

Penningpolitisk rapport

Oktober 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.¹ Rapporten innehåller en beskrivning av de framtida inflations- och konjunkturutsikterna baserad på den penningpolitik som Riksbanken för närvarande anser är väl avvägd.

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

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

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 25 oktober 2017. Rapporten går att ladda ned i pdf-format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se där det också finns mer information om Riksbanken.

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

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISK STRATEGI

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

BESLUTSPROCESSEN

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

PRESENTATION AV PENNINGPOLITISKT BESLUT

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

Innehåll

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar 5

Stark konjunktur i Sverige och inflationen nära målet 5

Den aktuella penningpolitiken 7

Osäkerhet och risker 11

FÖRDJUPNING – Är aktiviteten i den svenska ekonomin för hög? 14

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden 17

Utvecklingen internationellt 17

Finansiella förhållanden i Sverige 19

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget 22

Inflation 22

Global och svensk konjunktur 23

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna 27

Omvärlden 27

Sverige 30

Tabeller 35

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Återhämtningen i omvärlden fortsätter men det globala inflationstrycket är alltjämt dämpat. Även om förväntningarna på omvärldens penningpolitik rört sig i en något mindre expansiv riktning sedan det penningpolitiska mötet i september är ränteläget lågt. I Sverige är konjunkturen stark, resursutnyttjandet bedöms vara högre än normalt och KPIF-inflationen är nära 2 procent. Utvecklingen i såväl omvärlden som Sverige har varit i linje med Riksbankens prognoser.

Inflationen väntas sjunka tillbaka något den närmaste tiden men förblir nära 2 procent de närmaste åren. Det har tagit många år och det har krävts mycket stöd av penningpolitiken för att få upp inflationen och inflationsförväntningarna. För att inflationen ska ligga kvar nära 2 procent och inflationsförväntningarna vara förankrade behöver den starka konjunkturen fortsätta att sätta avtryck i prisutvecklingen. Det är också viktigt att kronan inte stärks alltför snabbt. Inflationsprognosen förutsätter därmed en fortsatt expansiv penningpolitik. Direktionen har beslutat att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent och liksom i september väntas reporäntan ligga kvar på den nivån till mitten av 2018 varefter långsamma räntehöjningar inleds. Köpen av statsobligationer fortsätter enligt beslutet i april. Eftersom köpprogrammet löper året ut ger det möjlighet att avvakta ytterligare information som kan påverka ett beslut i december om en eventuell förlängning av köpen. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Stark konjunktur i Sverige och inflationen nära målet

Världshandeln ökar i god takt och även om det fortfarande finns både politisk och ekonomisk osäkerhet i omvärlden är stämningläget gott bland såväl hushåll som företag i många länder. Konjunkturuppgången omfattar allt fler länder och regioner. Den svaga ekonomiska utvecklingen i euroområdet i spåren av skuldskrisen har länge bromsat den svenska exporten. Den ekonomiska aktiviteten i euroområdet har dock förbättrats påtagligt den senaste tiden. BNP-tillväxten ligger över historiskt normala nivåer samtidigt som förtroendet bland hushåll och företag är starkt. Arbetslösheten har sjunkit kontinuerligt sedan 2013, även om det är en bit kvar till nivåerna före finansskrisen. Även i USA är förtroendet bland hushåll och företag starkt vilket indikerar fortsatt förhållandevis hög tillväxt. Under de kommande tre åren väntas den amerikanska BNP-tillväxten vara drygt 2 procent per år vilket innebär att expansionsfasen blir den längsta under efterkrigstiden.

Ett sätt att väga samman BNP-utvecklingen i olika länder och regioner efter deras betydelse för svensk ekonomi är att använda vikterna i kronindex, KIX. Sammantaget bedöms den KIX-vägda BNP-tillväxten vara drygt 2,5 procent i år, för att kommande år gradvis dämpas. Tillväxten i omvärlden väntas därmed bli ungefär i linje med ett historiskt genomsnitt de senaste åren.

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Fortsatt konjunkturuppgång i omvärlden. Centralbankernas penningpolitik befinner sig i olika faser och normaliseringen av penningpolitiken går långsamt.
Resursutnyttjandet är högre än normalt i Sverige och förblir så under de närmaste åren.
Inflationsförväntningarna är tillbaka nära 2 procent och inflationen är nära 2 procent under hela prognosperioden.
Kronan väntas stärkas i långsam takt framöver.
Slutsats: För att inflationen ska ligga kvar nära 2 procent behöver penningpolitiken vara fortsatt expansiv. Reporäntan behålls på -0,50 procent och köpen av statsobligationer fortsätter enligt beslutet i april. Eftersom nuvarande köpprogram löper året ut ger det möjlighet att avvakta ytterligare information som kan påverka ett beslut i december om en eventuell förlängning av köpen. Mandatet som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden förlängs.

Tabell 1:2.

Små prognosrevideringar
Något högre tillväxt och inflation i omvärlden i år och nästa år.
Svensk tillväxt nedreviderad i år till följd av nytt utfall, prognosen för nästa år uppreviderad i linje med starka indikatorer.
Högre arbetskraftsdeltagande och sysselsättningsgrad samt något lägre arbetslöshet framöver.
Inflationsprognosen något lägre det närmaste året efter ett något svagare utfall än väntat.
Något svagare växelkurs det närmaste året.

Inflationen stiger långsamt i omvärlden

Inflationen i omvärlden sjönk under inledningen av 2017 i spåren av fallande energipriser. Sedan i somras har energipri- serna stigit igen vilket har bidragit till högre inflation. Men den underliggande inflationen har överlag varit dämpad, både i USA och i euroområdet. Detta väntas förändras framöver. Konjunktoren blir allt starkare, och det bedöms även finnas förutsättningar för stigande löneökningar i exempelvis Tyskland. Den KIX-vägda inflationen bedöms sammantaget vara strax under 2 procent i år och stiga till drygt 2 procent de kommande åren.

