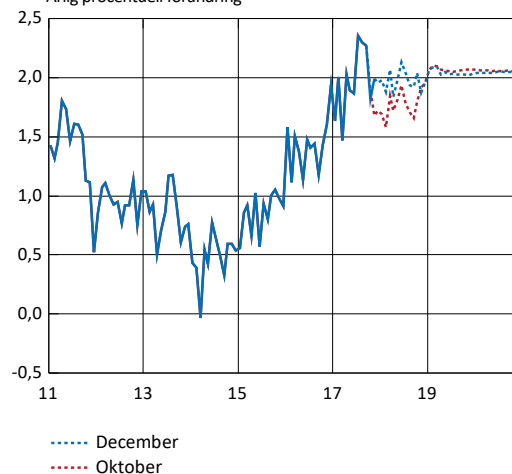
Diagram 1:4. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX  
Index, 1992-11-18 = 100



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

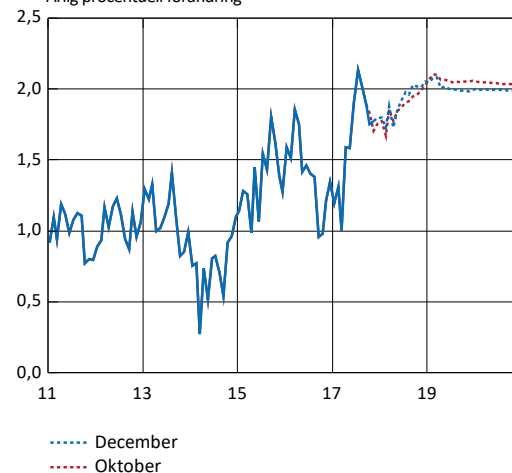
Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 1:5. KPIF  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:6. KPIF exklusive energi  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

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 räntor och på kronans växelkurs.<sup>3</sup> Sedan 2014 har inflationen stigit och under det senaste året har den varit nära målet. Inflationsförväntningarna på både kort och lång sikt har också stigit och är åter nära 2 procent, mätt med såväl KPI som KPIF. Konjunktoren är stark och arbetslösheten har fallit tillbaka. Penningpolitiken har varit betydelsefull för denna utveckling.

### Fortsatt expansiv penningpolitik för att stödja konjunktoren och inflationen

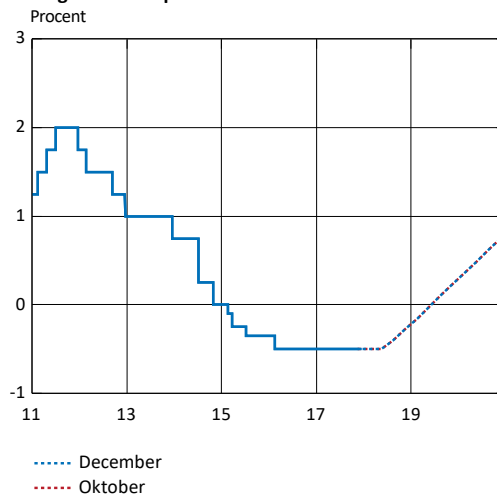
I de länder som är viktigast för svensk ekonomi bedöms tillväxten bli något högre i år och nästa år jämfört med tidigare bedömning. Det globala inflationstrycket fortsätter dock att vara lågt och normaliseringen av penningpolitiken i omvärlden sker i långsam takt.

Konjunkturutsikterna för Sverige är i stort sett oförändrade sedan oktober. Det har visserligen skett en nedgång i bostadspriserna de senaste månaderna, vilket bedöms leda till att bostadsinvesteringarna dämpas mer de kommande åren än i föregående prognos. Men de negativa effekterna på BNP motverkas delvis av en starkare efterfrågan från omvärlden. Tillväxten bedöms sammantaget bli något lägre än i föregående prognos, men trots det är konjunktoren fortsatt stark och resursutnyttjandet är högre än normalt under hela prognosperioden. Bilden av en fortsatt stram arbetsmarknad kvarstår.

Den starka konjunktoren har bidragit till att KPIF-inflationen varit nära 2 procent en tid. Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har inflationen sammantaget blivit något högre än väntat. Samtidigt har växelkursen försvagats och väntas också vara svagare det närmaste året jämfört med bedömningen i oktober. Något lägre tillväxt motverkar dock det positiva bidraget till inflationen från den svagare kronan. På kort sikt väntas KPIF-inflationen ändå bli något högre än i föregående prognos (se diagram 1:5). Detta beror på att energipriserna ökar snabbare. Rensat för energipriser är inflationsprognosen i stort sett oförändrad det närmaste året (se diagram 1:6). Inflationen mätt med KPIF exklusive energi väntas stabiliseras nära 2 procent i slutet av 2018.

För att inflationen ska ligga kvar nära målet är det viktigt att konjunktoren fortsätter att vara stark och sätter avtryck i prisökningstakten. Därför behöver penningpolitiken vara fortsatt expansiv. Direktionen har mot denna bakgrund beslutat att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Reporäntan väntas ligga kvar på den nivån till mitten av 2018 varefter långsamma räntehöjningar inleds. Det är samma bedöm-

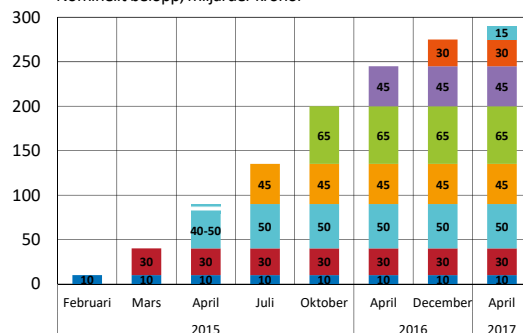
Diagram 1:7. Reporänta



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

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



Anm. Köp av nominella och reala statsobligationer, exklusive återinvesteringar.

Källa: Riksbanken

<sup>3</sup> Se fördjupningen "Penningpolitikens effekt på finansiella variabler" i Penningpolitisk rapport april 2017.

ning som i oktober (se diagram 1:7). Reporäntan kommer därmed att vara avsevärt lägre än den långsiktigt normala räntenivån de kommande åren.<sup>4</sup>

Riksbankens nettoköp av statsobligationer kommer att vid årsskiftet 2017/2018 uppgå till 290 miljarder kronor, i nominellt belopp (se diagram 1:8). Förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen återinvesteras tillsvidare. Stora förfall, på drygt 50 miljarder kronor, sker under första halvåret 2019. För att bibehålla Riksbankens närvaro i marknaden och uppnå en relativt jämn köptakt framöver kommer återinvesteringarna att inledas redan i januari 2018 och pågå fram till och med första halvåret 2019 (se diagram 1:10). Detta innebär att Riksbankens innehav av statsobligationer kommer att öka tillfälligt under 2018 och början av 2019 (se diagram 1:9).

Enligt Riksbankens prognos inleds långsamma räntehöjningar, från dagens historiskt låga nivå, i mitten av 2018. Som beskrivs i fördjupningen "Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken" kommer återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar att fortsätta tills reporäntan höjts till en lämplig nivå. Nästa stora förfall i statsobligationsportföljen sker i december 2020 då reporäntan väntas vara ungefär 0,7 procent (se diagram 1:7). Om det längre fram bedöms vara lämpligt kan även dessa förfall komma att återinvesteras. Den förda penningpolitiken kommer som vanligt att anpassas efter hur konjunkturen och inflationen utvecklas. Om inflationen blir lägre än väntat kan penningpolitiken göras ännu mer expansiv, till exempel genom att nettoköp av statsobligationer återupptas eller att höjningar av reporäntan senareläggs.

Penningpolitiken är, precis som på flera andra håll i världen, mycket expansiv och kommer att förbli så de kommande åren. Den reala reporäntan väntas till exempel vara negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:11).

### Penningpolitiska överväganden

Starkare konjunkturutsikter i omvärlden, ett resursutnyttjande som är högre än normalt och en uppreviderad prognos för KPIF-inflationen skulle kunna tala för en mindre expansiv penningpolitik. Den högre inflationsprognosen hänger dock främst samman med en oväntat stark ökning av energipriserna. Rensat för energipriser är prognosen för KPIF i stort sett oförändrad. Och även om inflationen har legat nära 2 procent en tid så sker detta efter en lång period då den underskridit målet. Det har krävts mycket stöd av penningpolitiken för att få upp inflationen och inflationsförväntningarna och den expansiva penningpolitiken är en förutsättning för att inflationen ska vara kvar nära 2 procent.

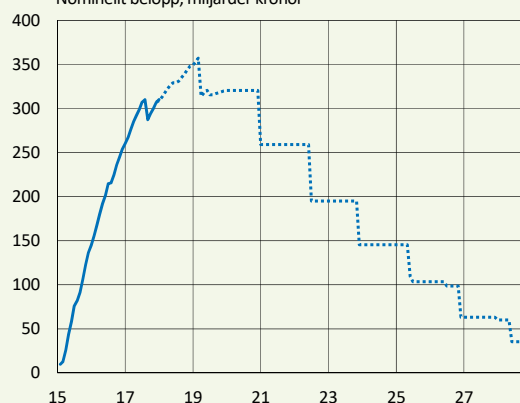
<sup>4</sup> För en diskussion se fördjupningen "Reporäntan på lång sikt" i Penningpolitisk rapport februari 2017.

### Riksbankens innehav av statsobligationer

Riksbanken har sedan februari 2015 beslutat om köp av statsobligationer till ett nominellt belopp av sammanlagt 290 miljarder kronor. Vid slutet av 2017 uppgår Riksbankens totala innehav till cirka 310 miljarder kronor, i nominellt belopp (se diagram 1:9). I innehavet ingår utöver de köp som skett sedan 2015 även den portfölj som byggdes upp under 2012 samt återinvesteringar av kupongbetalningar.

Förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen har kontinuerligt återinvesterats. Förfallostrukturen på den svenska statsobligationsmarknaden innebär att de obligationer som Riksbanken har köpt förfaller i ett fåtal stora steg, ungefär var 18:e månad. I mars 2019 sker nästa stora förfall på cirka 45 miljarder kronor, i nominella statsobligationer. Ett annat förfall på cirka 5 miljarder kronor, i reala statsobligationer, sker i juni 2019. Dessutom tillkommer kupongbetalningar på totalt cirka 15 miljarder kronor från januari 2018 till juni 2019. Avsikten är att återinvestera dessa förfall och kupongbetalningar jämnt under denna period (se diagram 1:10). Därefter kommer stora förfall i december 2020. Huruvida även dessa kommer att återinvesteras beror på hur konjunkturen och inflationen utvecklas. I diagram 1:9 illustreras hur Riksbankens statsobligationsinnehav skulle utvecklas rent mekaniskt om inga ytterligare återinvesteringar skulle ske efter 2019.

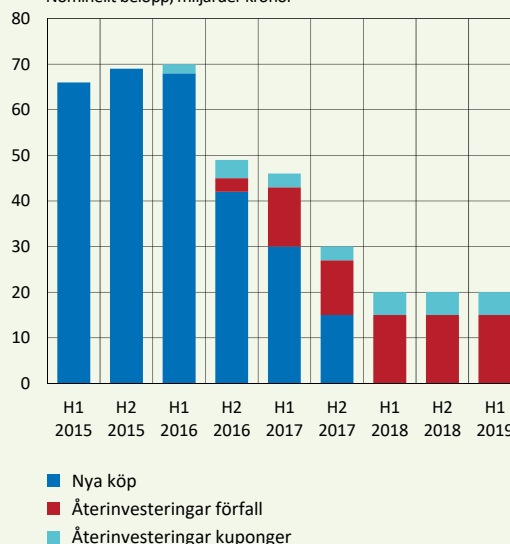
Diagram 1:9. Riksbankens innehav av statsobligationer  
Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Prognosen baseras på ett antagande att återinvesteringar pågår till och med 2019.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:10. Riksbankens köp och återinvesteringar  
Nominellt belopp, miljarder kronor



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

Källa: Riksbanken

Utvecklingen av kronans växelkurs är viktig för inflationen. Kronans växelkurs har varierat mycket under året och sedan oktober har den utvecklats svagare än väntat. Kronan väntas dock stärkas gradvis framöver och det är viktigt att förstärkningen sker just gradvis och inte alltför snabbt.

I en miljö där stora centralbanker i vår omvärld befinner sig i olika penningpolitiska faser råder det stor osäkerhet om hur kronans växelkurs kan komma att reagera. Den amerikanska centralbanken befinner sig i en räntehöjningsfas och har börjat avveckla sitt tillgångsinnehav. Den europeiska centralbanken bedriver dock fortfarande en mer expansiv penningpolitik med fortsatta tillgångsköp under större delen av 2018. Om Riksbankens penningpolitik i nuläget skulle göras mindre expansiv skulle den avvika mer tydligt från ECB:s. Då skulle förstärkningen av kronan kunna ske alltför snabbt eller bli alltför stor, vilket skulle föra med sig negativa effekter på både inflationen och tillväxten i svensk ekonomi.

Det finns också osäkerhet kring tillväxten och inflationen de kommande åren. Bostadsmarknaden bromsar in och lägre bostadsinvesteringar dämpar BNP-tillväxten i Riksbankens prognos. Skulle de negativa tillväxteffekterna bli större eller förloppet gå snabbare kan de negativa effekterna på inflationen bli större. Riksbankens bedömning är dock att en stark konjunktur i Sverige och omvärlden talar för fortsatt god efterfrågan på bostäder och nedgången i bostadspriserna väntas därför bli tillfällig och måttlig. Den nedgång i bostadspriser som skett hittills har inte påverkat förtroendeindikatorer för näringsliv och hushåll, som fortfarande ligger på höga nivåer. Utvecklingen på bostadsmarknaden väntas sammantaget inte få stora konsekvenser för inflationen.

Sammantaget talar detta för att penningpolitiken behöver vara fortsatt expansiv och att en normalisering av penningpolitiken, precis som i omvärlden, bör ske långsamt. En förutsättning för att inflationen ska vara kvar nära 2 procent är en fortsatt stark konjunktur som sätter avtryck i prisökningstakten.

## 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 1:11. Real reporänta



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

Källor: SCB och Riksbanken

### Sidoeffekter av penningpolitiken

Riksbanken analyserar kontinuerligt effekterna av den negativa styrräntan och de omfattande obligationsköpen.

En möjlig sidoeffekt av låga räntor är att tillgångar blir övervärderade och risker felaktigt prissatta samt att olika aktörers skuldsättning ökar på ett ohållbart sätt. Under en lång tid har uppgången i de svenska hushållens skuldsättning oroat och det är angeläget att på olika sätt öka motståndskraften i hushållssektorn och se till att bostadspriser och skulder utvecklas på ett långsiktigt hållbart sätt.

En annan möjlig sidoeffekt är att finansiella marknadens funktionssätt försämras. Så här långt bedöms de finansiella marknaderna ha kunnat hantera negativ ränta relativt friktionsfritt och den samlade bedömningen är att Riksbankens obligationsköp inte utgör ett stort problem på marknaden, även om det tar något längre tid att utföra transaktioner. Riksbanken följer noga utvecklingen, bland annat genom återkommande kontakter med berörda aktörer.

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

Bankers lönsamhet skulle kunna minska till följd av låga och negativa räntor, något som i förlängningen skulle kunna motverka den avsedda effekten med penningpolitiken om utlåningsräntor blir högre och utbudet av krediter lägre. Svenska bankers affärsmodeller har dock medfört att låga och negativa räntor inte hindrat en hög och stabil lönsamhet de senaste åren.

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

### Osäkerheten kring omvärldens konjunkturutsikter har minskat men risker kvarstår

Tillväxten i omvärlden har under året blivit starkare än vad som antagits i Riksbankens bedömningar. Det gäller inte minst euroområdet, som är den region som betyder mest för Sveriges utrikeshandel. Hushållens och företagens förtroende är på rekordnivåer, och kraften i konjunkturåterhämtningen i euroområdet skulle kunna bli starkare än vad som antas i prognosen.

Mot detta ska ställas bland annat den fortsatta osäkerheten kring Storbritanniens utträde ur EU. Även om vissa framsteg gjorts i förhandlingarna den senaste tiden finns många oklarheter kring den fortsatta processen. Samtidigt kvarstår många av de strukturella problemen i euroområdet, exempelvis rörande banksektorn.

### Betydande risker på den svenska bostadsmarknaden

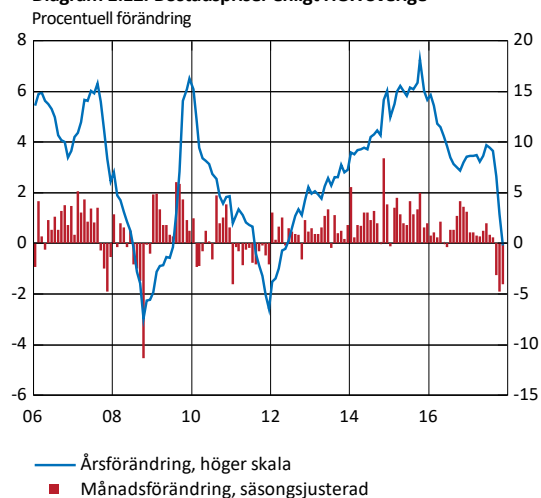
Hushållens skulder är höga och Riksbanken har länge kommunicerat att det finns uppenbara risker kopplade till utvecklingen på bostadsmarknaden. Den senaste tiden har bostadspriserna i Sverige vänt nedåt (se diagram 1:12). I Riksbankens prognos sjunker bostadspriserna ytterligare något den närmaste tiden men stabiliseras sedan och ökar i måttlig takt under prognosperioden. Dämpningen av bostadspriserna bidrar till att skulderna förväntas öka långsammare än bedömningen i oktober (se diagram 1:13). Denna bedömning är dock förknippad med stor osäkerhet. Om bostadspriserna skulle falla kraftigt ökar osäkerheten påtagligt kring den ekonomiska utvecklingen i Sverige, och det via flera kanaler.

Den höga tillväxten i Sverige de senaste åren har till stor del drivits av bostadsinvesteringarna. Ett kraftigt fall i bostadspriserna skulle sannolikt dämpa dessa investeringar betydligt mer än i Riksbankens prognos. Och den höga nivån på skuldsättningen har ökat känsligheten hos hushållens konsumtion för fallande bostadspriser. Hushållens skulder utgörs främst av bolån. Stigande bostadspriser har inneburit att värdet på säkerheterna för lånen ökat, vilket har möjliggjort för hushållen att låna alltmer och öka sitt konsumtionsutrymme. Om bostadspriserna faller kraftigt kommer värdet på säkerheterna att urholkas, vilket kan försvåra möjligheten att låna och bidra till att dämpa konsumtionen.

De svenska bankerna finansierar en stor del av sin bostadsutlåning med säkerställda obligationer, vilka till en betydande del innehåller utländska investerare. Om deras förtroende för den svenska bostadsmarknaden sviktar kan bankernas finansieringsmöjligheter försvagas och finansieringen bli dyrare. Det kan medföra att skillnaden mellan reporäntan och de räntor som hushållen betalar på sina bolån stiger, vilket skulle innebära ökade räntekostnader för hushållen som dämpar deras konsumtion (se också fördjupningen "Hur påverkas hushållen av stigande räntor?").

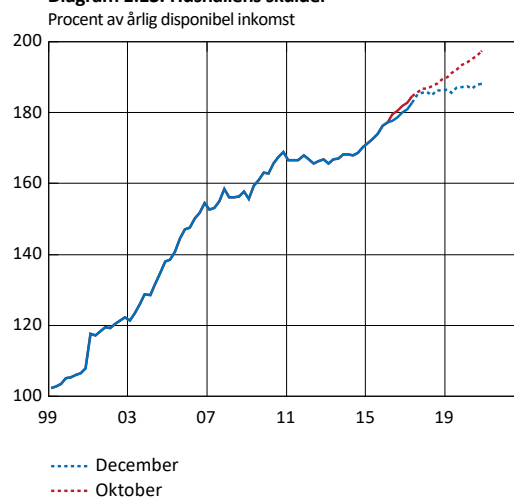
Den ökade osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen som ett stort fall i bostadspriserna kan ge upphov till skulle

Diagram 1:12. Bostadspriser enligt HOX Sverige



Källor: Valueguard och Riksbanken

Diagram 1:13. Hushållens skulder



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

Källor: SCB och Riksbanken

därtill kunna driva upp hushållens försiktighetssparande vilket även det skulle medföra lägre konsumtion.

### Osäkerhet kring inflationsprognosen

Ett stort prisfall på bostadsmarknaden skulle dämpa efterfrågan i Sverige, vilket skulle bidra till en lägre inflation än i Riksbankens prognos. Detta skulle tala för en mer expansiv penningpolitik för att motverka den lägre inflationen och den svagare konjunkturen. Men om omvärldens förtroende för svensk ekonomi och de svenska bankerna skulle svikta i denna situation kan en mycket kraftig försvagning av kronans växelkurs inte uteslutas, vilket skulle kunna leda till stigande inflation. Vad som då bedöms vara en lämplig penningpolitik beror framför allt på hur utsikterna för konjunkturen och inflationen på några års sikt påverkas.

Förändringarna i kronkursen under det senaste året illustrerar att prognoser för växelkursen är mycket osäkra. En snabbare kronförstärkning än i Riksbankens prognos 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. Denna risk är betydande i och med att inflationen varit låg under en lång tid.

Riksbanken bedömer att det krävs ett fortsatt högt resursutnyttjande för att säkerställa att inflationen hålls stabil kring 2 procent. Resursutnyttjandet bedöms vara högre än normalt under hela prognosperioden. En risk är dock att det höga resursutnyttjandet kan leda till alltför hög inflation framöver.<sup>5</sup> Det kan exempelvis ske i form av att löneökningarna utöver avtal stiger mycket eller om företagen höjer priserna oväntat snabbt.

Det finns därmed ett antal faktorer som skulle kunna leda till både lägre och högre inflation än vad Riksbanken räknar med. Riksbanken har fortsatt beredskap att göra penningpolitiken mer expansiv om inflationen återigen skulle bli alltför låg och förtroendet för inflationsmålet försvagas. Alla de verktyg som Riksbanken har redogjort för tidigare kan användas vid behov. Mot bakgrund av att inflationen under en lång tid underskridit målet har risker för lägre inflationsutfall större tyngd i den penningpolitiska avvägningen jämfört med risker för högre inflationsutfall.

### Viktigt med skärpt amorteringskrav

Det behöver vidtas flera olika åtgärder för att stärka hushållens motståndskraft. Den dämpade utvecklingen av bostadspriserna förväntas visserligen göra att hushållens skuldsättning ökar något långsammare än i prognosen i oktober. Fortfarande är dock hushållens skuldkvot hög och stigande.

Samtidigt kvarstår de grundläggande orsakerna till att hushållens skuldsättning har blivit så hög. En viktig orsak är att bostadsmarknaden fungerar dåligt. Att så är fallet beror delvis

### 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 varaktigt ligger under målet kommer också den nominella räntan i genomsnitt att bli lägre. Med en lägre genomsnittlig nominell ränta ökar risken för att reporäntan slår i sin nedre gräns, på motsvarande sätt som om inflationsmålet skulle sänkas. Detta innebär ett minskat utrymme för Riksbanken att sänka reporäntan i framtiden, om inflationen blir låg eller om konjunkturen sviktar. En alltför låg inflation kan dessutom försvåra anpassningen av reallöner mellan individer i ett företag och mellan olika branscher, eftersom de nominella lönerna vanligtvis stiger och sällan sänks. Det kan medföra en sämre fungerande arbetsmarknad och en högre arbetslöshet.

<sup>5</sup> Se även fördjupningen "Är aktiviteten i den svenska ekonomin för hög?" i Penningpolitisk rapport oktober 2017.

på att hyressättningssystemet begränsar utbudet av bostäder och leder till inlåsnings effekter som gör det svårt att finna bostäder, särskilt för unga och de som inte är etablerade på bostadsmarknaden. Fler hyresalternativ skulle innebära att de bostäder som byggs på ett bättre sätt motsvarar det som efterfrågas. Det är även viktigt med åtgärder som leder till att det befintliga bostadsbeståndet utnyttjas på ett effektivare sätt.

Det behövs därtill skattereformer som bidrar till en balanserad ökning av bostadspriserna och som minskar hushållens incitament att skuldsätta sig.

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 motståndskraften i hushållssektorn ökar.

Det är också viktigt att Finansinspektionens uppdrag och mål för makrotillsynen, samt processen för att tilldela Finansinspektionen verktyg, förtydligas och preciseras i lag. Regeringen beslutade i oktober om en proposition som bland annat syftar till att ge Finansinspektionen lagstöd för ytterligare åtgärder för att motverka finansiella obalanser på kreditmarknaden, till exempel avseende hushållens skuldsättning. Riksdagen har fattat beslut om lagförslaget som träder ikraft i februari 2018.

## FÖRDJUPNING – Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken

Penningpolitiken i Sverige är idag, liksom i många andra länder, mycket expansiv. Detta har bidragit till en stark konjunktur och till att inflationen nu är nära målet. Penningpolitiken bedöms bli mindre expansiv framöver, vilket också avspeglas i prognosen för reporäntan. Då uppstår frågor om hur Riksbankens innehav av statsobligationer kommer att utvecklas på sikt, och hur höjningar av reporäntan kommer att samspela med förändringar i innehavet. Riksbankens övergripande strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken liknar den som har valts av andra centralbanker. Strategin innebär att Riksbanken först avslutar nettoköpen av statsobligationer, medan återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar i tillgångsportföljen fortsätter. Därefter, när penningpolitiken gradvis ska bli mindre expansiv, höjs reporäntan långsamt, medan återinvesteringarna fortsätter. När reporäntan har höjts till en lämplig nivå kan återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar trappas ned eller avslutas, så att Riksbankens innehav av statsobligationer minskar när obligationerna förfaller. På lång sikt bör innehavet vara mindre än idag, men exakt hur stort det kommer att vara beror på flera faktorer som är svåra att bedöma idag.

### Penningpolitiken väntas bli mindre expansiv på sikt

Sedan februari 2015 har Riksbanken sänkt reporäntan från noll till -0,50 procent, genomfört omfattande köp av statsobligationer och även kommunicerat en beredskap att vid behov intervensera på valutamarknaden. Förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen återinvesteras tillsvidare för att penningpolitiken ska förbli mycket expansiv.

I ett historiskt perspektiv är detta en ovanlig penningpolitik. Syftet är dock detsamma som med vanliga penningpolitiska åtgärder: att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och att stödja den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Men att uppfylla de penningpolitiska målen är speciellt utmanande när både det allmänna globala ränteläget och inflationen är låga, eftersom penningpolitiken då begränsas av att det finns en nedre gräns för styrräntan.<sup>6</sup> Detta är en viktig anledning till att Riksbanken och flera andra centralbanker sedan finanskrisens början 2008 även har vidtagit kompletterande penningpolitiska åtgärder, såsom köp av olika finansiella tillgångar.

Det ekonomiska och penningpolitiska läget har dock gradvis förändrats till det bättre. Det har under 2017 kommit ytterligare tecken på att konjunkturuppgången i omvärlden fortsätter. I Sverige är resursutnyttjandet högt och inflationen nära målet. Liksom Riksbanken bedriver de större centralbankerna i omvärlden alltså en expansiv

penningpolitik, men de befinner sig i olika penningpolitiska faser. Federal Reserve i USA avslutade sina nettoköp av tillgångar hösten 2014 och har sedan december 2015 inlett en serie räntehöjningar. I oktober 2017 började Federal Reserve att gradvis minska sitt tillgångsinnehav. Den europeiska centralbanken (ECB) har å andra sidan annonserat att man fortsätter med sina tillgångsköp åtminstone till och med september 2018.

Denna fördjupning beskriver på ett övergripande sätt de olika strategier och planer som kommunicerats av Federal Reserve och ECB. Därefter beskrivs Riksbankens övergripande strategi för en gradvis normalisering av den svenska penningpolitiken.

### Flera strategiska frågor att ta ställning till

När penningpolitiken ska normaliseras och göras mindre expansiv behöver centralbankerna ta ställning till en rad frågor. En fråga gäller hur stort innehav av finansiella tillgångar centralbanken behöver på lång sikt för att effektivt och ändamålsenligt kunna genomföra penningpolitiken. Om innehaven ska minskas jämfört med dagens nivåer, behöver centralbankerna också ta ställning till hur detta ska gå till. Eftersom de finansiella tillgångar som centralbankerna huvudsakligen har köpt (obligationer) förfaller vid löptidens slut är ett sätt att minska tillgångsinnehavet att helt enkelt sluta återinvestera förfall och kupongbetal-

<sup>6</sup> För en tidigare beskrivning av vilka åtgärder andra centralbanker har vidtagit, se fördjupningen "Penningpolitik när styrräntan är nära noll" i Penningpolitisk rapport oktober 2014. U. Söderström, och A. Westermark, "Penningpolitik när styrräntan är

noll", *Penning- och valutapolitik* 2009:2, Sveriges Riksbank, beskriver i mer allmänna ordalag olika penningpolitiska åtgärder när styrräntan har nått sin nedre gräns.



ningar. På så sätt kommer innehavet att minska automatiskt utan ytterligare beslut från centralbanken.<sup>7</sup> En alternativ strategi är att aktivt sälja av tillgångar.

En annan fråga rör i vilken ordning de olika instrumenten bör användas: ska centralbanken först höja styrräntan och därefter minska innehavet, eller är den omvända ordningen mest lämplig? Eller ska båda verktygen användas parallellt? En relaterad fråga rör om det är förändringar i styrräntan eller förändringar i tillgångsinnehavet som kommer att vara det huvudsakliga penningpolitiska verktyget på sikt.

Rent tekniskt finns det förstås många olika sätt och sekvenser av beslut för att göra penningpolitiken mindre expansiv. För att normaliseringen ska fortlöpa på ett smidigt sätt kan det dock vara önskvärt att på förhand vara tydlig med hur penningpolitiken förväntas utvecklas under de närmaste åren.

### **Federal Reserve har länge signalerat hur man planerat att normalisera penningpolitiken**

Bland de stora centralbankerna har Federal Reserve, som redan har tagit konkreta steg mot en mindre expansiv penningpolitik, varit mest tydlig om vilken strategi man tänker använda när penningpolitiken normaliseras.<sup>8</sup>

Till att börja med har Federal Reserve kommunicerat att man på längre sikt inte avser att inneha mer finansiella tillgångar än vad som krävs för att genomföra penningpolitiken på ett effektivt och ändamålsenligt sätt. Innehavet kommer därför att vara avsevärt mindre än under de senaste åren, men större än före den finansiella krisen. För att minimera påverkan på allokeringen av krediter mellan olika sektor kommer innehavet främst bestå av statsobligationer.

Vad gäller ordningen för de olika verktygen har Federal Reserve tidigare annonserat att man skulle fortsätta att återinvestera alla förfall i tillgångsportföljen tills höjningarna av styrräntan var "på god väg".<sup>9</sup> Man valde alltså att börja höja räntan innan avvecklingen av tillgångarna hade inletts. En anledning till att göra så är att centralbanken då kan använda sitt vanliga instrument (styrräntan) för att anpassa penningpolitiken om avvecklingen av tillgångar skulle orsaka osäkerhet och en alltför snabb åtstramning av de finansiella förhållandena, eller om andra störningar i ekonomin skulle inträffa.

När styrräntan väl bedöms befinna sig på lämpligt avstånd från den nedre gränsen finns det i stort sett två typer av penningpolitiska strategier som kan övervägas.<sup>10</sup> En

strategi är att utnyttja balansräkningen som ett oberoende andra verktyg, som kompletterar styrränteförändringar, till exempel genom att sälja av de tillgångar som centralbanken köpt. En alternativ strategi är att bara använda styrräntan som ett aktivt verktyg för penningpolitiken, medan balansräkningen får en passiv roll, till exempel genom att de tillgångar som köpts tillåts förfalla vid löptidens slut. Federal Reserve har tidigare kommunicerat, och nu börjat tillämpa, den senare strategin. Man har också kommunicerat att avsikten är att låta tillgångsportföljen vara ett passivt penningpolitiskt instrument även på sikt.

Federal Reserve framhåller också att man är beredd att anpassa detaljerna i sin strategi om så skulle anses nödvändigt mot bakgrund av den ekonomiska och finansiella utvecklingen.

### **ECB har kommunicerat färre detaljer**

ECB har varit mindre detaljerad i sin kommunikation om hur penningpolitiken kan komma att normaliseras. Man har betonat att inflationsutvecklingen och det allmänna ekonomiska läget avgör när och hur penningpolitiken normaliseras.<sup>11</sup>

Det ECB officiellt har kommunicerat handlar framför allt om hur länge penningpolitiken förväntas vara expansiv. Tillgångsköpen förväntas fortlöpa till slutet av september 2018 eller längre om så skulle behövas, och åtminstone till dess ECB bedömer att inflationen stiger mot inflationsmålet. ECB har även kommunicerat att viktiga styrräntor förväntas ligga kvar på nuvarande nivå under en längre tid, och långt efter att nettoköpen av tillgångar har avslutats.<sup>12</sup> Det senare är i linje med Federal Reserves kommunikation och åtgärder.

ECB har vidare indikerat att styrräntan på sikt kommer att återgå till att vara det huvudsakliga penningpolitiska instrumentet. ECB har dock inte sagt om man i likhet med Federal Reserve avser att ge balansräkningen en passiv roll, till exempel genom att låta de tillgångar som köpts förfalla vid löptidens slut.

Vad gäller ECB:s långsiktiga planer för balansräkningen har man kommunicerat att sammansättningen och storleken på centralbankens balansräkning på lång sikt innehåller begränsad information om penningpolitiken, eftersom

<sup>7</sup> En variant av denna strategi är att återinvestera en viss andel av förfall och kupongbetalningar för att låta innehavet minska mer gradvist.