De stora centralbankerna befinner sig i olika faser

De stora centralbankerna i omvärlden befinner sig fortsatt i olika faser. Europeiska centralbanken (ECB) behåller den expansiva inriktningen på penningpolitiken, och man har kommunicerat att tillgångsköpen fortsätter tills man ser en varaktig förbättring av inflationsutsikterna. De flesta marknadsaktörer väntar sig att ECB fortsätter med tillgångsköpen under större delen av nästa år, om än i en långsammare takt. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve följer den tidigare aviserade planen att göra penningpolitiken gradvis mindre expansiv. Man har meddelat en långsam minskning av balansräkningen med start i oktober. De enskilda ledamöternas bedömningar av den framtida styrräntan indikerar ytterligare en höjning i år och tre under nästa år.

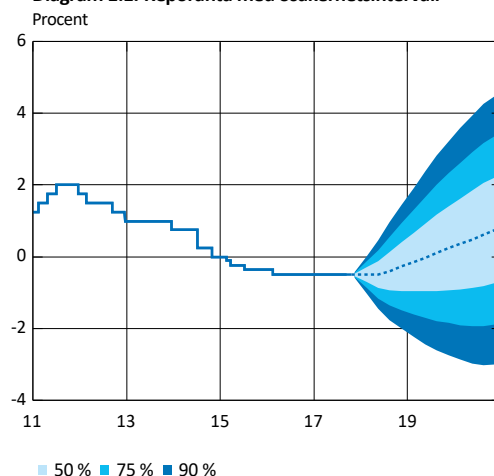
Sammantaget väntas normaliseringen av penningpolitiken i omvärlden ta tid. Även om förväntningarna har rört sig i en något mindre expansiv riktning väntas penningpolitiken vara fortsatt expansiv under de kommande åren. Den KIX-vägda styrräntan väntas stiga i långsam takt.

Svensk konjunktur visar styrka – men matchningsproblem på arbetsmarknaden

Under det andra kvartalet uppgick BNP-tillväxten i Sverige till 5,2 procent jämfört med närmast föregående kvartal och uppräknat till årstakt. Detta innebär en viss nedrevidering i förhållande till snabbestimatet, men tillväxten var ändå betydligt över ett historiskt genomsnitt de senaste åren. Såväl inhemsk efterfrågan som export visar styrka. Indikatorer tyder också på en fortsatt god tillväxt de närmaste kvartalen. För resten av prognosperioden är tillväxten i stort sett oförändrad jämfört med bedömningen i september, vilket innebär att den växlar ned från knappt 3 procent i år och nästa år till cirka 2 procent 2020 (se diagram 1:2). Nedväxlingen mot slutet av prognosperioden beror på att tillväxten på Sveriges exportmarknader dämpas och att bostadsinvesteringarna i Sverige sjunker något. Samtidigt växer den arbetsföra befolkningen i långsammare takt vilket tillsammans med svårigheter att hitta lämplig personal bidrar till att tillväxten i arbetade timmar minskar.

De senaste åren har läget på arbetsmarknaden förbättrats kontinuerligt med stigande sysselsättningsgrad och sjunkande

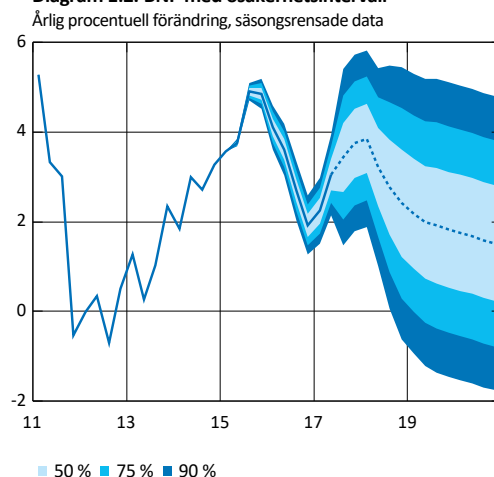
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall



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

arbetslöshet. Trots stor efterfrågan på arbetskraft har det dock blivit allt svårare att matcha arbetsökande med lediga jobb. Detta gör att arbetslösheten – trots det starka konjunkturläget – inte väntas sjunka tillbaka så mycket mer under de kommande åren.

Högt resursutnyttjande men normala kostnadsökningar

Indikatorer tyder samstämmigt på att resursutnyttjandet är högre än normalt i Sverige, och Riksbanken bedömer att det kommer att förbli så hela prognosperioden.

Avtalsrörelsen tidigare under året resulterade i treåriga avtal med relativt måttliga avtalade löneökningar. I år väntas lönerna enligt konjunkturlönestatistiken öka med 2,7 procent. Ökningstakten stiger till strax över 3 procent under de kommande åren. En förklaring till det är att löner utöver avtal stiger till följd av det goda konjunkturläget. Samtidigt bedöms tillväxten i produktiviteten bli måttlig. Trots att löneökningarna är dämpade bedöms därmed kostnadstrycket, mätt med arbetskostnaderna per producerad enhet, öka i ungefär normal takt under prognosperioden. Bilden av kostnadstrycket är i stort sett oförändrad jämfört med bedömningen i september.

Inflationen nära målet

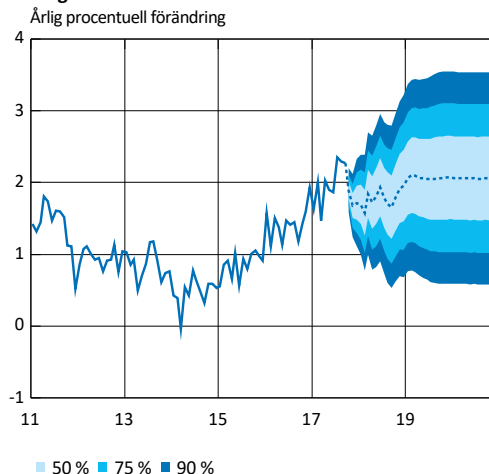
I september var inflationen 2,3 procent enligt KPIF och 1,9 procent enligt KPIF rensat för energipriser. Sedan en tid tillbaka är det framför allt tjänstepriserna som ökar snabbt. Tjänstepriserna påverkas i högre utsträckning än varupriserna av inhemsk efterfrågan. Utvecklingen kan därmed tolkas som att den starka konjunktoren nu sätter tydligare avtryck i prisökningstakten.