<sup>8</sup> Se Board of Governors of the Federal Reserve System, "Policy Normalization Principles and Plans", pressmeddelande, 17 september 2014; och Board of Governors of the Federal Reserve System, "Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans", pressmeddelande, 14 juni 2017.

<sup>9</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, "Federal Reserve Issues FOMC Statement", pressmeddelande, 16 december 2015.

<sup>10</sup> L. Brainard, "Transitions in the Outlook and Monetary Policy", tal vid John F. Kennedy School of Government, Harvard University, Cambridge, Massachusetts, 2 mars 2017.

<sup>11</sup> Se till exempel M. Draghi, "Monetary policy and the economic recovery in the euro area", och P. Praet, "Calibrating unconventional monetary policy", tal vid The ECB and Its Watchers XVIII Conference, Frankfurt am Main, 6 april 2017.

<sup>12</sup> M. Draghi, Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, 20 november 2017.

styrräntan i normala tider är det huvudsakliga penningpolitiska instrumentet.<sup>13</sup> ECB har också betonat att balansräkningen på sikt kan behöva vara större än före den finansiella krisen, till exempel om centralbanken behöver bredda styrsystemet till andra räntor eller andra motparter.<sup>14</sup>

### Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken

Riksbankens direktion gör vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle en bedömning av vilken bana för reporäntan och vilka andra eventuella kompletterande åtgärder som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Vilken sekvens av penningpolitiska åtgärder som är lämplig bestäms, liksom för ECB och Federal Reserve, således av normala överväganden om vad som är bäst för att stabilisera inflationen kring inflationsmålet samt produktion och sysselsättning kring långsiktigt hållbara banor.

Jämfört med de stora centralbankerna behöver en centralbank i en liten öppen ekonomi som den svenska i högre grad ta hänsyn till andra centralbankers agerande. Om Riksbankens penningpolitik tydligt avviker från omvärldens skulle kronans växelkurs kunna påverkas kraftigt, vilket i sin tur skulle kunna föra med sig negativa effekter på både inflationen och tillväxten i svensk ekonomi. Detta talar för att låta valet av långsiktig strategi för Sverige ta intryck av vilken strategi andra centralbanker väljer.

Exakt hur penningpolitiken så småningom ska göras mindre expansiv är svårt att planera i detalj. Men Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken kan översiktligt åskådliggöras i fem olika faser (se figur A1). I fas 1 görs penningpolitiken fortfarande mer expansiv. I fas 2 avslutas nettoköpen av tillgångar. Fas 3 och framför allt fas 4 är faser där penningpolitiken gradvis görs mindre expansiv. Fas 5 är ett normalläge på längre sikt. De olika fasernas respektive längd är dock inte förutbestämd utan bestäms av hur ekonomin utvecklas. Och i praktiken är gränserna mellan faserna inte nödvändigtvis skarpa, utan penningpolitiken kan gradvis gå från en fas till en annan. Dessutom kommer penningpolitiken som vanligt att anpassas efter ekonomin, och det kan inte uteslutas att den under normaliseringsperioden kan behöva göras mer expansiv.

Riksbankens strategi innebär att nettoköpen av statsobligationer avslutas först, medan återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar i tillgångsportföljen fortsätter (fas 2 i figur A1). På så sätt förblir penningpolitiken mycket expansiv. Förfall i Riksbankens obligationsportfölj sker dock i stora steg, ungefär var 18:e månad. För att undvika köp av mycket stora volymer under en kort period

kan återinvesteringar därför behöva jämnas ut över en längre period, och kan även inledas före förfallet.

Därefter, när penningpolitiken gradvis ska bli mindre expansiv, höjs reporäntan långsamt, medan återinvesteringarna fortsätter (fas 3 i figur A1).

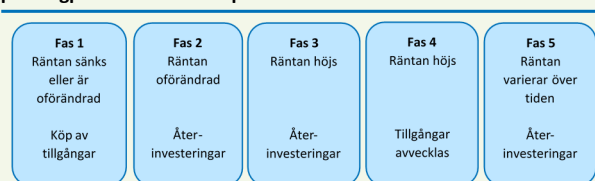
Direktionen bedömer att Riksbankens innehav av statsobligationer på längre sikt bör vara mindre än dagens nivå. Riksbanken äger idag drygt 40 procent av den utestående stocken av nominella statsobligationer, och det är rimligt att innehavet på sikt minskar till en lägre nivå. Exakt hur stort innehavet kommer att vara beror dock på ett antal faktorer som nu är svåra att bedöma, till exempel vilken storlek på bankernas likviditetsöverskott mot Riksbanken som är lämplig för att Riksbanken ska kunna implementera penningpolitiken på ett effektivt sätt.

När reporäntan har höjts till en lämplig nivå kan återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar trappas ned eller avslutas, så att Riksbankens innehav av statsobligationer minskar när obligationerna förfaller (fas 4 i figur A1). På så sätt minskar tillgångsinnehavet och storleken på Riksbankens balansräkning på ett förutsägbart sätt. Medan innehavet minskar kommer penningpolitiken att justeras främst genom förändringar av reporäntan.

På längre sikt kan återinvesteringarna komma att återupptas så att obligationsinnehavet hålls på en önskvärd nivå (fas 5 i figur A1). Riksbanken bedömer att reporäntan även på längre sikt kommer att vara det huvudsakliga penningpolitiska verktyget för att stabilisera inflationen kring inflationsmålet samt produktion och sysselsättning kring långsiktigt hållbara banor.

Det är förstuds osäkert hur snabbt reporäntan kan komma att höjas och innehavet av statsobligationer minskas. Riksbanken kommer att anpassa detaljerna kring normaliseringen av penningpolitiken allteftersom ekonomin utvecklas. Och om de ekonomiska förutsättningarna så kräver kan penningpolitiken återigen göras mer expansiv.

Figur A1. Stilerad bild av en strategi för att gradvis göra penningpolitiken mindre expansiv



<sup>13</sup> Se ECB, "The role of the central bank balance sheet in monetary policy," Economic Bulletin Issue 4, June 2015.

<sup>14</sup> Se V. Constâncio, "The future of monetary policy frameworks", föreläsning vid Instituto Superior de Economia e Gestão, Lisbon, 25 maj 2017.

## FÖRDJUPNING – Hur påverkas hushållen av stigande räntor?

Att hushållens skulder har ökat och att deras lån i större utsträckning har kort räntebindningstid innebär att penningpolitikens effekter på hushållens konsumtion är större än tidigare. En anledning till det är att hushållens lånekostnader i större utsträckning påverkas av ränteförändringar. Den direkta effekten på hushållens ränteutgifter och ränteinkomster av att Riksbanken de närmaste tre åren höjer reporäntan i linje med prognosen, det vill säga med 1,25 procentenheter, innebär att hushållens disponibla inkomster dämpas med drygt 1 procent. Detta bedöms i sig självt ha relativt begränsade effekter på hushållens totala konsumtion de kommande tre åren. Men högt skuldsatta hushåll kan påverkas betydligt mer än övriga hushåll. I den utsträckning högre räntor dämpar bostadspriserna kan dessutom hushållens belåningsgrader stiga, vilket kan göra det svårare att konsumera med hjälp av utökade bolån. Den högre räntekänsligheten bland hushållen talar i sig för att höja reporäntan i långsam takt. Hur snabbt det är lämpligt att höja reporäntan framöver bestäms dock av de ekonomiska utsikterna i stort och prognosen för inflationen och inte enbart av hushållens räntekänslighet.

Hushållens allt högre skuldsättning i kombination med en ökande andel bolån med kort räntebindningstid har väckt frågan hur hushållen kommer att påverkas av att räntorna stiger. Ett argument som ibland förs fram är att de skuldsatta hushållens räntebetalningar skulle stiga kraftigt, med stora återverkningar på efterfrågan i ekonomin. Detta skulle kunna försvåra möjligheterna för Riksbanken att höja reporäntan, även om det skulle vara motiverat utifrån inflations- och konjunkturutsikterna.

Denna fördjupning syftar till att reda ut hur hushållens disponibla inkomster påverkas av att räntorna stiger och vilka effekter detta skulle kunna få på deras konsumtion.<sup>15</sup> Räntorna antas stiga i linje med Riksbankens prognos, som innebär att reporäntan höjs från -0,5 procent till 0,75 procent i slutet av 2020.

### Varför har hushållen blivit mer räntekänsliga?

Enligt ekonomisk teori påverkar förändringar i realräntan konsumtionen genom att förändra hushållens avvägning mellan konsumtion idag och i framtiden. Penningpolitiken bestämmer nivån på den korta nominella räntan och påverkar realräntan under en begränsad period eftersom priserna är trögrörliga.

Men räntan kan påverka hushållens konsumtion även via andra kanaler. Nyare forskning har exempelvis studerat hur skuldsättningen bland hushållen kan påverka effekterna. Ett gemensamt drag i denna forskning är att låntagare och sparare beter sig olika, exempelvis därför att låntagarna är kreditbegränsade. Hushållens konsumtion

påverkas då i högre grad av bostadspriser och den aktuella disponibla inkomsten.

### Penningpolitikens effekt på konsumtionen kan förstärkas vid hög skuldsättning

Eftersom reporäntan påverkar bostadspriserna kan den också påverka hushållens möjlighet att ta lån med bostaden som säkerhet. De lånebegränsningar som hushållen möter kan bli mer bindande om bostadspriserna sjunker, vilket försämrar deras möjligheter att konsumera. Denna effekt brukar benämnas **lånesäkerhetseffekten**.<sup>16</sup> Om hushållen är högt skuldsatta blir denna effekt större.<sup>17</sup>

En annan anledning till att penningpolitiken påverkar hushållens konsumtion är att förändringar i styrräntan får ett genomslag på hushållens räntebetalningar och disponibla inkomster. Detta brukar benämnas penningpolitikens **kassaflödeskanal**. Även denna kanal förstärks om hushållen är högt skuldsatta och har kort räntebindningstid på sina bolån.

En principiell invändning mot kassaflödeskanalen är att långivarnas ränteinkomster borde öka lika mycket som låntagarnas ränteutgifter när styrräntan höjs. Men om låntagarnas konsumtionsbenägenhet skiljer sig från långivarnas, kan denna inkomstöverföring ha aggregerade effekter på konsumtionen. Nyare forskning har försökt att kartlägga sådana skillnader mellan olika hushålls konsumtionsbeslut när räntan ändras, för att belysa betydelsen av kassaflödeskanalen. Ett resultat är att högt skuldsatta hushåll med rörliga boräntor reagerar relativt mer på ränteförändringar i sin konsumtion än övriga hushåll, vilket kan

<sup>15</sup> För en mer detaljerad beskrivning se P. Gustafsson, M. Hesselman, och B. Lagerwall, "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av högre räntor?", *Stoff Memo*, Sveriges riksbank, 2017. För en beskrivning av hur olika hushållsgrupperns räntebetalningar påverkas av stigande räntor, se fördjupningen "Hushållens skuldsättning och räntekänslighet" i *Finansiell stabilitet 2017:2*, Sveriges riksbank.

<sup>16</sup> Se K. Walentin, "Housing collateral and the monetary transmission mechanism", *Scandinavian Journal of Economics*, 113(3), sid. 635-668, 2014.

<sup>17</sup> Se D. Finocchiaro, M. Jonsson, C. Nilsson och I. Strid, "Samhällsekonomiska effekter av att minska hushållens skuldsättning", *Penning- och valutapolitik 2016:2*, Sveriges riksbank.

tolkas som stöd för att kassaflödeskanalen kan ha betydelse.<sup>18</sup> Det finns två tänkbara förklaringar till att kassaflödeseffekten kan bli större för högt skuldsatta hushåll med rörliga boräntor. För det första blir effekten på den disponibla inkomsten av en given ränteförändring större. För det andra kan högt skuldsatta hushåll reagera mer på inkomstförändringar än mindre skuldsatta hushåll. En förklaring skulle kunna vara att högt skuldsatta hushåll är, eller löper risk att bli, kreditbegränsade.<sup>19</sup>

### Kassaflödeseffekterna dämpar hushållens inkomster

Hushållens disponibla inkomst kan förenklat definieras enligt följande:

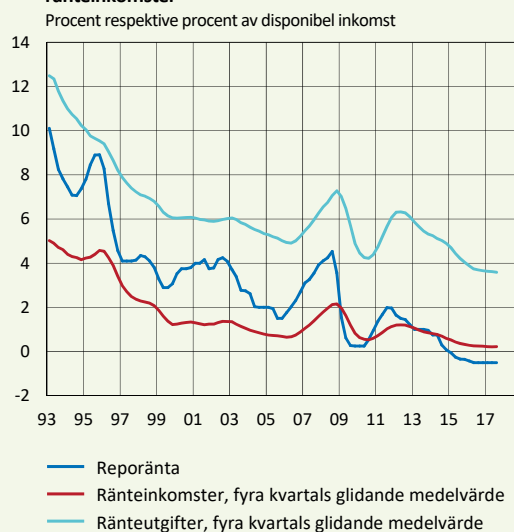
*Disponibel inkomst*  $\approx$  lön + transfereringar + ränteinkomster + övriga kapitalinkomster – ränteutgifter – skatter

Riksbankens reporäntebana indikerar att räntan kommer att stiga med 1,25 procentenheter de närmaste tre åren. Det kommer innebära ökade ränteutgifter och minskad disponibel inkomst för låntagare. På motsvarande sätt kommer räntehöjningen att innebära ökade ränteinkomster och en ökad disponibel inkomst för långgivare.

Vi diskuterar här effekterna på hushållens disponibla inkomster i termer av direkta effekter på ränteinkomster och ränteutgifter. Effekterna på hushållens övriga inkomster av stigande räntor, exempelvis löner och övriga kapitalinkomster, bortses ifrån.

Historiskt har ränteinkomsterna och ränteutgifterna samvarierat med förändringar i reporäntan, men hushållens ränteutgifter är högre än deras ränteinkomster (se diagram 1.14). Det beror dels på att hushållens skulder är större än deras bankinlåning, dels på att utlåningsräntorna är högre än inlåningsräntorna. Om in- och utlåningsräntan stiger lika mycket kan man förvänta sig att ränteutgifterna stiger mer än ränteinkomsterna – och att den totala disponibla inkomsten sjunker.<sup>20</sup> Under de närmaste åren antas denna effekt förstärkas av att inlåningsräntorna stiger långsammare än reporäntan.<sup>21</sup> Det beror på att hushållens inlåningsräntor inte följt med reporäntan ner under noll (se diagram 2:8). Därför väntas inte inlåningsräntan stiga så länge reporäntan är negativ eller strax över noll.

Diagram 1:14. Reporänta, hushållens ränteutgifter och ränteinkomster



Anm. Ränteutgifter och ränteinkomster är beräknade före skatt och är ej FISIM-korrigerade.

Källor: SCB och Riksbanken

Ett sätt att beräkna de direkta effekterna på hushållens disponibla inkomster är att använda data från Finansräkenskaperna. Fördelen är att både ränteinkomster och ränteutgifter efter skatt kan beräknas. En sådan beräkning visar att ökningen av hushållens ränteutgifter, när reporäntan stiger med 1,25 procentenhet, dämpar den disponibla inkomsten med 1,6 procent, medan ökade ränteinkomster höjer den med 0,3 procent. Sammantaget innebär kassaflödeseffekten, allt annat lika, att hushållens disponibla inkomst dämpas med avrundat 1,2 procent.

En motsvarande beräkning med data från mitten av 1990-talet, då hushållens skuldsättning var ungefär hälften så hög som idag, indikerar att effekten då var betydligt mindre. I den bemärkelsen har alltså hushållens räntekänslighet via kassaflödeseffekten ökat över tiden.<sup>22</sup>

En alternativ ansats är att utgå från Riksbankens data över individuella hushålls skulder.<sup>23</sup> Datamaterialet saknar information om hushållens tillgångar och därmed deras ränteinkomster, men ger information om hur hushåll med olika skuldsättning påverkas av stigande räntor.

Det finns stora skillnader i kassaflöden mellan hushållen. Diagram 1:15 visar att det för hushåll med skuldkvoter över 300 procent, det vill säga decilgrupperna 8–10, kan

<sup>18</sup> Se exempelvis M. Flodén, M. Kilstrom, J. Sigurdsson and R. Vestman, "Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash-Flow Channel", Working Paper nr 342, Sveriges riksbank, 2017, J. Cloyne, C. Ferreira, och P. Surico, "Monetary Policy When Households Have Debt: New Evidence on the Transmission Mechanism", Bank of England Staff Working Paper No. 589, 2016, G. La Clava, H. Hughson, och G. Kaplan, "The Household Cash Flow Channel of Monetary Policy", Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper 2016-12, 2016, samt M. Di Maggio, A. Kermani, B.J. Keys, T. Piskorski, R. Ramcharan, A. Seru och V. Yao, "Interest Rate Pass-Through: Mortgage Rates, Household Consumption, and Voluntary Deleveraging", *American Economic Review* 107(11) sid. 3550–3588, 2017.

<sup>19</sup> Se exempelvis S. R Baker, "Debt and the Response to Household Income Shocks: Validation and Application of Linked Financial Account Data", under publicering i *Journal of Political Economy*, 2017.