En del av uppgången i inflationen under sommarmånaderna förklaras av tillfälliga faktorer som till exempel ändrade beräkningsmetoder för priser på charterresor. Under slutet av 2017 och början av 2018 väntas inflationen falla tillbaka något (se diagram 1:3). Det förklaras delvis av att ökningstakten i priserna på charterresor faller tillbaka. Även bidraget till inflationen från energipriserna minskar de närmaste månaderna. En tredje orsak är kronförstärkningen som skett under året, som väntas dämpa priserna på importerade varor med viss fördröjning. Framöver förutses kronan fortsätta stärkas, men långsamt (se diagram 1:4). Att kronan förstärks något de kommande åren bidrar till att hålla tillbaka inflationen även under resterande delen av prognosperioden. Den expansiva penningpolitiken och den starka konjunktoren utgör tillsammans en förutsättning för att KPIF-inflationen ska vara nära 2 procent hela prognosperioden.

Den aktuella penningpolitiken

Svensk penningpolitik har under en längre tid verkat i en miljö präglad av osäker konjunkturutveckling, svagt inflationstryck, låga globala räntor och stor politisk osäkerhet i omvärlden.

Diagram 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall

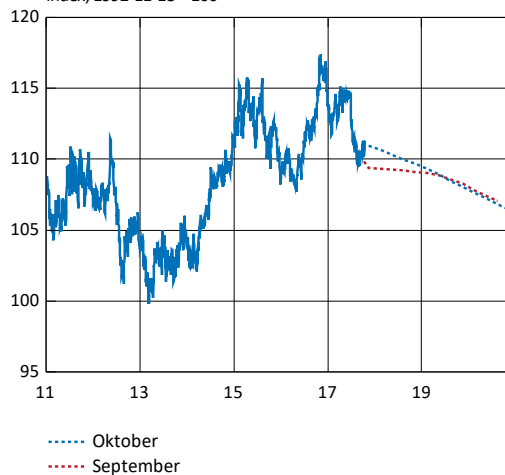


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast ränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:4. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100

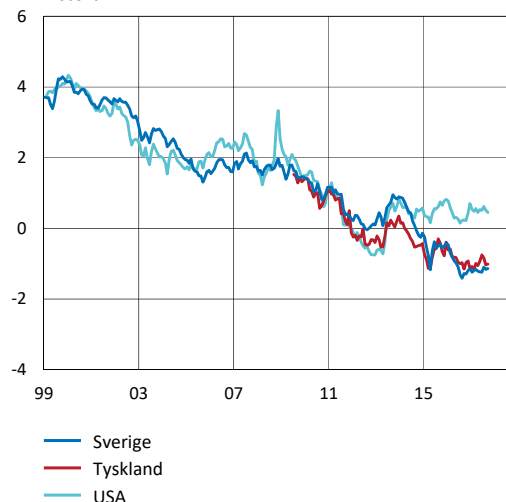


Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 1:5. Realräntor

Procent



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

Källor: Bloomberg, Federal Reserve, Thomson Reuters och Riksbanken

Den penningpolitik som Riksbanken har bedrivit de senaste åren, med en styrränta under noll och omfattande köp av statsobligationer, har varit exceptionell i ett historiskt perspektiv. Politiken är till stor del en följd av en global trendmässig räntenedgång (se diagram 1:5). Syftet med den expansiva penningpolitiken är att inflationen i Sverige ska stabiliseras runt målet på 2 procent och att inflationsförväntningarna ska vara förenliga med inflationsmålet. Ett högt förtroende för inflationsmålet skapar förutsättningar för en väl fungerande pris- och lönebildning och bidrar på detta sätt till en god ekonomisk utveckling. Penningpolitiken har haft ett tydligt genomslag på korta och långa räntor samt kronans växelkurs.² Sedan 2014 har inflationen stigit och är nära målet. Inflationsförväntningarna på både kort och lång sikt har också stigit och är åter nära 2 procent, mätt med såväl KPI som KPIF (se marginalruta i kapitel 3 och diagram 3:5). Konjunkturen är stark och arbetslösheten har fallit tillbaka. Penningpolitiken har varit betydelsefull för denna utveckling.

Expansiv penningpolitik för en KPIF-inflation nära målet

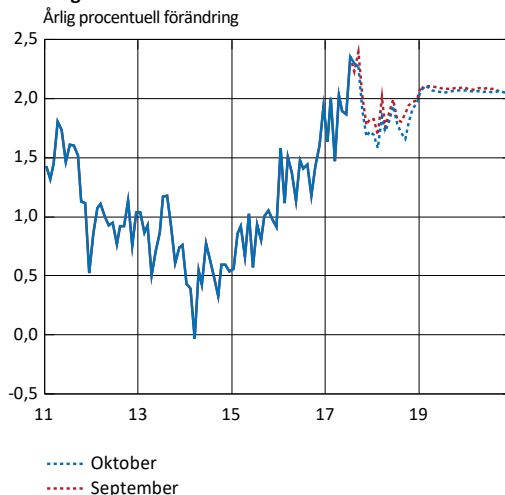
Sedan den penningpolitiska rapporten i september har den ekonomiska utvecklingen, i både Sverige och omvärlden, varit i linje med Riksbankens prognoser och sammantaget är konjunktur- och inflationsutsikterna i stort sett oförändrade. Det globala inflationstrycket är fortsatt dämpat och även om förväntningarna på omvärldens penningpolitik rört sig i en något mindre expansiv riktning är ränteläget världen över fortsatt lågt.

I Sverige har såväl KPIF-inflationen som olika mått på den underliggande inflationen ökat trendmässigt sedan 2014 och ligger nu nära målet. Inflationen väntas sjunka tillbaka något den närmaste tiden men är nära 2 procent under hela prognosperioden. Denna bedömning är i stort sett oförändrad jämfört med i september (se diagram 1:6 och 1:7). En förutsättning för att inflationen ska stabiliseras nära 2 procent är att penningpolitiken förblir expansiv.

En viktig faktor i inflationsbedömningen är i vilken utsträckning företagen höjer priserna i förhållande till kostnadsutvecklingen. Efter många år där prisökningarna varit låga relativt kostnadsökningarna förefaller den starka konjunkturen på senare tid gjort det lättare än tidigare för företagen att höja priserna (se diagram 1:8). Att det är av betydelse för inflationen att konjunkturen i Sverige fortsätter att vara stark bekräftas i Riksbankens företagsundersökning. Den visar att en stabilt stigande efterfrågan har förbättrat företagens möjligheter att kunna höja sina försäljningspriser.³

Inflationen har underskridit målet under lång tid och det har krävts mycket stöd av penningpolitiken för att få upp inflationen och inflationsförväntningarna. Eftersom det finns en risk för att inflationsförväntningarna just nu är känsliga för

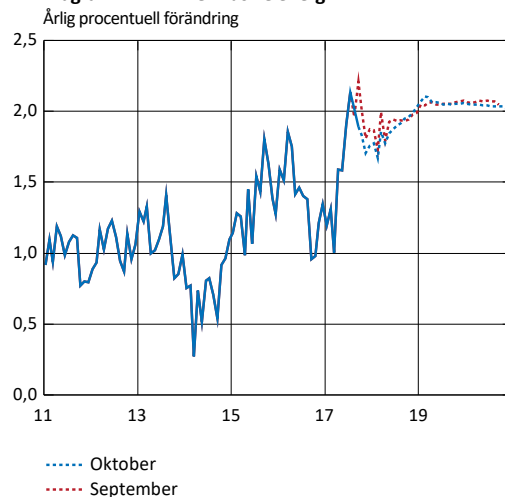
Diagram 1:6. KPIF



Anm. KPIF är KPI med fast ränta.

Källor: SCB och Riksbanken

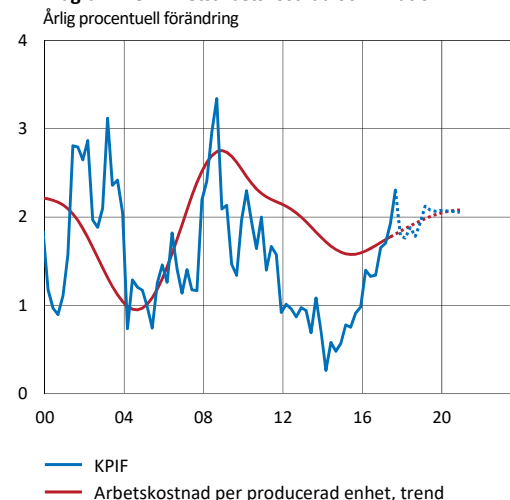
Diagram 1:7. KPIF exklusive energi



Anm. KPIF är KPI med fast ränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:8. Enhetsarbetskostnad och inflation



Anm. Trenden i arbetskostnad per producerad enhet är framräknad med ett så kallat HP-filter. Vid trendberäkningen används Riksbankens prognos i oktober 2017 och ett antagande om att arbetskostnaden per producerad enhet ökar med 2 procent bortom prognoshorisonten.

Källor: SCB och Riksbanken

² Se fördjupningen "Penningpolitikens effekt på finansiella variabler" i Penningpolitisk rapport april 2017.

³ Se Riksbankens företagsundersökning i maj 2017.

negativa överraskningar kan inflationsutfall under inflationsmålet vara mer problematiska att hantera än inflationsutfall över målet. Det är därför viktigt att den starka svenska konjunkturen fortsätter sätta avtryck i prisutvecklingen så att inflationsförväntningarna förblir väl förankrade vid målet.

Direktionen har mot den här bakgrunden beslutat att behålla reporäntan oförändrad på $-0,50$ procent. Reporäntan väntas ligga kvar på den nivån till mitten av 2018 varefter långsamma räntehöjningar inleds. Detta är samma bedömning som i september (se diagram 1:9). Reporäntan kommer därmed att vara avsevärt lägre än den långsiktigt normala räntenivån de kommande åren.⁴

Köpen av statsobligationer fortgår under resten av 2017, så som beslutades i april, och vid slutet av året kommer köpen att uppgå till 290 miljarder kronor, exklusive återinvesteringar (se diagram 1:10). Eftersom nuvarande köpprogram löper året ut ger det möjlighet att avvakta ytterligare information som kan påverka ett beslut i december om en eventuell förlängning av köpen. Förfall och kuponginbetalningar på statsobligationsportföljen återinvesteras tillsvärdare. Direktionen har också fattat beslut om att förlänga det mandat som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden till juli 2018. Förlängningen av mandatet motiveras av den betydelse kronans växelkurs har för inflationen.

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).