<sup>20</sup> Se fördjupning i Konjunkturläget, oktober 2017, s. 27-28, Konjunkturinstitutet.

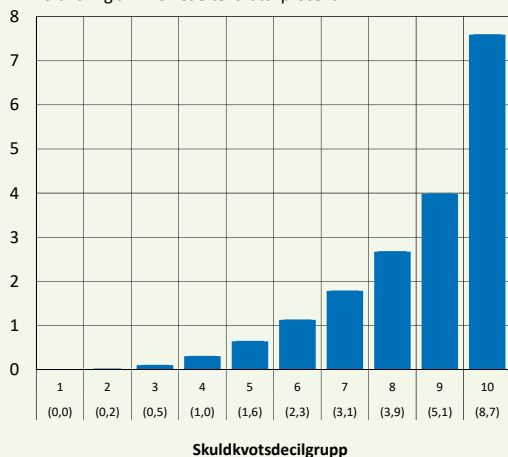
<sup>21</sup> Differensen mellan utlåningsräntor och reporäntan antas däremot vara konstant, oavsett bindningstid.

<sup>22</sup> Se P. Gustafsson, M. Hesselman, och B. Lagerwall, "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av högre räntor?", *Staff Memo*, Sveriges riksbank, 2017.

<sup>23</sup> Dessa data kommer från de åtta största bankerna i Sverige och utgör ungefär 75 procent av hushållens totala skulder enligt Finansräkenskaperna. Se van K. Blom och P. van Santen, "De svenska hushållens skuldsättning – uppdatering för 2017", *Ekonomisk kommentar* nr. 6, 2017, Sveriges riksbank.

bli fråga om effekter på mellan knappt 3 och drygt 7 procent av den disponibla inkomsten.

**Diagram 1:15. Kassaflödeseffekt för grupper av hushåll med olika skuldkvot när räntan stiger 1,25 procentenheter**  
Förändring av inkomst efter skatt i procent



Anm. Kassaflödeseffekten avser genomsnitt för respektive decilgrupp. Inom parentes anges genomsnittlig skuldkvot.

Källa: Riksbanken

### Skillnader i konsumtionsbenägenhet mellan hushåll

Hur en förändring av den disponibla inkomsten påverkar konsumtionen beror på vad man antar om hushållens konsumtionsbenägenhet, det vill säga hur mycket konsumtionen förändras vid en given inkomstförändring. Effekten beror också på om hushållens konsumtion påverkas olika mycket av ökade ränteinkomster respektive ränteutgifter. Den maximala effekten uppstår om ökade ränteinkomster helt och hållet sparas medan ökade ränteutgifter resulterar i en lika stor minskning av konsumtionen. I detta fall dämpas hushållens konsumtion med 1,7 procent.<sup>24</sup> Även variationer i konsumtionsbenägenhet bland de skuldsatta hushållen kan påverka de totala effekterna, eftersom de högst skuldsatta hushållen står för en stor del av variationen i kassaflödet.<sup>25</sup>

### Stigande löner och högt sparande främjar konsumtionen

Effekten av stigande räntor på hushållens kassaflöden måste också sättas in i ett större sammanhang. I Riksbankens prognos bedöms hushållens disponibla inkomster växa i relativt god takt, även när räntan börjar höjas. Detta

beror bland annat på att lönerna stiger. Hushållen konsumtionsmöjligheter gynnas dessutom av att de sparar en historiskt hög andel av sina inkomster (se diagram 4:8). Om hushållen strävar efter att jämna ut konsumtionen kan de minska sitt sparande för att motverka nedgången i inkomstillväxten när räntorna stiger. Konsumtionen kan därmed fortsätta att växa under de närmaste åren.

Reporäntan kan förväntas fortsätta att stiga även bortom prognoshorisonten. Mittpunkten av det intervall som Riksbanken angett för reporäntan på lång sikt, på 2,5–4 procent, innebär en ränteuppgång på 3,75 procentenheter från dagens nivå. Kassaflödeseffekten av en sådan ränteuppgång skulle allt annat lika dämpa hushållens disponibla inkomster med knappt 3 procent.<sup>26</sup>

### Men det finns flera osäkerhetsfaktorer

Bedömningen av hur stigande räntor påverkar konsumtionen är dock osäker. En faktor rör i vilken omfattning hushållens har tagit hänsyn till att räntorna i framtiden kommer att vara högre än idag. Studier indikerar att svenska hushåll i genomsnitt inte har orimliga förväntningar på den rörliga bolåneräntan.<sup>27</sup> Men det utesluter inte att högt skuldsatta bolånetagare kan ha betydligt lägre förväntningar än genomsnittet. Om förväntningarna visar sig ha varit för låga då räntan stiger skulle dessa hushåll i så fall kunna behöva justera sin konsumtion mer påtagligt.

Ytterligare en osäkerhetsfaktor är att det saknas aktuella data över hur sparandet och tillgångarna är fördelade bland hushållen. Många svenska hushåll har idag en hög skuld i förhållande till bostadens värde, vilket kan förstärka den så kallade lånesäkerhetseffekten av penningpolitiken.<sup>28</sup> I den utsträckning bostadspriserna dämpas av stigande räntor ökar hushållens belåningsgrader, vilket kan försvåra deras möjlighet att konsumera via utökade bolån.<sup>29</sup>

### Penningpolitiken inriktas på inflationsmålet

Högre skuldsättning har gjort att hushållens räntekänslighet har ökat. Effekten på deras konsumtion av ränteförändringar är därmed större. Det talar i sig för att höja reporäntan i långsam takt. Riksbankens penningpolitik bestäms dock inte enbart av hushållens räntekänslighet utan syftar till att uppnå inflationsmålet och bidra till en stabil makroekonomisk utveckling generellt.

<sup>24</sup> Kassaflödeseffekten dämpar den disponibla inkomsten med 1,6 procent. Att effekten på konsumtionen blir något större beror på att konsumtionsnivån aggregerat är ungefär 90 procent av nivån på den disponibla inkomsten.

<sup>25</sup> För exempelberäkningar som illustrerar dessa effekter, se Gustafsson, P., Hesselman, M. och B. Lagerwall, "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av högre ränta?", *Staff Memo*, 2017, Sveriges riksbank.

<sup>26</sup> Anledningen till att effekten inte blir ännu större är att in- och utlåningsräntorna förväntas stiga lika mycket bortom prognoshorisonten.

<sup>27</sup> Se E. Hjalmarsson och P. Österholm, "Households' mortgage rate expectations – more realistic than at first glance?", *Penning- och valutapolitik* 2017:2, Sveriges riksbank, och P. Österholm, "Är hushållens förväntningar rörande bolåneräntan realistiska?", *Ekonomisk Debatt* nr 5, 2017.

<sup>28</sup> Den genomsnittliga belåningsgraden för nya bolån ökade mellan 2002 och 2010 från under 60 procent till över 70 procent, för att idag ligga strax under 70 procent. 21 procent av nya bolånetagare hade 2016 en belåningsgrad på 85 procent. Se "Den svenska bolånemarknaden 2017", Finansinspektionen.

<sup>29</sup> En allmän jämviktsmodell skattad på svenska data, som fångar penningpolitikens effekter via kassaflödes- och lånesäkerhetskanalen, indikerar att effekten av en oväntad räntehöjning på hushållens konsumtion är ungefär dubbelt så stor vid dagens nivå på hushållens skuldsättning som vid nivån i mitten av 1990-talet. Se D. Finocchiaro, M. Jonsson, C. Nilsson, och I. Strid, "Samhällsekonomiska effekter av att minska hushållens skuldsättning", *Penning- och valutapolitik* 2016:2, Sveriges riksbank.

## KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har både Federal Reserve och Bank of England höjt sina styrräntor. ECB har annonserat att man förlänger sina tillgångsköp. Sammantaget förväntas normaliseringen av omvärldens penningpolitik även fortsatt gå i långsam takt. Detta speglas i de internationella räntorna på statsobligationer med längre löptider som ligger kvar på låga nivåer. I Sverige har kronan försvagats. Försvagningen skedde bland annat i samband med inflationsutfallet för oktober och BNP-utfallet för det tredje kvartalet, som båda var något svagare än väntat. En något svagare makrostatistik har även påverkat förväntningarna på Riksbankens reporäntebana, där marknadsaktörerna nu förväntar sig en första höjning under andra halvåret 2018. I Sverige möter hushåll och företag fortsatt låga räntor samtidigt som kreditillväxten är fortsatt hög.

### Utvecklingen internationellt

#### Fortsatt expansiv penningpolitik i omvärlden

I oktober meddelade den europeiska centralbanken (ECB) att nettotillgångsköpen förlängs till september 2018, eller längre om så är nödvändigt, men att volymen för de månatliga köpen halveras från 60 till 30 miljarder euro från och med årsskiftet. Vid det penningpolitiska mötet i december reviderade ECB upp sina prognoser för tillväxten för de kommande åren men underströk att en fortsatt expansiv penningpolitik är nödvändig för att inflationen ska nå målet.<sup>30</sup> Förväntningarna på ECB:s styrränta är, enligt marknadsprissättningen, oförändrade och indikerar en första höjning först under 2019.

Den amerikanska centralbanken Federal Reserve fortsätter att gradvis göra penningpolitiken mindre expansiv. I december höjde den, i linje med marknadens förväntningar, intervall för styrräntan till 1,25–1,50 procent vid sitt penningpolitiska möte. Samtidigt fortskrider den gradvisa nedtrappning av balansräkningen som inleddes i oktober. Enligt medianprognosen från ledamöterna i den penningpolitiska kommittén kommer styrräntan att höjas tre gånger under 2018, medan prissättningen på de finansiella marknaderna tyder på förväntningar om två höjningar under samma period.

Tabell 2:1.

#### Utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i oktober

Räntorna statsobligationer med längre löptider har sjunkit något i både Sverige och omvärlden.

Kronan har försvagats i konkurrensvägda termer.

Aktieindex har sjunkit något i Sverige och i Europa, men har stigit i USA och i tillväxtländerna.

Utlåningsräntorna för hushåll och företag är fortsatt låga.

Kreditillväxten till hushåll och icke-finansiella företag förblir hög.

#### 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.



<sup>30</sup> Prognosen är ett gemensamt arbete av medarbetare på ECB och de olika nationella centralbankerna. Det är inte ECB-rådets prognos.

Bank of England höjde sin styrränta vid det penningpolitiska mötet i november och har signalerat att fortsatta styrräntehöjningar kommer att ske gradvis och i begränsad utsträckning, framförallt på grund av osäkerheten kring hur utträdet ur den Europeiska unionen kommer att påverka den brittiska ekonomin. Denna kommunikation har fått marknadens förväntningar på framtida styrräntehöjningar från Bank of England att sjunka något. Finansiella priser indikerar förväntningar om två höjningar till under de kommande tre åren (se diagram 2:1).

Några centralbanker har således fattat beslut om mindre expansiv penningpolitik men normaliseringen går långsamt, och i ett globalt perspektiv förblir penningpolitiken fortsatt expansiv.

### Långsam normalisering av penningpolitiken speglas i räntor

De senaste månadernas rörelser i statsobligationsräntor är i stor utsträckning drivna av penningpolitiken. Räntor på obligationer med längre löptider ligger kvar på fortsatt låga nivåer, vilket speglar förväntningarna om en långsam normalisering av penningpolitiken i olika länder (se diagram 2:2). Kortare räntor steg under hösten i USA i takt med att marknadsaktörernas förväntningar om kommande styrräntehöjningar steg. I länder såsom Tyskland, där ECB:s styrränta och förväntningarna på den framtida styrräntan är oförändrade, har räntor med kort löptid varit relativt oförändrade (se diagram 2:3).

Även på valutamarknaderna har rörelserna under hösten varit drivna till stor del av penningpolitiska förväntningar. Den amerikanska dollarn förstärktes under hösten i takt med att marknadsaktörer prissatte allt högre förväntningar om kommande styrräntehöjningar.

### Globala börser kvar på höga nivåer

Globala aktieindex har fortsatt att utvecklas starkt under hösten, mot bakgrund av bättre ekonomiska utsikter globalt och det låga ränteläget. Den amerikanska börsen är på historiskt höga nivåer och företagens rapporter under det tredje kvartalet visade på en god vinstutveckling. Även i Europa är aktieindex på höga nivåer. Det samlade aktieindexet för tillväxtländerna har fortsatt att stiga under hösten till följd av förväntningar om att den goda tillväxten kommer att hålla i sig (se diagram 2:4).

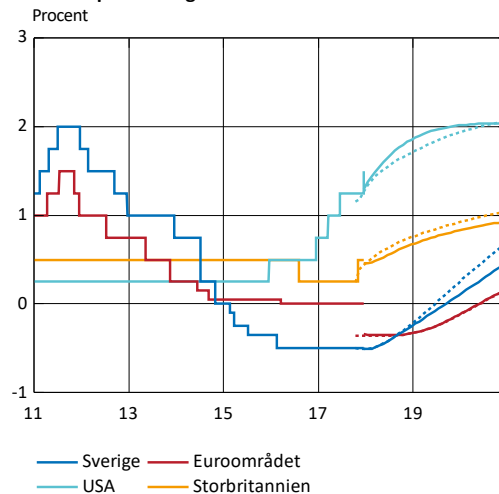
Samtidigt ligger mått på osäkerhet, så som den förväntade volatiliteten på aktiemarknaden, på fortsatt låga nivåer i både USA och Europa.

## Finansiella förhållanden i Sverige

### Reporäntan förväntas förbli på nuvarande nivå en längre tid

Enligt prissättningen på de finansiella marknaderna har förväntningarna på den framtida reporäntan sjunkit något och ligger nu något under Riksbankens reporäntebana på längre

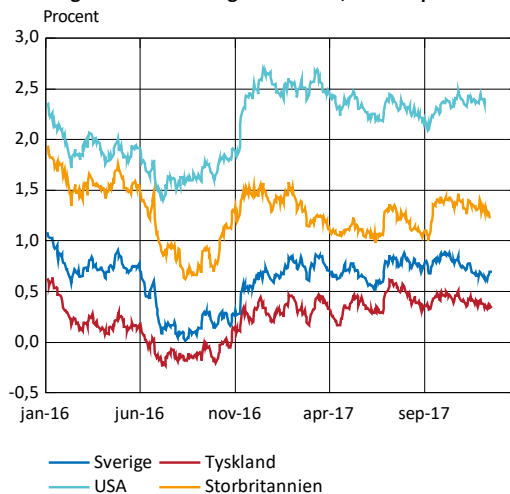
**Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning**



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan (för euroområdet referäntan). I Sverige finns ingen publicerad dagslåneränta, men räntan på dagliga transaktioner i det svenska banksystemet följer normalt reporäntan väl. Heldragna linjer är skattade 2017-12-18, streckade linjer är skattade 2017-10-26.

Källor: Nationella centralbanker, Thomson Reuters och Riksbanken

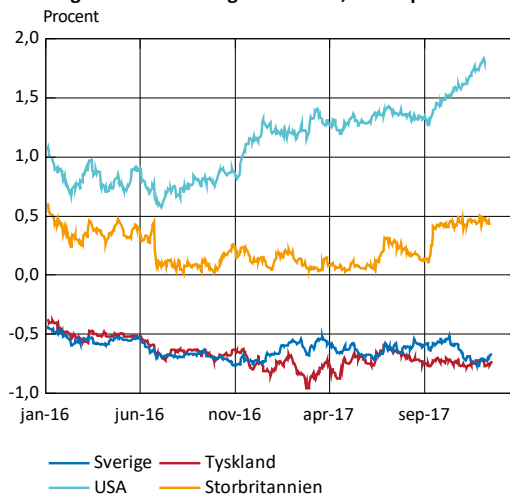
**Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid**



Anm. Nollkupongräntor beräknade från statsobligationer.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

**Diagram 2:3. Statsobligationsräntor, 2 års löptid**



Anm. Nollkupongräntor beräknade från statsobligationer.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

sikt (se diagram 2:1 och 2:5). Flera prognosmakare uppger samtidigt att de i sina prognoser har senarelagt tidpunkten för den första räntehöjningen till andra halvåret 2018. Inflation utfallet för oktober, som var något lägre än förväntat och dämpningen i bostadspriserna, uppges som bidragande orsaker. Marknadsaktörernas förväntningar enligt enkätundersökningar, ligger i stort sett i linje med reporäntebanan de närmsta två åren (se diagram 2:5).

Sedan det penningpolitiska mötet i oktober har svenska statsobligationsräntor sjunkit något (se diagram 2:3). Detta beror på att marknaden nu förväntar sig en långsammare takt i höjningarna av reporäntan än tidigare, men även andra faktorer har påverkat. Exempelvis har Riksgälden annonserat ett lägre lånebehov under kommande år.