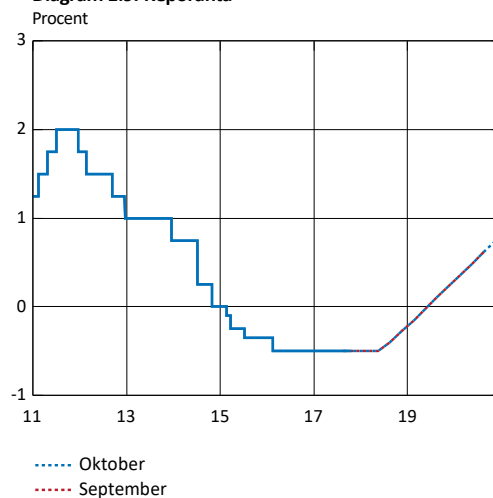
Penningpolitiska överväganden

Tillväxten är stark, inte minst på arbetsmarknaden där sysselsättningsgraden nått historiskt höga nivåer. Inflationen är nära målet och sedan början på året har mått på den underliggande inflationen legat högre än sina historiska snitt (se diagram 3:3). Inflationsutfallen har också blivit högre än väntat flera månader under året, något som skulle kunna indikera att utväxlingen mellan den starka konjunkturen och inflationen blir större eller går snabbare än vad som nu förutses i Riksbankens prognoser.

Den höga tillväxten skulle också kunna skapa obalanser i ekonomin som medför problem längre fram. Dessutom har det sedan i september även skett en viss förskjutning i förväntningarna vad gäller omvärldens penningpolitik, i en något mindre expansiv riktning. Dessa faktorer skulle sammantaget kunna tala för en något mindre expansiv penningpolitik.

Bedömningen är dock att det hittills inte finns några tecken på att den höga tillväxten leder till att löner och priser stiger för snabbt. Faktorer som ett högt sparande och en god konkurrenskraft tyder på att det inte råder stora obalanser generellt i ekonomin. Men det finns en risk för att dagens höga bostadsbyggande avtar snabbt och därigenom bidrar till

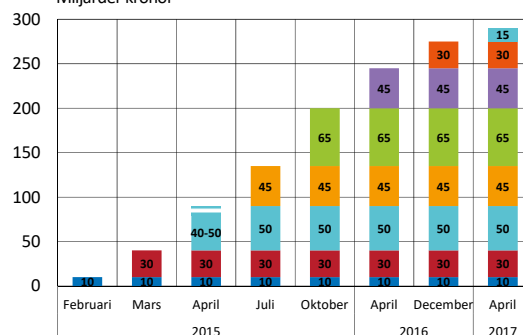
Diagram 1:9. Reporänta



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:10. Riksbankens beslutade köp av statsobligationer
Miljarder kronor



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

Källa: Riksbanken

Diagram 1:11. Real reporänta



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

Källor: SCB och Riksbanken

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

eller förstärker en framtida lågkonjunktur (se fördjupningen "Är den ekonomiska aktiviteten i Sverige alltför hög?").

Utvecklingen av kronans växelkurs är viktig för inflationen. Kronan väntas stärkas långsamt de närmaste åren och det är viktigt att detta sker just långsamt. Den amerikanska centralbanken befinner sig i en räntehöjningsfas och har annonserat en gradvis avveckling av sitt innehav av tillgångar med start i oktober medan den europeiska centralbanken förväntas fortsätta sina tillgångsköp under större delen av 2018. I denna miljö råder det osäkerhet om hur växelkursen kan komma att reagera. Om Riksbankens penningpolitik avviker tydligt från omvärldens skulle förstärkningen av kronan kunna ske alltför snabbt eller bli alltför stor, vilket i sin tur skulle kunna föra med sig negativa effekter på både inflationen och tillväxten i svensk ekonomi.

Sammantaget bedömer direktionen att en mindre expansiv, faktisk eller förväntad, penningpolitik i dagsläget skulle vara riskfyllt då det skulle kunna leda till att inflationen faller tillbaka och återigen blir för låg. Förtroendet för inflationsmålet kan då försvagas igen. För att försäkra sig om att inflationen ligger kvar nära inflationsmålet och att inflationsförväntningarna är väl förankrade anser direktionen därför att det är för tidigt att göra penningpolitiken mindre expansiv.

Sidoeffekter av penningpolitiken

I ett historiskt perspektiv är den förda penningpolitiken ovanlig. Det gäller även för många andra länder. Riksbanken analyserar kontinuerligt effekterna av den negativa styrräntan och de omfattande statsobligationsköpen.

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. I Sverige har uppgången i hushållens skuldsättning oroat under lång tid. Flera år av snabbt stigande bostadspriser och kraftigt ökad skuldsättning har gjort hushållen känsliga för bland annat prisfall på bostadsmarknaden. Det är därför angeläget att ytterligare åtgärder vidtas för att öka motståndskraften i hushållssektorn och begränsa riskerna med hushållens höga skuldsättning.

En annan möjlig sidoeffekt är att finansiella marknaders 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 nämnvärt påverkat marknadens funktionssätt. Riksbanken följer noga utvecklingen, bland annat genom återkommande kontakter med berörda aktörer.

Negativa räntor skulle också kunna leda till en ökad efterfrågan på kontanter. Men det är bara en mindre del av inlåningen som sker till negativa räntor och trots negativ ränta har efterfrågan på kontanter i Sverige fortsatt att minska.

Bankernas lönsamhet skulle dessutom kunna minska till följd av negativa räntor, vilket 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 negativa räntor inte hindrat en hög och stabil lönsamhet de senaste åren.

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

Osäkerhet och risker

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

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

Osäkerhet kring inflationsprognosen

Även om osäkerheten i omvärlden bedöms ha minskat sedan början av året kvarstår flera ekonomiska och politiska faktorer som bidrar till att göra den ekonomiska utvecklingen svåröversäglig och som i förlängningen kan påverka inflationen både internationellt och i Sverige. En osäkerhetsfaktor rör den ekonomiska politiken i USA. Frågetecken kvarstår kring bland annat utformningen av finanspolitiken. Den upptrappade retoriken i konflikten mellan USA och Nordkorea har därtill ökat den geopolitiska spänningen.

Även inom Europa finns flera osäkerhetsfaktorer. Det råder fortfarande stor osäkerhet om hur Storbritanniens utträde ur EU kommer att påverka den ekonomiska utvecklingen. Ytterligare en osäkerhetsfaktor rör de strukturella problemen i den europeiska banksektorn. Den senaste tiden har även utvecklingen i Katalonien höjt den politiska osäkerheten.

Förändringarna i kronkursen under det senaste året illustrerar att prognoser för växelkursen är mycket osäkra. En stor och snabb förstärkning av växelkursen skulle dämpa importpriserna och efterfrågan, 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 mot bakgrund av att inflationen varit låg under en lång tid. En stor och snabb förstärkning av kronkursen skulle också kunna föra med sig negativa konsekvenser för den realekonomiska utvecklingen.

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 att beakta i penningpolitiken är att det höga resursutnyttjandet kan leda till alltför hög inflation framöver. Löneökningstakten väntas visserligen bli förhållandevis måttlig de kommande åren, och lägre än vad de historiska sambanden med resursutnyttjandet indikerar. Men prognosen är osäker. En högre löneökningstakt än väntat, i linje med de historiska sambanden med resursutnyttjandet, skulle kunna leda till en inflation som mer tydligt överstiger inflationsmålet. Det finns också tecken på att priserna har ökat snabbare än företagens kostnader den senaste tiden. Riksbankens prognos är att inflationen i stort sett utvecklas i linje med kostnadsökningarna framöver (se diagram 1:8). Men trenden med stigande prispåslag kan förstås drivas på ytterligare av att resursutnyttjandet förblir högt, och på så vis skulle inflationen också kunna bli högre än vad som nu förutses.

Det finns därmed ett antal faktorer som skulle kunna göra att inflationen blir både lägre och högre 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. Vid en inflation som istället blir högre än väntat behöver beaktas att inflationen under flera år har underskridit målet. Det gör att riskerna för en lägre inflation får en större tyngd i den penningpolitiska avvägningen.

Riskerna på bostadsmarknaden behöver hanteras

Dagens höga tillväxt i Sverige är till en betydande del driven av bostadsinvesteringarnas utveckling (se fördjupningen "Är aktiviteten i den svenska ekonomin för hög?"). Produktionen av bostäder har ökat mycket snabbt de senaste åren. Denna utveckling kan ses i ljuset av att bostadsinvesteringarna under en lång period inte höll jämna steg med efterfrågan på bostäder. Det har resulterat i att bostadspriserna har stigit kraftigt under flera år, även om ökningstakten har dämpats den senaste tiden (se diagram 1:12).⁵ Hushållens skuldsättning har stigit i takt med bostadspriserna och är idag på historiskt höga nivåer (se diagram 1:13).

Riksbankens prognos innebär att bostadspriserna ökar långsammare de kommande åren, bland annat på grund av ett större utbud av bostäder och att hushållens bolåneräntor börjar stiga. Men det finns betydande risker.

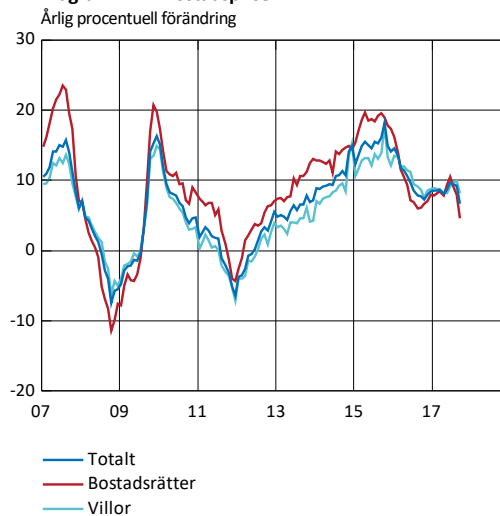
Ur ett strukturellt perspektiv är det angeläget att öka bostadsutbudet. Men en fortsatt kraftig ökning av bostadsbyggandet i kombination med en försvagad efterfrågan skulle kunna resultera i ett framtida prisfall på bostäder.

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.

Diagram 1:12. Bostadspriser



Källa: Valueguard

⁵ I september föll bostadspriserna något jämfört med i augusti, men jämfört med september 2016 steg de med 6,7 procent.

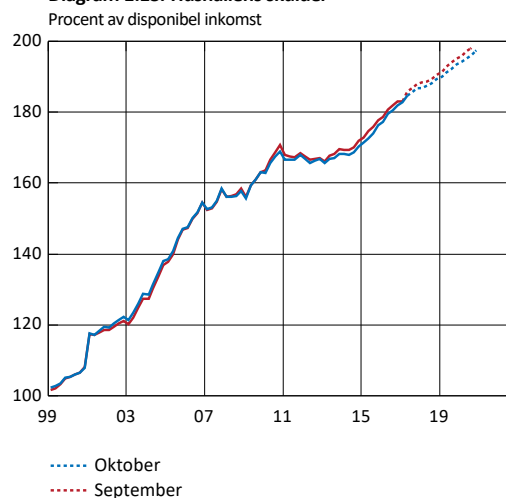
Hushållens höga skuldsättning gör deras konsumtionsefterfrågan känslig för fallande bostadspriser men också för stigande räntekostnader. Att sparandet bland hushållen i utgångsläget är högt kan i det avseendet ses som en fördel, även om det saknas statistik på mikronivå över fördelningen av de svenska hushållens konsumtion och sparande.⁶ Även banksystemet är sårbart på grund av sin stora exponering mot bostadsmarknaden. Ungefär 70 procent av de svenska storbankernas utlåning sker med bostäder och andra typer av fastigheter som säkerheter. Riskerna på bostadsmarknaden kan därför äventyra både den finansiella och makroekonomiska stabiliteten. För att åstadkomma en bättre fungerande bostads- och bolånemarknad behövs ett helhetsgrepp inom bostads- och skattepolitiken för att skapa en bättre balans mellan utbud och efterfrågan på bostäder. En bättre fungerande bostads- och bolånemarknad kan minska riskerna förknippade med hushållens höga skuldsättning på sikt.