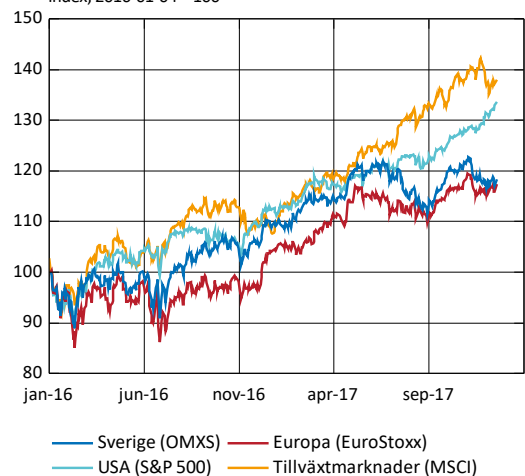
Även räntor med kortare löptider har sjunkit något sedan oktober. Det gäller bland annat 1-månaders interbankränta Stibor, som har fallit med cirka 20 räntepunkter. Det är samma mönster som gick att se även vid de två senaste årsskiftena och bedöms vara en temporär effekt då bankerna vill hålla ned sina balansomslutningar inför årsskiftet, eftersom storleken på dessa utgör underlag för bankernas avgifter till resolutionsreserven.<sup>31</sup>

Riksbankens obligationsköp har bidragit till de lägre räntorna. Inte minst har obligationsköpen varit ett effektivt instrument för att bidra till sjunkande statsobligationsräntor. När Riksbanken köper statsobligationer minskar dock den volym som är tillgänglig för handel på marknaden, vilket kan påverka marknads sätt att fungera. Exempelvis kan återförsäljare välja att endast erbjuda priser för mindre kvantiteter och det kan därför ta längre tid för en investerare att köpa eller sälja en större post obligationer. Investerare bedöms dock fortfarande kunna genomföra de transaktioner de har behov av inom en tillfredsställande tid. Vidare är intresset stort för att delta i Riksgäldens olika auktioner. Investerarnas intresse att lägga bud för att köpa respektive sälja obligationer vid dessa tillfällen är fortfarande stort i förhållande till den volym som erbjuds i dessa auktioner. Riksbankens obligationsköp bedöms därför fungera tillfredsställande.

På kreditmarknaderna har räntorna på säkerställda obligationer och företagsobligationer utvecklats ungefär som statsobligationsräntorna. Den senaste månads statistik med fallande bostadspriser tycks inte ha lett till någon ökad riskpremie i säkerställda obligationer (se diagram 2:6). En möjlig orsak är att marknaden bedömer att fallet i bostadspriserna inte innebär någon ökad kreditrisk för bankerna.

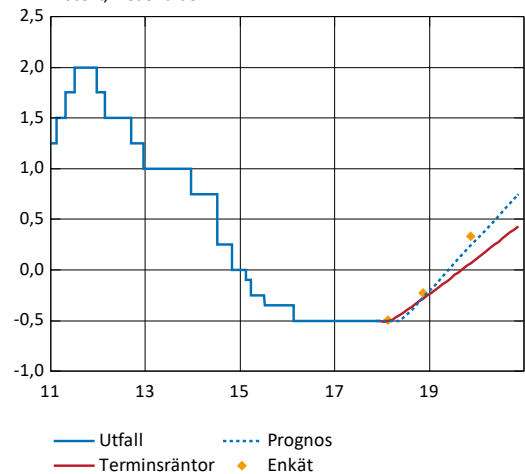
<sup>31</sup> Resolutionsreserven finns till för att staten ska kunna stabilisera svenska banker vid en eventuell kris. Bankerna betalar en avgift som baseras på balansräkningens storlek på årets sista dag. Detta gör att bankerna vill undvika inlåning vid årsskiftet och de ställer därför ned korta räntor. Som en följd av detta kan man observera att interbankräntorna faller inför årsskiftet. Man kan läsa mer om resolutionsavgiften på Riksgäldens hemsida.

**Diagram 2:4. Börsutveckling i lokal valuta**  
Index, 2016-01-04 = 100



Källor: Macrobond och Thomson Reuters

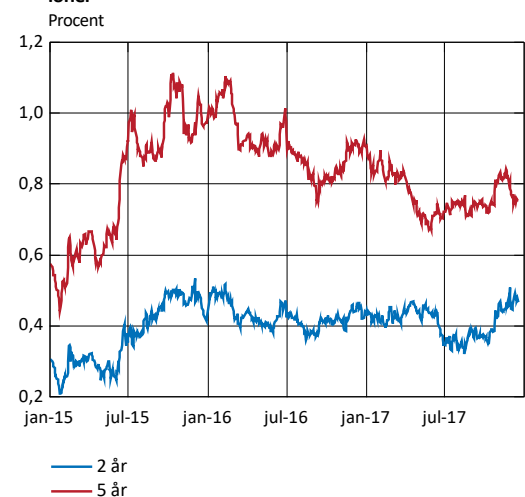
**Diagram 2:5. Reporänta och marknadens förväntningar**  
Procent, medelvärde



Anm. Terminsräntorna är skattade 2017-12-18 och är ett mått på förväntad reporänta. Enkätssvar visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer 2017-12-13.

Källor: Macrobond, TNS Sifo Prospera och Riksbanken

**Diagram 2:6. Ränteskillnad mellan bostads- och statsobligationer**  
Procent



Anm. Ränteskillnaderna är beräknade med nollkupongräntor som interpolerats med Nelson-Siegel-metoden.

Källor: Macrobond och Riksbanken



### Kronan svagare sedan oktober

Kronan har i konkurrensvägda termer, enligt kronindex KIX, har utvecklats svagare jämfört med Riksbankens prognos i oktober. Det har skett en försvagning mot de flesta valutor (se diagram 2:7). En bidragande faktor har varit att svensk makrostatistik har kommit in något svagare än marknadsaktörernas förväntningar vilket har bidragit till förväntningar om en långsammare normalisering av Riksbankens penningpolitik än tidigare. Exempelvis försvagades kronan i samband med det låga inflationsutfallet för oktober och BNP-utfallet för tredje kvartalet. Kronan har dock försvagats mer än vad ränteskillnader mot huvudsakliga handelspartners motiverar. Många marknadsaktörer uppger att en ökad oro för bostadsmarknaden har bidragit till att försvaga kronan.

Den svenska börsen har sjunkit något de senaste veckorna och ligger nu på en något lägre nivå än vid det penningpolitiska beslutet i oktober. En något svagare makrostatistik än väntat och oron på bostadsmarknaden har troligen bidragit till denna utveckling. Trots detta är vinstutvecklingen för de svenska företagen generellt sett fortsatt stark och börsen är kvar på historiskt höga nivåer.

### Fortsatt hög kredittillväxt för hushåll och företag

Den expansiva penningpolitiken har bidragit till att bankernas finansieringsvillkor är fortsatt goda och att utlåningsräntorna till hushåll och företag är kvar på historiskt låga nivåer. Den genomsnittliga bolåneräntan för nya avtal låg i oktober kvar på cirka 1,6 procent medan genomsnittsräntan för nya banklån till icke-finansiella företag sjönk något till 1,3 procent (se diagram 2:8).

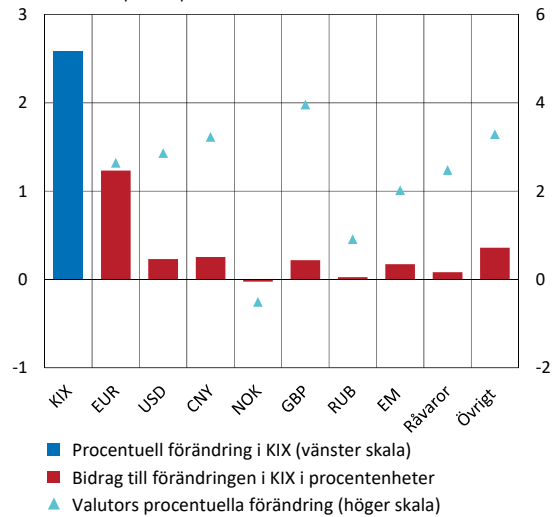
Sedan reporäntan för första gången sänktes under noll i februari 2015 har utlåningsräntorna till hushållen sjunkit något mindre än reporäntan, medan utlåningsräntorna till företagen har sjunkit något mer än för hushållen. De genomsnittliga inlåningsräntorna till hushåll och företag har varit i stort sett oförändrade sedan mitten av 2015 och ligger nära noll.<sup>32</sup> Sammantaget har genomslaget från reporäntan till in- och utlåningsräntorna varit i linje med Riksbankens förväntningar.

Kredittillväxten hos hushållen är fortsatt hög, även om den har mattats av något sedan mitten av 2016. I oktober var den årliga tillväxttakten i banklån till hushåll 7 procent. Ökningstakten i utlåningen till icke-finansiella företag har minskat något de senaste månaderna och uppgick i oktober till 4 procent (se diagram 2:9). Samtidigt har ökningstakten i företagets upplåning genom emission av värdepapper ökat påtagligt och utgör nu runt en tredjedel av den totala företagsupplåningen. Det är främst fastighetsbolagen som ökat sina emissioner av värdepapper under de senaste åren.

<sup>32</sup> 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.

Diagram 2:7. Förändring i KIX-växelkurser

Procent respektive procentenheter

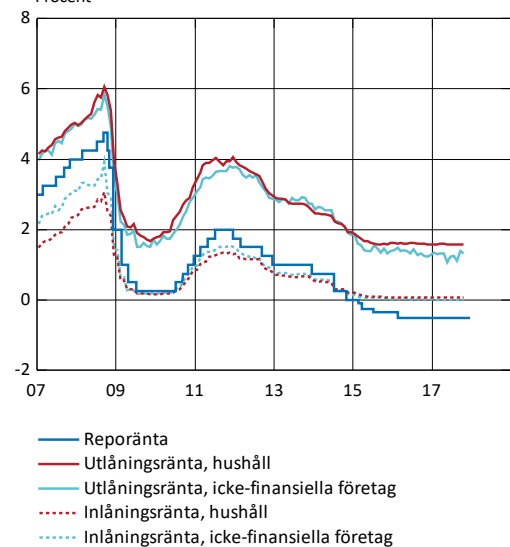


Anm. Diagrammet visar förändring i KIX och bidrag från olika valutor mellan 2017-10-26 klockan 08.00 och 2017-12-14 klockan 16.30. EM avser Brasilien, Indien, Mexiko, Polen, Turkiet och Ungern. Råvaror avser Australien, Kanada och Nya Zeeland. Övrigt avser Danmark, Island, Japan, Schweiz, Sydkorea och Tjeckien.

Källor: Thomson Reuters och Riksbanken

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

Procent

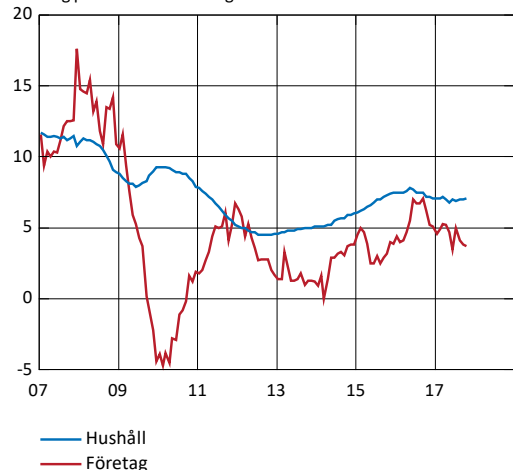


Anm. MFI:s genomsnittliga in- och utlåningsränta för hushåll och företag.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:9. Utlåning till hushåll och företag

Årlig procentuell förändring



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

Källa: SCB

## KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Den svenska konjunkturen är stark och inflationen är nära inflationsmålet. I november var inflationen 2,0 procent enligt KPIF och 1,8 procent enligt KPIF exklusive energipriser. Svensk BNP steg snabbt tredje kvartalet och indikatorer tyder på att den starka utvecklingen består mot slutet av året. Det finns inga tecken på att den senaste tidens nedgång i bostadspriserna har påverkat förtroendet för den ekonomiska utvecklingen bland hushåll och företag. Energipriserna växer nu snabbare än tidigare och detta bidrar till att inflationen väntas bli något högre den närmaste tiden jämfört med bedömningen i oktober.

### Inflation

#### Inflationen nära målet

I november var inflationen 2,0 procent enligt KPIF (se diagram 3:1) vilket är högre än prognosen i den penningpolitiska rapporten i oktober. Att prognoserna överträffades berodde på oväntat snabba energiprisökningar. Rensat för energipriserna uppgick ökningstakten i KPIF till 1,8 procent vilket var i linje med prognosen.

Det är främst tjänstepriserna som fortsätter att öka snabbt. Den uppmätta prisutvecklingen i utrikes resor grumlar dock bilden något eftersom dessa har ett nytt säsongsmönster i år på grund av en ny mätmetod, men ökningstakten är hög även då priserna på utrikes resor exkluderas (se diagram 3:2). Priserna i tjänstesektorn påverkas i hög utsträckning av inhemska förhållanden och att dessa priser ökar snabbt skapas i ljuset av den starka realekonomiska utvecklingen i Sverige. Varupriserna utvecklas samtidigt i en historiskt normal takt (se diagram 3:2). En ökande konkurrens inom detaljhandeln har bidragit till att pressa priserna de senaste åren, en bild som får stöd av svaren i Riksbankens företagsundersökning.<sup>33</sup>

Den oväntat snabba ökningen i energipriserna beror framför allt på att oljepriset stigit, vilket tillsammans med en svagare krona har inneburit högre drivmedelspriser. Men även elpriserna har ökat något snabbare än vad som bedömdes i oktober.

Såväl KPIF-inflationen som olika mått på den underliggande inflationen har stigit trendmässigt sedan 2014 och ökningstakten i KPIF har legat nära 2 procent det senaste året (se diagram 3:3). Efter många år där prisökningarna varit låga i förhållande till kostnadsökningarna förefaller den starka konjunkturen på senare tid 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 varor. Den senaste tidens kronförsvagning har ännu inte slagit igenom fullt ut i priserna.

Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR oktober	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 1,7 procent i november.	Högre än väntat. KPIF-inflationen blev 2,0 procent.
BNP-tillväxten 3,9 procent tredje kvartalet.	Lägre än väntat. BNP-tillväxten blev 3,1 procent.
Arbetslösheten 6,7 procent det fjärde kvartalet.	Månadsutfall tyder på att arbetslösheten blir 6,6 procent.
BNP-tillväxten i euroområdet 2,1 procent tredje kvartalet.	Högre än väntat. BNP-tillväxten blev 2,4 procent.
BNP-tillväxten i USA 2,0 procent tredje kvartalet.	Högre än väntat. BNP-tillväxten blev 3,0 procent.

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

#### Inflationen 2,0 procent i november

I november uppgick KPIF-inflationen till 2,0 procent. Utfallet sammanfaller alltså med inflationsmålet på 2,0 procent. Det går dock inte att med penningpolitiken styra inflationen med stor precision och KPIF kommer inte att vara exakt 2 procent varje enskild månad. Historiskt har ungefär tre fjärdedelar av utfallen hamnat mellan 1 och 3 procent, det vill säga inom det så kallade variationsbandet. Variationsbandet är ett sätt att visa om avvikelsen från inflationsmålet är ovanligt stor eller mer normal. (se diagram 3:1).

Diagram 3:1. KPIF och variationsband

Årlig procentuell förändring



Anm. Det rosa fältet visar Riksbankens variationsband och täcker ungefär tre fjärdedelar av utfallen sedan januari 1995.

Källor: SCB och Riksbanken

<sup>33</sup> Se Riksbankens företagsundersökning november 2017.

### Inflationen oförändrad närmaste tiden

Inflationen väntas variera kring nuvarande nivå den närmaste tiden. Prisökningstakten i producentled fortsätter samtidigt att ligga på historiskt sett höga nivåer. Ökningstakten i priserna på konsumtionsvaror som produceras i Sverige har, enligt hemmamarknadsprisindex, stigit under det senaste året.

Riksbankens kortsiktsmodeller, som sammanfattar informationen i ett stort antal indikatorer, tyder på att inflationen, enligt KPIF exklusive energi, kommer att ligga kvar strax under 2 procent under början av 2018 (se diagram 3:4). Riksbankens prognos för denna period ligger i linje med såväl modellprognoserna som bedömningen i den penningpolitiska rapporten i oktober. Prognosen för inflationen enligt KPIF är däremot något uppjusterad då energipriserna väntas stiga något snabbare än vad som antogs i oktober. Oljepriserna har stigit oväntat mycket på världsmarknaden samtidigt som kronan blivit svagare.

### Inflationsförväntningar nära 2 procent

Efter att ha varit mycket låga i början av 2015 har inflationsförväntningarna stigit de senaste åren (se diagram 3:5). Förväntningarna på längre sikt har varit nära 2 procent det senaste året och i takt med att inflationen har stigit har även inflationsförväntningarna på kortare sikt stigit till nära 2 procent. Enligt TNS Sifo Prosperas undersökning sjönk förväntningarna något i december men uppgår till 2,1 procent på fem års sikt.<sup>34</sup> Inflationsförväntningarna på ett och två års sikt är, enligt samma undersökning, 1,8 respektive 2,0 procent. Även prissättningen på finansiella instrument tyder på att de långsiktiga inflationsförväntningarna har stigit de senaste åren.