Men det behövs även åtgärder som hanterar riskerna i närtid. En kraftigt höjd reporänta skulle kunna bromsa skulduppbyggnaden men samtidigt leda till högre arbetslöshet, en betydligt starkare växelkurs och lägre inflation. Makrotillsynsåtgärder som är mer specifikt inriktade på att minska riskerna förknippade med hushållens skulder har mindre negativa effekter på ekonomin i övrigt.

Riksbanken har därför efterfrågat ytterligare makrotillsynsåtgärder och välkomnar Finansinspektionens aviserade förslag om ett skärpt amorteringskrav, som föreslås träda ikraft i mars 2018. Det är angeläget att regeringen skyndsamt fattar beslut i frågan, så att det skärpta amorteringskravet kommer på plats som planerat.

Riksbanken har också framfört att det är viktigt att Finansinspektionens uppdrag och mål för makrotillsynen, samt processen för att tilldela Finansinspektionen verktyg, förtydligas och preciseras i lag. Regeringen presenterade tidigare i år förslag om ytterligare verktyg för makrotillsyn vilket nu resulterat i en lagrådsremiss, med förslag om ikraftträdande i februari 2018.

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

⁶ Se även avsnittet "Sårbarheter och risker kopplade till hushållens skuldsättning" i Finansiell stabilitetsrapport 2017:1, Sveriges riksbank.

FÖRDJUPNING – Är aktiviteten i den svenska ekonomin för hög?

Riksbankens expansiva penningpolitik har bidragit till en hög tillväxt och stigande inflation. I debatten framförs ibland att aktiviteten i ekonomin nu är så hög att den expansiva ekonomiska politiken riskerar att leda till överhettning. Riksbankens bedömning är visserligen att resursutnyttjandet är högre än normalt, men det finns ändå få tecken på att löner och priser generellt är på väg att stiga för snabbt. Faktorer som fortsatt högt sparande och god konkurrenskraft tyder inte heller på stora obalanser generellt i ekonomin. Det betyder dock inte att riskerna med den höga aktiviteten i den svenska ekonomin kan ignoreras. Det finns till exempel en risk att för att bostadsbyggandet avtar snabbt från dagens höga nivåer, vilket kan bidra till eller förstärka en framtida lågkonjunktur. Riksbanken har också länge betonat riskerna kopplade till hushållens skuldsättning. Det finns fortsatt anledning att noga analysera bostads- och bolånemarknaden.

Högt resursutnyttjande reser frågor

Riksbanken har till uppgift att försöka hålla inflationen nära målet på 2 procent och strävar samtidigt efter att stabilisera produktion och sysselsättning kring långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Mot bakgrund av bland annat svag utveckling i omvärlden har det krävts en mycket expansiv penningpolitik för att stimulera efterfrågan och lyfta inflationen och på så sätt säkra trovärdigheten för inflationsmålet.

Inflationen är nu nära målet och Riksbanken bedömer att resursutnyttjandet är högre än normalt (se diagram 4:12 och 4:14). En fortsatt hög aktivitet i ekonomin behövs för att inflationen ska stabiliseras kring 2 procent. Den starka utvecklingen innebär samtidigt att det är naturligt att olika risker med ett högt resursutnyttjande lyfts fram i debatten.

Ett sätt att analysera riskerna med högt resursutnyttjande är att dela upp riskerna i två kategorier: Hög inflation samt felallokeringar eller obalanser i produktion och efterfrågan. Båda bidrar till större ekonomiska svängningar, ökad osäkerhet och sämre förutsättningar för hushåll och företag att exempelvis planera sparande och investeringar.

Medan det finns en rad olika mått på priser och kostnadstryck är det betydligt svårare att identifiera obalanser i produktion och efterfrågan. Det är svårt att mäta resursutnyttjandet med någon större precision och det är ännu svårare att säga vilken nivå som utgör ett problem. Även om det finns tecken på ökade matchningsproblem såsom bristtal och rekryteringstider är det komplicerat att avgöra i vilken utsträckning den höga sysselsättningen är långsiktigt hållbar eller speglar en obalans. Arbetslösheten inom vissa grupper på arbetsmarknaden är fortsatt hög och det är en positiv utveckling att fler personer har fått tillträde

till arbetsmarknaden utan att det inneburit snabbt stigande löner och priser.

För att analysera felallokeringar och obalanser i produktion och efterfrågan behöver man titta på utvecklingen bakom Riksbankens vanliga mått på resursutnyttjande. Ett lågt och fallande sparande, försämrad konkurrenskraft eller snabbt växande produktion inom en viss sektor kan vara tecken på obalanser som riskerar att fördjupa en framtida lågkonjunktur. I det aktuella ekonomiska läget finns det till exempel anledning att närmare analysera eventuella risker med den snabba tillväxten i bostadsinvesteringarna.

Därutöver kvarstår de finansiella risker som är förknippade med hushållens höga skuldsättning. Även om denna utveckling inte i första hand beror på ett högt resursutnyttjande innebär den en ökad sårbarhet som kan förstärka problemen relaterade till eventuella obalanser i bostadsbyggandet.

Risken för hög inflation bedöms vara låg

En för hög inflation är skadlig för ekonomin bland annat eftersom inflationen brukar variera mycket när den är hög. Osäkerheten ökar och det blir svårare för aktörerna i ekonomin att planera. Därför har Riksbanken till uppgift att stabilisera inflationen nära 2 procent.

Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation är en viktig del i Riksbankens bedömning av hur inflationen kommer att utvecklas. Utgångspunkten är den så kallade Phillipskurvan, som enkelt uttryckt innebär att löner och priser tenderar att öka snabbt när resursutnyttjandet är högt.⁷

Inflationen i Sverige har de senaste åren stigit från låga nivåer och är för närvarande nära målet. Riksbanken bedömer dock att inflationstrycket fortfarande är lågt och att det därför krävs fortsatt hög ekonomisk aktivitet för att

⁷ Se till exempel "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation" Penningpolitisk rapport oktober 2016.

inflationen ska ligga kvar kring målet. Det hänger bland annat samman med att omvärldens inflation är låg och att avtalade löner för de kommande tre åren är måttliga (se kapitel 4). Att risken för snabbt stigande löner och priser är liten stöds även av inflations- och löneförväntningarna.