## Global och svensk konjunktur

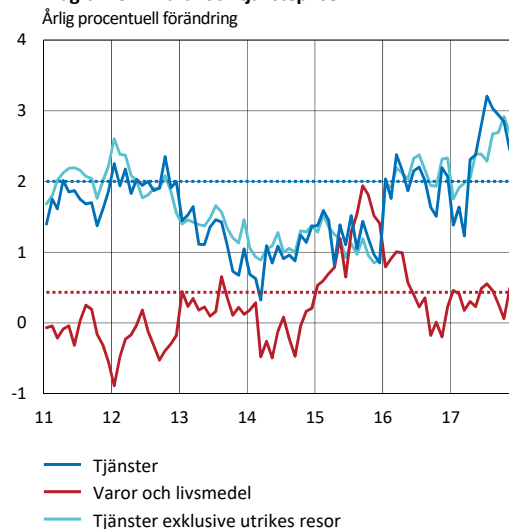
### Allt starkare global konjunktur

Konjunkturen i omvärlden fortsätter att stärkas. Takten i uppgången har varit oväntat snabb och återhämtningen är bred vad gäller såväl länder som sektorer. Världshandeln med varor har fortsatt att öka i god takt och BNP-tillväxten var sammantaget hög tredje kvartalet. En betydande optimism bland hushåll och företag tyder på att den positiva utvecklingen består även under fjärde kvartalet.

Trots flera orkaner uppgick BNP-tillväxten i USA tredje kvartalet till 3,0 procent i uppräknad årstakt. Sysselsättningen stiger snabbt och den låga arbetslösheten indikerar att det finns få lediga resurser på arbetsmarknaden. I euroområdet är resursutnyttjandet lägre men det ökar i god takt. BNP-tillväxten tredje kvartalet var 2,4 procent i uppräknad årstakt.

<sup>34</sup> I december publicerade TNS Sifo Prospera den första kvartalsvisa undersökningen av inflationsförväntningar för inflationen mätt med KPIF. Skillnaderna är små mellan förväntningarna mätt med KPIF och KPI.

Diagram 3:2. Varu- och tjänstepriser i KPI



Anm. Varor och 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 1995.

Källor: SCB och Riksbanken

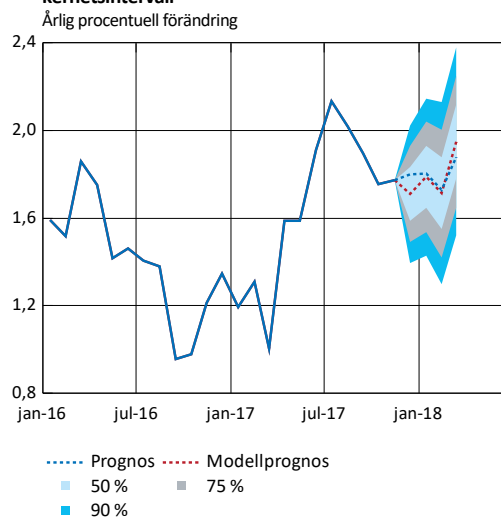
Diagram 3:3. KPIF och olika mått på underliggande inflation



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

Sysselsättningen stiger snabbt och arbetslösheten fortsätter att falla. Såväl hushåll som företag är optimistiska.

### Fortsatt lågt inflationstryck i omvärlden

Även om den reala utvecklingen är stark är inflationstrycket i omvärlden fortsatt lågt. Den senaste tidens uppgång i oljepri-set bidrar dock till en något högre inflation på kort sikt.

Inflationen i euroområdet var 1,5 procent i november, mätt med HIKP. Den underliggande inflationen, mätt som ökningstakten i HIKP exklusive energi och livsmedel, har stigit under året men uppgick ändå bara till 0,9 procent i november. I USA var KPI-inflationen samtidigt 2,2 procent medan den underliggande inflationen, mätt som ökningstakten i KPI exklusive energi och livsmedel sjönk från 1,8 i oktober till 1,7 procent i november.

### Hög svensk BNP-tillväxt

Enligt nationalräkenskaperna växte svensk BNP med 3,1 procent det tredje kvartalet jämfört med närmast föregående kvartal och uppräknat till årstakt. Hushållens konsumtion växte i måttlig takt, men investeringstillväxten var snabb och återspeglade en stark utveckling i såväl maskin- som bostadsinvesteringar.

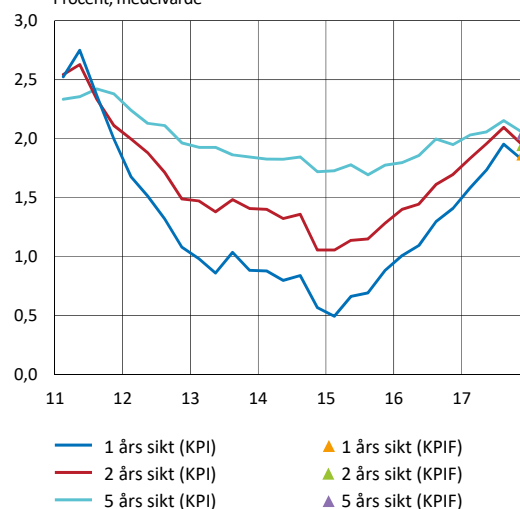
Indikatorer för fjärde kvartalet tyder på fortsatt stark tillväxt (se diagram 3:6). Barometerindikatorn och inköpschefsindex steg i november och visar på fortsatt stor optimism bland företagen. Enligt Riksbankens företagsundersökning i november är företagen mycket nöjda med konjunkturläget och efterfrågan på svenska exportmarknader, i synnerhet i Europa, bedöms ha ökat. Hushållens konsumtion utvecklades dock relativt svagt i oktober.

Riksbankens kortsiktiga modellprognoser, som sammanfattar informationen i ett stort antal indikatorer, tyder på fortsatt hög tillväxt under fjärde kvartalet (se diagram 3:7). Till följd av att få indikatorutfall för efterfrågan och produktion hittills publicerats för det fjärde kvartalet lägger Riksbankens prognos större vikt vid förtroendeindikatorer, som alltså är starka. BNP väntas därmed öka med drygt 3,5 procent fjärde kvartalet 2017 och knappt 3 procent första kvartalet 2018, jämfört med närmast föregående kvartal och uppräknat till årstakt.

### Prisnedgång på bostadsmarknaden

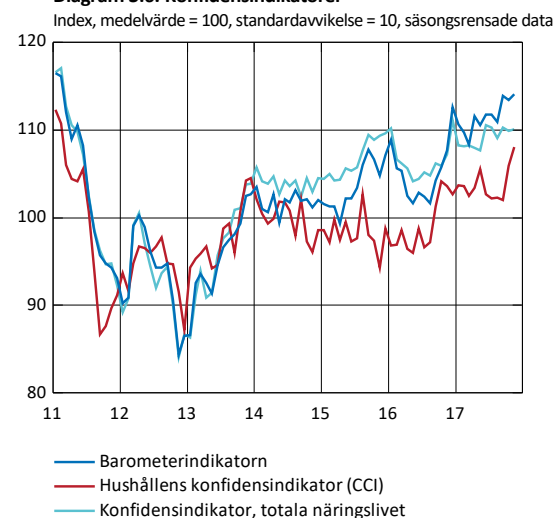
Enligt prisindexet HOX har bostadspriserna sjunkit i september, oktober och november med sammantaget knappt 5 procent i säsongsrensade termer (se diagram 1:12). Nedgången har varit tydligast för bostadsrätter, i synnerhet i Stockholm. Enligt Mäklarstatistik har omsättningen på bostäder inte minskat i någon större utsträckning. Utifrån statistik från Hemnet har dock utbudet av nyproducerade bostadsrätter, till betydande del i Stockholm, samtidigt fortsatt att öka snabbt. Enligt Riksbankens företagsundersökning ser de stora byggföretagen inte någon stor prisnedgång framför sig då de

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



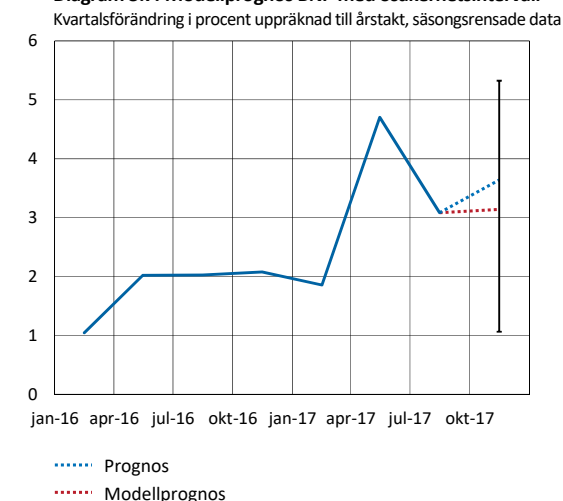
Källa: TNS Sifo Prospera

Diagram 3:6. Konfidensindikatorer



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:7. Modellprognos BNP med osäkerhetsintervall



Anm. Modellprognosen är ett medelvärde av prognoser gjorda med olika statistiska modeller. Den vertikala linjen avser ett 50-procentigt osäkerhetsintervall. Osäkerhetsintervallen är baserade på modellernas historiska prognosfel. En förklaring till bredden i osäkerhetsintervallet är den stora variationen i utfall mellan olika kvartal.

Källor: SCB och Riksbanken.

sjunkande priserna främst bedöms beröra nyproducerade lägenheter i attraktiva och dyra områden. Historiskt har prisnedgångar ofta sammanfallit med konjunkturedgångar och satt avtryck i förtroendet bland hushåll och företag. Konjunktoren är dock stark och förtroendeindikatorer är på höga nivåer. Detta väntas bidra till att prisnedgången har begränsad påverkan på BNP-tillväxten fjärde kvartalet 2017 och första kvartalet 2018.

### Fortsatt god efterfrågan på arbetskraft

Sammantaget för oktober och november har arbetskraften, men i synnerhet antalet sysselsatta, fortsatt att öka jämfört med det tredje kvartalet. Även om uppgången tidigare i år nu mattats av ligger arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden fortsatt på historiskt höga nivåer. Indikatorer för utvecklingen på arbetsmarknaden tyder på en fortsatt stark efterfrågan på arbetskraft. Enligt Konjunkturbarometern är företagens anställningsplaner på en mycket hög nivå, antalet lediga jobb har fortsatt att stiga (se diagram 3:8) och antalet varsel om uppsägning är få. Både antalet sysselsatta och antalet personer i arbetskraften väntas därmed fortsätta att öka de kommande månaderna och arbetslösheten minskar ytterligare något.

### Resursutnyttjandet i ekonomin högre än normalt

En mängd olika indikatorer tyder på att resursutnyttjandet är högre än normalt. Företagen har till exempel svårare än normalt att få tag i den arbetskraft de efterfrågar. Andelen företag som rapporterar brist på arbetskraft är på en hög nivå, liksom vakansgraden i näringslivet, samtidigt som den genomsnittliga rekryteringstiden är lång (se diagram 3:9). Kapacitetsutnyttjandet inom industrin enligt SCB har också stigit och är nära den nivå som rådde innan finanskrisen.

Riksbankens RU-indikator, som är ett samlat mått på mängden lediga resurser i ekonomin, ligger på en historiskt hög nivå (se diagram 3:10). Trots det höga inhemska resursutnyttjandet och den allt stramare arbetsmarknaden har löneökningarna inte stigit påtagligt. Detta beror sannolikt på flera olika faktorer, däribland en förhållandevis låg produktivitet och en dämpad löneökningstakt i omvärlden.<sup>35</sup> Mängden lediga resurser i den svenska ekonomin kan dock förväntas påverka utvecklingen av BNP-tillväxten, löner och priser med viss eftersläpning och Riksbanken bedömer att löneökningarna kommer att öka något snabbare de närmaste kvartalen.

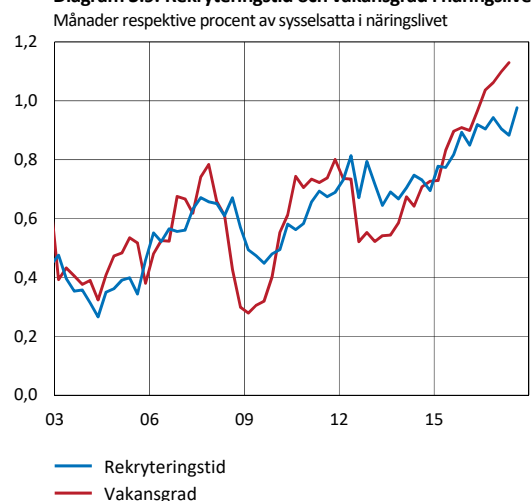
**Diagram 3:8. Lediga jobb och anställningsplaner**



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

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

**Diagram 3:9. Rekryteringstid och vakansgrad i näringslivet**



Anm. Vakansgraden mäter andelen obemannade lediga jobb som behöver tillsättas omedelbart i förhållande till antalet anställda.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:10. Resursutnyttjande-indikatorn**



Källa: Riksbanken

<sup>35</sup> Se fördjupningen "Stark konjunktur, men dämpade löneökningar" i Penningpolitisk rapport juli 2017.

## KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Konjunkturen i omvärlden fortsätter att stärkas. Tillväxten i de utvecklade ekonomierna förblir hög det närmaste året och jämfört med oktober är prognosen något uppjusterad. Därefter väntas tillväxten dämpas, men den förblir tillräckligt hög för att arbetslösheten ska fortsätta att sjunka och inflationen gradvis stiga. Den svenska ekonomin fortsätter att utvecklas starkt. Den senaste tidens nedgång i bostadspriserna bedöms leda till en viss dämpning av bostadsbyggandet och därmed bostadsinvesteringarna. Även om effekterna på BNP-tillväxten delvis motverkas av en starkare efterfrågan från omvärlden blir tillväxten något lägre och ökningen i sysselsättningen dämpas något. Utvecklingen på arbetsmarknaden är ändå så pass stark att resursutnyttjandet stiger ytterligare något och förblir högt de kommande åren. Den ökande bristen på arbetskraft väntas bidra till att löneökningstakten successivt stiger. Inflationen väntas ligga nära 2 procent under hela prognosperioden.

### Omvärlden

#### Den internationella konjunkturen stärks ytterligare

Den internationella konjunkturen fortsätter att förbättras. Såväl global handel som industriproduktion växer och förtroendet för den ekonomiska utvecklingen är högt.

Konjunkturuppgången i omvärlden bedöms fortsätta under de närmaste åren. I KIX-länderna, det vill säga de länder som har störst betydelse för svensk ekonomi, väntas BNP-tillväxten uppgå till i genomsnitt knappt 3 procent under 2017 för att sedan gradvis dämpas (se diagram 4:1). Prognosen är något uppreviderad jämfört med bedömningen i oktober, vilket främst beror på oväntat starka utfall och indikatorer för euroområdet ekonomi den senaste tiden. Medan tillväxten i de utvecklade ekonomierna väntas dämpas framöver, beräknas den fortsätta att stiga i de framväxande ekonomierna. Dessa länder har större vikt i global BNP än i KIX-viktad BNP. Global BNP ökar därför i jämn takt under hela prognosperioden, med drygt 3,5 procent per år, vilket är nära genomsnittet för de senaste 30 åren.

#### Fortsatt god konjunktur i USA

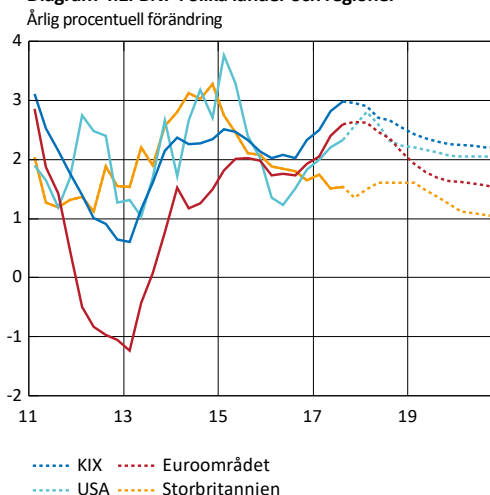
Tillväxten i amerikansk ekonomi bedöms bli 2,3 procent i år för att sedan stiga till 2,5 procent 2018. Åren därefter väntas BNP öka med cirka 2 procent per år.

Hushållens och företagens förtroende för den ekonomiska utvecklingen är mycket starkt. Konsumtionen understöds av stigande bostadspriser och en fortsatt ökad sysselsättning. Läget på arbetsmarknaden är starkt och även bredare mått på arbetslösheten ligger nu på nivåer som liknar de före krisen. Arbetskraftsdeltagandet bedöms dock kunna öka ytterligare något vilket tillsammans med en viss återhämtning i produktivitetstillväxten möjliggör fortsatt god BNP-tillväxt de närmaste åren. Det förslag till skattereform som förhandlats fram av

Tabell 4:1.

Prognosen i korthet
Den internationella konjunkturen stärks ytterligare och den globala ekonomin väntas växa i linje med det historiska genomsnittet.
Inflationstrycket i omvärlden stiger långsamt i takt med att resursutnyttjandet ökar.
Konjunkturen i Sverige stärks ytterligare men tillväxten mattas av när nybyggandet av bostäder minskar och tillväxten på exportmarknaderna dämpas.
Styrkan på arbetsmarknaden håller i sig men matchningsproblem och långsammare befolkningstillväxt bidrar till att sysselsättningstillväxten bromsar in.
Inflationen stabiliseras kring 2 procent. Ett högre resursutnyttjande väntas höja inflationen medan en förstärkning av kronan bidrar till att dämpa den.

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

kongressens två kammare kan ge en viss tillfällig tillväxtstimulans. De finansiella förhållandena är fortsatt gynnsamma för tillväxten även om de efterhand väntas bli mindre expansiva i takt med att Federal Reserve fortsätter att höja räntan och minska sin balansräkning.

### Stark återhämtning i euroområdet

I euroområdet har konjunkturåterhämtningen stärkts och breddats till flera länder. Förtroendet bland hushåll och företag har fortsatt att stiga och befinner sig på historiskt höga nivåer. Exporten ökar och även den inhemska efterfrågan växer snabbt. Sysselsättningen stiger och arbetslösheten sjunker.

De kommande åren bedöms BNP fortsätta att växa snabbare än normalt. Arbetslösheten, som på en del håll fortfarande är relativt hög, väntas därför sjunka ytterligare. Investeringsstillväxten bedöms öka till följd av ett högt kapacitetsutnyttjande, en stark global efterfrågan och en minskad osäkerhet. BNP-tillväxten väntas uppgå till knappt 2,5 procent i år och nästa år, vilket innebär en upprevidering jämfört med bedömningen i oktober. I takt med att allt mer ledig kapacitet tas i anspråk och de uppdämda behoven av konsumtion och investeringar tillgodoses dämpas BNP-tillväxten därefter gradvis, till knappt 2 procent 2019 och till drygt 1,5 procent 2020.

### Svårbedömd utveckling i Storbritannien, lägre bostadspriser i Norge

Utvecklingen i Storbritannien är för närvarande mycket svårbedömd eftersom den i stor utsträckning har att göra med förhandlingarna om de villkor som ska gälla för handeln mellan Europeiska Unionen (EU) och Storbritannien när landet väl lämnar EU. Utträdet ur EU väntas hämma BNP-tillväxten som gradvis dämpas under prognosperioden från cirka 1,5 procent i år till drygt 1 procent 2020.

I Norge har priserna på bostäder fallit sedan i våras, framför allt i Osloområdet (se diagram 4:2). Nedgången väntas medföra en dämpad utveckling av bostadsinvesteringarna framöver. Det syns dock ännu inga tecken på att hushållens förtroende eller konsumtion har påverkats. BNP-tillväxten i Norge väntas uppgå till omkring 2 procent per år under hela prognosperioden.

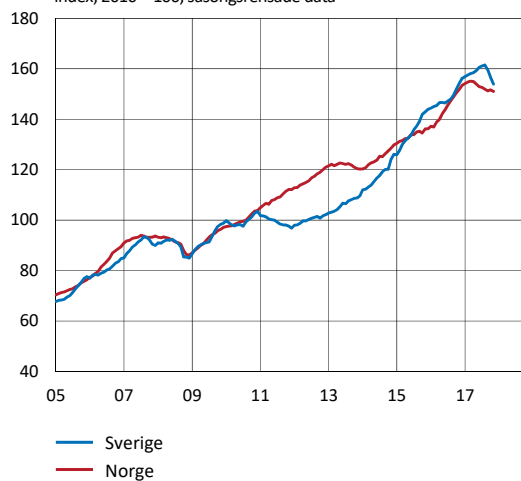
### Långsamt stigande inflationstryck i omvärlden

Den underliggande inflationen är alltså låg i omvärlden och KPI-inflationen föll tillbaka under första halvåret 2017 när de positiva bidragen från energipriserna minskade. Sedan i somras har oljepriset stigit (se diagram 4:3). Det har orsakat en viss uppgång i inflationen de senaste månaderna och föranlett en upprevidering av prognosen för det närmaste året.

I USA är löneökningstakten fortfarande måttlig sett i relation till den låga arbetslösheten. Löneökningstakten har dock stigit trendmässigt och den utvecklingen väntas fortsätta samtidigt som resursutnyttjandet blir ännu något mer ansträngt. Detta, liksom att effekter av tillfälliga faktorer som dämpar

Diagram 4:2. Bostadspriser i Sverige och Norge

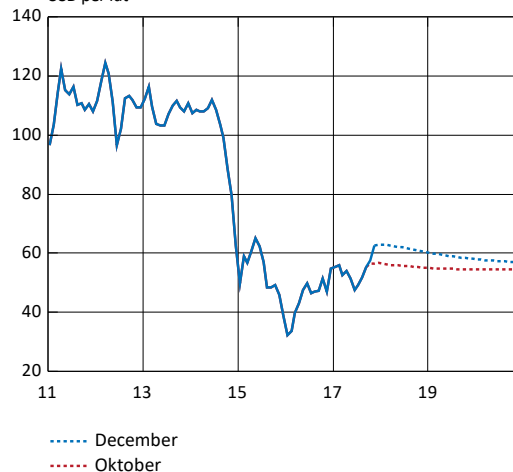
Index, 2010 = 100, säsongrensade data



Källor: Eiendom Norge, Valueguard och Riksbanken

Diagram 4:3. Pris på råolja

USD per fat

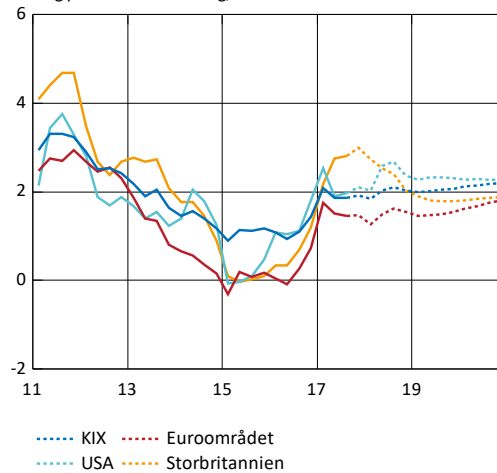


Anm. Brentolja, terminspriserna är beräknade som ett 15-dagars genomsnitt. Utfallet avser månadsgenomsnitt av spotpriser.

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 4:4. Inflation i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring, KPI



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

inflationen klingar av, bidrar till att inflationen väntas stiga framöver.

Inflationen i euroområdet är fortsatt låg. En faktor är den tidigare förstärkningen av euron, som fortsätter att dämpa inflationen den närmaste tiden. Därefter väntas inflationen gradvis stiga när resursutnyttjandet ökar och löneökningstakten stiger. Något som kan bidra till detta är högre löneökningar i Tyskland nästa år då många löneavtal löper ut. Konjunkturen är betydligt starkare nu och inflationsförväntningarna är högre än när nuvarande avtal slöts. I Storbritannien uppgår inflationen till drygt 3 procent. Det bedöms främst bero på den försvagning av det brittiska pundet som ägde rum fram till för ett år sedan och inflationen väntas sjunka framöver i takt med att denna växelkurseffekt avtar.

Sammantaget väntas inflationen i omvärlden stiga, om än måttligt, de närmaste åren (se diagram 4:4).

### Viss förstärkning av kronan framöver

Kronan har försvagats sedan i oktober efter en period med makroekonomisk statistik som varit något sämre än väntat och jämfört med prognosen i oktober bedöms den vara svagare under hela 2018 (se diagram 4:5). Under prognosperioden väntas en gradvis förstärkning av kronan mot bakgrund av en god konjunktur i både Sverige och omvärlden.

## Sverige

### Stark svensk konjunktur, men lägre tillväxt 2019 och 2020

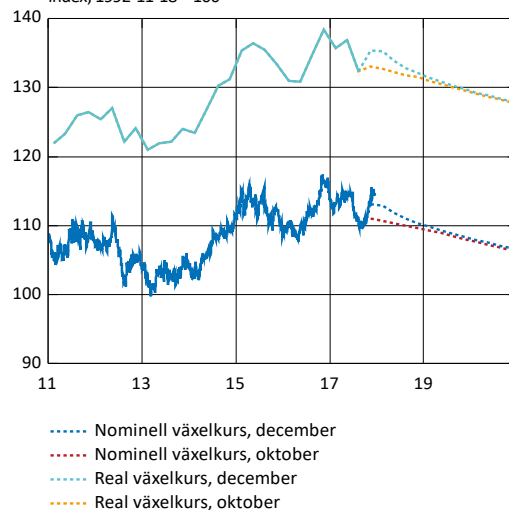
En snabb uppgång i bostadsbyggandet och en återhämtning på svenska exportmarknader har bidragit till flera år av hög svensk BNP-tillväxt (se diagram 4:6). Resursutnyttjandet bedöms vara högre än normalt och fortsätta öka något de närmaste kvartalen. Det starka konjunkturläget mattas därefter av något i takt med att tillväxten på svenska exportmarknader dämpas och bostadsinvesteringarna minskar.

Den starka globala industrikonjunkturen har inneburit en tilltagande tillväxt på svenska exportmarknader. Detta har inneburit att exporten av svenska varor och tjänster utvecklats starkare, men tillväxten är ändå måttlig i ett historiskt perspektiv. Den växande utländska efterfrågan och ett allt högre kapacitetsutnyttjande i industrin bidrar till en relativt stark tillväxt i näringslivets investeringar exklusive bostäder de närmaste åren.

Utsikterna för bostadsinvesteringarna påverkas av det dämpade stämmningsläget på den svenska bostadsmarknaden. Förändringen kommer efter att bostadsbyggandet har ökat mycket snabbt de senaste åren. Även om Riksbanken bedömer att det finns ett stort behov av fler bostäder indikerar den senaste tidens nedgång i bostadspriserna (se diagram 4:2) att utbudet i vissa segment av marknaden är för stort vid rådande prisnivå. Riksbankens prognos är att bostadspriserna sjunker ytterligare något den närmaste tiden, men den goda

Diagram 4:5. Real och nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100

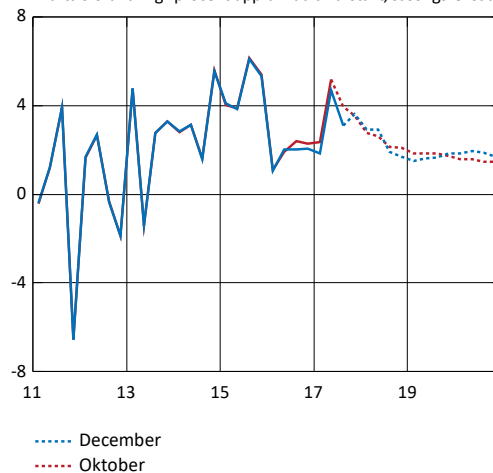


Anm. Real växelkurs är deflaterad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. Utfall är dagsdata för nominell växelkurs, utfall för real växelkurs samt prognoser avser kvartalsmedelvärden. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

Diagram 4:6. BNP i Sverige

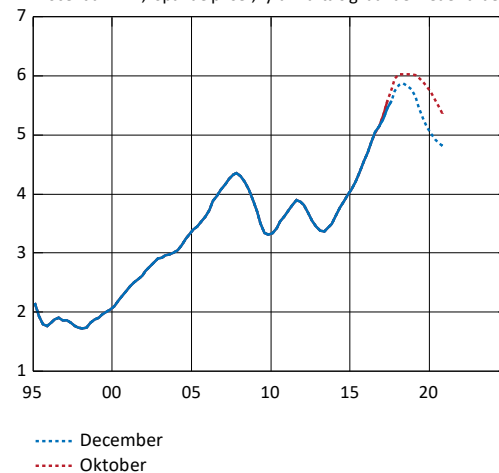
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:7. Bostadsinvesteringar

Procent av BNP, löpande priser, fyra kvartals glidande medelvärde



Källor: SCB och Riksbanken



ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden bidrar till att priserna därefter stabiliseras och väntas öka i måttlig takt under prognosperioden. Till denna utveckling bidrar även en viss dämpning av bostadsbyggandet. Nivån på antalet påbörjade bostäder bedöms vara fortsatt hög men förutses nu bli något lägre 2018 jämfört med tidigare bedömning. Det tar i genomsnitt ett drygt år för en påbörjad bostad att bli färdigställd och bostadsinvesteringarna påverkas under hela byggtiden. Detta innebär att nedgången i bostadsinvesteringarna sker med viss eftersläpning och blir som störst 2019. Även om bostadsbyggandet fortsätter att vara högt i ett historiskt perspektiv, minskar bostadsinvesteringarnas andel av BNP något (se diagram 4:7). Detta bidrar till att totala investeringar sammantaget växer långsammare de kommande åren.

Hushållens förmögenheter och inkomster har ökat till följd av de senaste årens allt starkare konjunkturläge. Hushållen har dessutom sparat en allt större andel av sina inkomster. Ökade transfereringar och lägre skatter innebär att ökningstakten i hushållens inkomster stiger 2018 och bidrar till hög tillväxt i konsumtionen. En svagare sysselsättningsutveckling och gradvis stigande bolåneräntor bidrar därefter till att dämpa inkomsterna och konsumtionstillväxten något 2019 och 2020. Samtidigt kan hushållen jämna ut sin konsumtion över tiden genom att dra ned på sitt, i utgångsläget, höga sparande. Sparandets andel av inkomsten, den så kallade sparkvoten, minskar därför 2019 och 2020 (se diagram 4:8).

Sammantaget väntas svensk BNP-tillväxt bli 2,5 respektive knappt 3 procent i år och 2018 för att därefter minska till i genomsnitt 2 procent 2019 och 2020 (se diagram 4:6).

#### Svalare bostadsmarknad dämpar skuldökningstakten

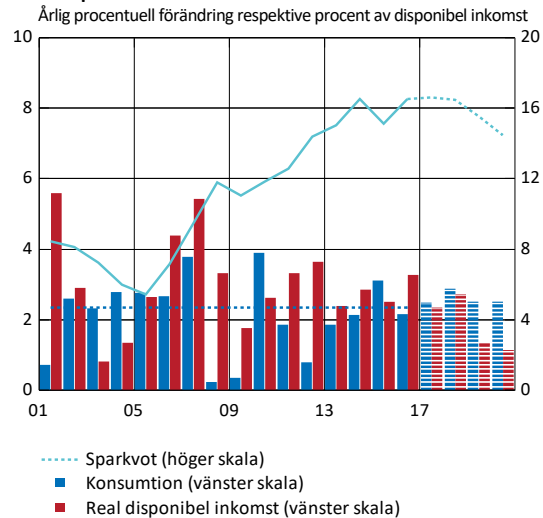
Avmattningen på bostadsmarknaden bidrar till att minska ökningstakten i hushållens skuldsättning, bland annat eftersom förstagångs köparna nu betalar lägre priser jämfört med Riksbankens bedömning i oktober. Det skärpta amorteringskravet gäller från mars 2018 och Riksbankens bedömning kvarstår att detta får små effekter på bostadspriserna och hushållens skuldsättning. I prognosen växer hushållens skulder långsammare än i föregående bedömning men ändå något snabbare än deras inkomster. SCB har dessutom justerat upp utfallen för hushållens inkomster för 2016. Sammantaget väntas den så kallade skuldkvoten stiga till knappt 190 procent under 2020 (se diagram 1:13).

#### Arbetsmarknaden stärks ytterligare något

Utvecklingen på arbetsmarknaden har varit stark under en längre tid och både arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden ligger nu på historiskt höga nivåer (se diagram 4:9).

De kommande åren väntas befolkningen i arbetsför ålder öka i en allt långsammare takt (se diagram 4:10). Dessutom består befolkningsökningen framför allt av asyl- och anhöriginvandrare, en grupp som historiskt haft svårt att få arbete.

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

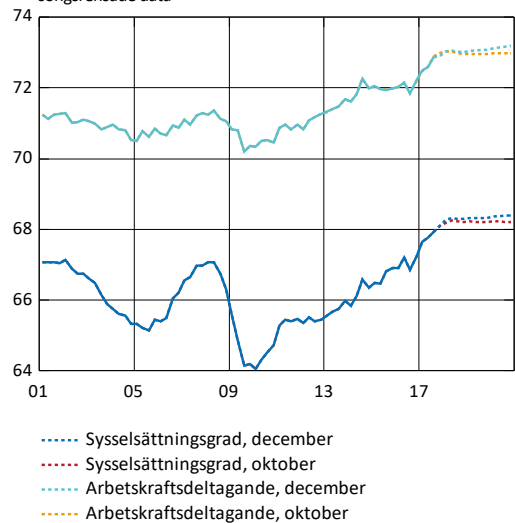


Anm. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator. Streckad linje avser genomsnitt av konsumtionstillväxten 1994-2016.

Källor: SCB och Riksbanken

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

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



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:10. Befolkningstillväxt, 15–74 år**



Källor: SCB och Riksbanken

Det medför att tillväxten i antalet i arbetskraften och antalet sysselsatta bromsar in.

Efterfrågan på arbetskraft inom byggbranschen väntas minska något de kommande åren till följd av att bostadsinvesteringarna minskar. Nedgången i efterfrågan på arbetskraft väntas dock främst märkas genom att utländsk arbetskraft, som inte ingår i arbetskraftsundersökningarna, minskar. Samtidigt är konjunkturläget fortsatt starkt i den övriga ekonomin, vilket också underlättar för de nyanländas inträde på arbetsmarknaden. Tillsammans med en starkare utveckling bland äldre (se faktarutan "Äldre bidrar mer till antalet arbetade timmar") bidrar det till att sysselsättningsgraden och arbetskraftsdeltagandet stiger ytterligare något de kommande åren (se diagram 4:9).

Det tycks dock ha blivit allt svårare för företagen att hitta den personal de söker. Andelen företag som rapporterar brist på arbetskraft i Konjunkturbarometern steg ytterligare under tredje kvartalet och den genomsnittliga rekryteringstiden i näringslivet är lång (se diagram 3:9). Gruppen arbetslösa har förändrats och i dagsläget består den i stor utsträckning av personer som har svårt att få ett arbete.<sup>36</sup> Riksbanken bedömer därför att arbetslösheten inte kommer att falla mer påtagligt från nuvarande nivå (se diagram 4:11). Sammantaget är utvecklingen på arbetsmarknaden ändå så pass stark att resursutnyttjandet stiger ytterligare något och förblir högt de kommande åren (se diagram 4:12).

### Stigande men fortsatt måttlig löneökningstakt

Lönerna i hela ekonomin enligt konjunkturlönestatistiken väntas i år öka med 2,7 procent. Det starka arbetsmarknadsläget bidrar till en allt högre löneökningstakt i hela ekonomin under prognosperioden. Men även om löneökningstakten gradvis stiger bedöms den fortsatt bli måttlig sett i ett historiskt perspektiv.

Under prognosperioden bedöms nationalräkenskapernas timlöner och arbetskostnader, det vill säga summan av lönerna och arbetsgivaravgifterna, stiga ungefär i linje med konjunkturlönerna. Produktiviteten bedöms i år växa med drygt en procent för att under resterande prognosår växa i en något snabbare takt. Arbetskostnaderna per producerad enhet har under 2016 och 2017 i genomsnitt ökat med drygt 2 procent och väntas fortsätta öka i ungefär denna takt framöver (se diagram 4:13).

### Inflationen nära 2 procent de kommande åren

Inflationen har stigit trendmässigt sedan 2014. Under våren och sommaren bidrog en del tillfälliga faktorer till uppgången. Dessa har dock klingat av de senaste månaderna och inflationstakten har därför fallit tillbaka något och i november upp-

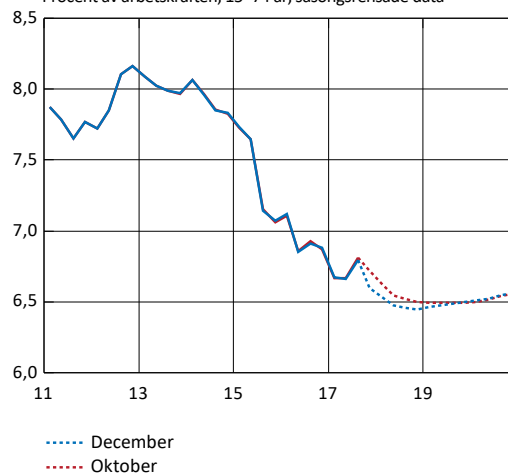
<sup>36</sup> Enligt Arbetsförmedlingen utgör "utsatta grupper" nu cirka tre fjärdedelar av de inskrivna arbetslösa. Dessa är arbetslösa utan gymnasieutbildning, utomeuropeiskt födda, personer över 55 år och/eller personer med funktionshinder som medför nedsatt arbetsförmåga.

### Äldre bidrar mer till antalet arbetade timmar

Utvecklingen av både arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden bland personer äldre än 60 år har varit stark under en lång tid. Ifjol föll sysselsättningsgraden bland personer äldre än 65 år tillbaka något, men i år har den tagit fart på nytt och utvecklingen bland äldre har sammanlagt varit starkare än vad Riksbanken tidigare räknat med (se C. Flodberg, och M. Löf, "Utbudet av arbetskraft har ökat överraskande snabbt", Staff memo, Riksbanken, 2017). Det goda konjunkturläget bidrar sannolikt till att de äldre som vill och kan stannar kvar på arbetsmarknaden. Riksbanken bedömer dock att en del av utvecklingen har strukturella orsaker, som också väntas fortgå. Till exempel förutses arbetskraftsdeltagandet fortsätta öka i takt med att medellivslängden ökar. Jämfört med den penningpolitiska rapporten i oktober har Riksbanken därför justerat upp den trendmässiga utvecklingen i antalet arbetade timmar de kommande åren något.

Diagram 4:11. Arbetslöshet

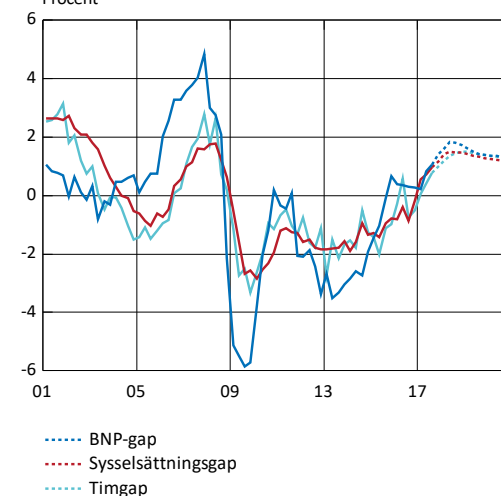
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

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

Procent



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

Källor: SCB och Riksbanken

gick KPIF-inflationen till 2,0 procent. Det senaste året har stigande energipriser bidragit till uppgången. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi har därför varit lägre och i november uppgick den till 1,8 procent.

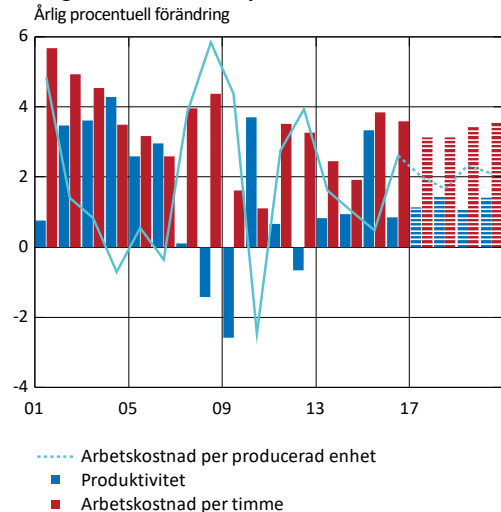
Under de närmaste åren väntas inflationen vara kvar nära 2 procent. Även om kronan har försvagats sedan i oktober väntas den förstärkas de kommande åren, vilket har en dämpande effekt på inflationen senare under prognosperioden. Energipriserna har stigit sedan bedömningen i den penningpolitiska rapporten i oktober och väntas nu bidra mer till inflationen under 2018.

Den viktigaste faktorn bakom uppgången i inflationen, som pågått sedan 2014, är en relativt bred uppgång i tjänstepriserna. Riksbanken bedömer att det finns goda förutsättningar för att inflationen ska vara kvar nära 2 procent framöver. Detta motiveras framför allt av att resursutnyttjandet, med stöd av den expansiva penningpolitiken, har stigit och väntas vara högre än normalt de kommande åren. Det leder till att löneökningstakten gradvis stiger och att det blir lättare för företagen att höja sina priser. Dessutom väntas även priserna i omvärlden stiga snabbare i takt med att också globala konjunkturen stärks.

#### Liten revidering i prognosen för inflationen

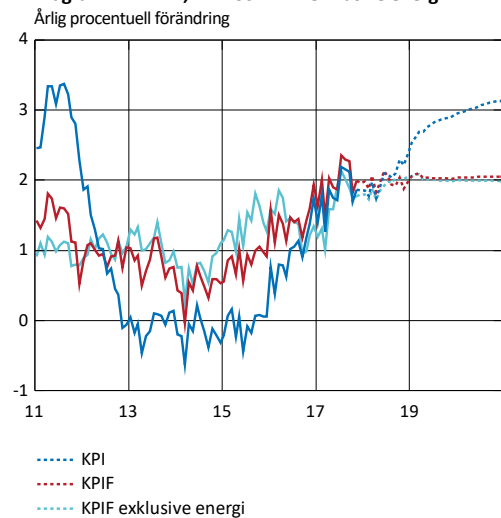
Riksbankens bedömning av förutsättningarna för inflationsutvecklingen de närmaste åren är i stora drag oförändrad jämfört med i oktober. De negativa effekterna av något lägre tillväxt motverkas av en svagare krona. KPIF-inflationen väntas dock bli något högre det närmaste året. Detta förklaras främst av att energipriserna under 2018 väntas öka snabbare än i den tidigare bedömningen. Den långsammare ökningstakt i värdet på bostadskapitalstocken i KPIF som följer av de lägre bostadspriserna, bidrar till att inflationsprognosen är marginellt nedreviderad mot slutet av prognosperioden (se vidare faktarutan "Små direkta effekter av bostadspriser på KPIF"). KPIF-inflationen väntas vara nära 2 procent under prognosperioden (se diagram 4:14). KPI ökar snabbare än KPIF under prognosperioden. När reporäntan, och därmed också bostadsräntorna, börjar stiga under 2018 ökar också hushållens räntekostnader snabbare vilket bidrar till att höja KPI-inflationen men inte inflationen enligt KPIF.

Diagram 4:13. Kostnadstryck i hela ekonomin



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:14. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi



Källor: SCB och Riksbanken

#### Små direkta effekter av bostadspriser på KPIF

I mätningarna av KPIF ingår inte bostadspriser direkt. Men KPIF påverkas ändå av utvecklingen i bostadspriserna via det delindex i KPIF som mäter kostnaden för boende i egna hem där det så kallade kapitalstocksindexet ingår. Detta index mäter den samlade inköpskostnaden av bostäder. I och med att endast en mindre del av bostäderna köps och säljs varje år begränsas det direkta genomslaget av förändringar i bostadspriserna på kapitalstocksindex. Särskilt gällde detta fram till och med 2016 då kapitalindex endast omfattade småhus. Eftersom dessa omsätts relativt sällan var det direkta genomslaget från bostadspriserna begränsat. Från och med 2017 ingår dock även bostadsrätter i beräkningen av kapitalstocken. Detta innebär två saker. Dels har priserna på bostadsrätter, sett över en längre tid, stigit snabbare än priserna på småhus, vilket gör att kapitalstocksindexet nu växer i något snabbare takt än tidigare. Dels omsätts bostadsrätter oftare, vilket gör att prisförändringar nu slår igenom mer och snabbare på KPIF. För närvarande bidrar utvecklingen i kapitalstocksindex med ungefär 0,3 procentenheter till inflationstakten. När bostadsprisutvecklingen dämpas blir bidraget till KPIF från kapitalstocksindex mindre. Riksbankens beräkningar indikerar att om bostadspriserna exempelvis sjunker och varaktigt blir 20 procent lägre, skulle bidraget från kapitalstocksindex till KPIF-inflationen bli knappt 0,1 procentenheter lägre under flera års tid.

## Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

**Tabell 1. Reporänteprognos**  
Procent, kvartalsmedelvärden

	2017 kv 3	2017 kv 4	2018 kv 1	2018 kv 4	2019 kv 4	2020 kv 4
Reporänta	-0,5	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,5)	-0,3 (-0,3)	0,2 (0,2)	0,8 (0,8)

Källa: Riksbanken

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

	2016	2017	2018	2019	2020
KPIF	1,4	2,0 (1,9)	2,0 (1,8)	2,0 (2,1)	2,0 (2,1)
KPIF exkl. energi	1,4	1,7 (1,7)	1,9 (1,9)	2,0 (2,1)	2,0 (2,0)
KPI	1,0	1,8 (1,8)	2,0 (1,9)	2,8 (2,8)	3,1 (3,1)
HIKP	1,1	1,9 (1,8)	1,9 (1,7)	2,0 (1,9)	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 (0,8)	1,1 (1,3)	1,9 (2,0)	2,5 (2,6)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	111,7	112,9 (112,3)	111,5 (110,2)	109,1 (108,7)	107,3 (107,0)
Offentligt finansiellt sparande*	1,2	1,2 (1,2)	0,8 (0,9)	0,9 (1,0)	0,8 (0,9)

\* 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	0,12	0,47	1,8	2,4 (2,2)	2,4 (2,1)	1,8 (1,7)	1,6 (1,5)
USA	0,15	0,08	1,5	2,3 (2,1)	2,5 (2,4)	2,1 (2,1)	2,0 (2,0)
Japan	0,04	0,02	0,9	1,8 (1,6)	1,3 (1,1)	0,8 (0,8)	0,3 (0,4)
Kina	0,18	0,08	6,7	6,8 (6,8)	6,2 (6,2)	6,1 (6,1)	6,1 (6,1)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,1	2,8 (2,7)	2,7 (2,5)	2,3 (2,3)	2,2 (2,2)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,2	3,7 (3,6)	3,7 (3,7)	3,7 (3,7)	3,7 (3,7)

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen för 2017 enligt IMF. KIX-vikter avser vikter i Riksbankens kronindex (KIX) för 2017. 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)	1,5 (1,3)	1,5 (1,6)	1,7 (1,8)
USA	1,3	2,1 (2,2)	2,4 (2,4)	2,3 (2,4)	2,3 (2,3)
Japan	-0,1	0,4 (0,5)	0,9 (1,0)	1,5 (1,5)	2,0 (1,9)
KIX-vägd	1,1	1,9 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,1)	2,2 (2,2)

	2016	2017	2018	2019	2020
Styrränta i omvärlden, procent	-0,1	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,0)	0,2 (0,3)	0,6 (0,6)
Råoljepris, USD/fat Brent	45,1	54,7 (53,6)	61,8 (55,7)	59,1 (54,8)	57,4 (54,6)
Svensk exportmarknad	3,5	5,2 (5,4)	4,3 (3,9)	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 (3,0)	2,5 (2,6)	2,5 (2,2)
Offentlig konsumtion	3,1	0,4 (0,4)	1,4 (1,5)	1,0 (0,9)	1,2 (1,1)
Fasta bruttoinvesteringar	5,6	7,3 (7,8)	4,7 (4,1)	0,7 (2,2)	2,0 (1,6)
Lagerinvesteringar*	0,0	-0,1 (0,0)	-0,1 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	3,3	3,5 (3,4)	4,8 (4,6)	3,8 (3,6)	4,0 (4,1)
Import	3,4	5,1 (4,4)	5,0 (4,5)	3,8 (4,0)	4,1 (4,1)
BNP	3,2	2,5 (2,9)	2,9 (2,9)	1,7 (2,0)	2,1 (1,9)
BNP, kalenderkorrigerad	3,0	2,7 (3,1)	3,0 (3,1)	1,7 (2,0)	1,8 (1,6)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	3,1	3,0 (3,1)	2,8 (2,7)	1,5 (1,9)	1,9 (1,7)
Nettoexport*	0,1	-0,4 (-0,2)	0,1 (0,2)	0,2 (0,0)	0,1 (0,2)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	5,1	4,6 (4,8)	4,3 (4,8)	4,3 (4,7)	4,2 (4,6)

\* Förändring i procent av BNP föregående år.

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)	0,7 (0,7)	0,5 (0,5)	0,3 (0,3)
Potentiellt arbetade timmar	0,9	0,8 (0,7)	0,7 (0,6)	0,6 (0,5)	0,5 (0,4)
BNP, kalenderkorrigerad	3,0	2,7 (3,1)	3,0 (3,1)	1,7 (2,0)	1,8 (1,6)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	2,1	1,6 (1,5)	1,5 (1,6)	0,7 (0,6)	0,4 (0,3)
Sysselsatta, 15-74 år	1,5	2,3 (2,3)	1,3 (1,2)	0,5 (0,5)	0,4 (0,3)
Arbetskraft, 15-74 år	1,0	2,0 (2,0)	1,1 (1,0)	0,5 (0,4)	0,5 (0,4)
Arbetslöshet, 15-74 år*	6,9	6,7 (6,7)	6,5 (6,5)	6,5 (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	2,7 (2,7)	3,0 (3,1)	3,3 (3,3)	3,4 (3,4)
Timlön, NR	2,2	3,1 (3,2)	3,1 (3,2)	3,3 (3,4)	3,4 (3,5)
Arbetsgivaravgifter*	0,7	0,0 (0,2)	0,0 (0,0)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)
Arbetskostnad per timme, NR	3,0	3,1 (3,4)	3,1 (3,3)	3,4 (3,5)	3,6 (3,6)
Produktivitet	0,9	1,1 (1,6)	1,4 (1,5)	1,1 (1,4)	1,4 (1,3)
Arbetskostnad per producerad enhet	2,6	2,0 (1,9)	1,7 (1,8)	2,3 (2,1)	2,1 (2,3)

\* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, sociala avgifter och löneskatter (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)