Nivån på sparandet tyder inte på framväxande obalanser

En annan risk med högt resursutnyttjande är att det kan bidra till att förstärka en framtida lågkonjunktur. Detta står i kontrast med Riksbankens strävan att stabilisera produktion och sysselsättning kring långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Vid sidan av de direkta effekterna som till exempel högre arbetslöshet i lågkonjunkturer innebär större svängningar ökad osäkerhet som normalt dämpar den ekonomiska utvecklingen.

Sambandet mellan högt resursutnyttjande och ökade konjunkturvariationer kan bland annat relateras till sparande- och investeringsbeslut. Riksbanken bedömer att penningpolitiken behöver vara fortsatt expansiv för att hålla uppe efterfrågan och stabilisera inflationen. Samtidigt innebär mer konsumtion och investeringar idag att både behovet och utrymmet blir mindre i framtiden. En alltför hög efterfrågan kan därmed bidra till att förstärka en framtida lågkonjunktur. Detta kan till exempel ske om aktörers förväntningar i hög grad påverkas av det aktuella läget i ekonomin. I en högkonjunktur kan det bidra till att konsumtions-, sparande- och investeringsbeslut baseras på för optimistiska förväntningar om framtida inkomster och vice versa i en lågkonjunktur. Ett lågt sparande minskar även motståndskraften när konjunkturer försämras och kan därmed öka risken för att lågkonjunkturer blir djupa.

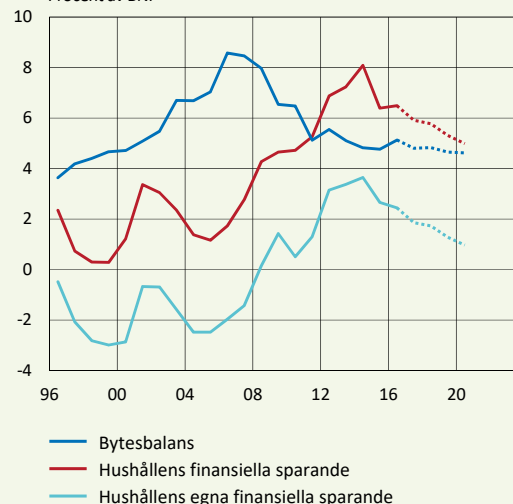
De svenska hushållen har ökat sitt sparande betydligt under den senaste tioårsperioden (se diagram 1:14). Genom att rensa bort kollektivt försäkringssparande från hushållens finansiella sparande kvarstår det egna finansiella sparandet. Denna del speglar hushållens aktiva sparandebeslut och det sparande som hushållen kan anpassa om konjunkturer viker och inkomstutvecklingen dämpas. Det är hushållens egna finansiella sparande som har drivit uppgången i sparkvoten. Även om hushållen nu minskar sitt sparande förblir det högt i ett historiskt perspektiv de kommande åren.

På nationell nivå innebär sparandeunderskott ett beroende av extern finansiering. Under vissa omständigheter, till exempel perioder med finansiell stress, kan möjligheterna till extern finansiering minska och länder med bytesbalansunderskott kan då tvingas till betydande korrigeringar i konsumtion och investeringar. Sverige har haft ett högt bytesbalansöverskott sedan mitten av 1990-talet. Det har minskat något de senaste åren men väntas vara nära 5 procent av BNP de närmaste åren (se diagram 1:14). Det finns alltså ett betydande sparandeöverskott i

svensk ekonomi. Ökade investeringar finansieras med andra ord i stor utsträckning av högre sparande inom landet.

Eftersom bytesbalansen i hög grad är en spegelbild av förhållandet mellan export och import är det stabila överskottet även en indikation på att den höga aktiviteten i den svenska ekonomin inte är förenad med obalanser i form av försvagad konkurrenskraft. Den bilden stöds även

Diagram 1:14. Bytesbalans och hushållens finansiella sparande
Procent av BNP



Källor: SCB och Riksbanken

av andra konkurrensindikatorer. Förhållandet mellan enhetsarbetskostnaderna i Sverige och våra handelspartners har till exempel varit stabilt de senaste åren och exporten har utvecklats ungefär i linje med importefterfrågan på svenska exportmarknader.

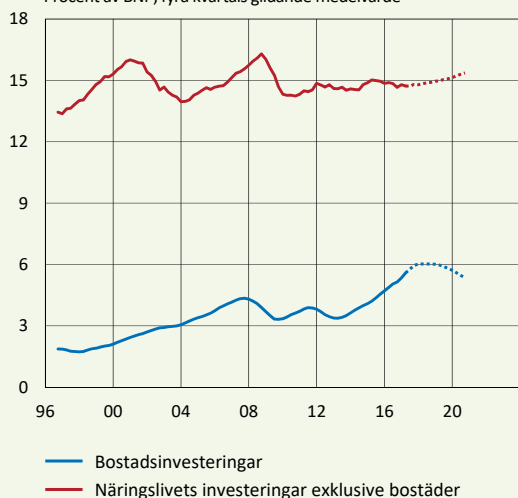
Historiskt höga nivåer på bostadsbyggandet

Den del i ekonomin som ökat särskilt snabbt de senaste åren är bostadsinvesteringarna (se diagram 1:15). Utvecklingen är relevant ur minst två perspektiv. Det finns dels en risk för en direkt effekt där en inbromsning i bostadsbyggandet bidrar till att förstärka en framtida lågkonjunktur. Därutöver finns det en koppling mellan bostadsbyggande, bostadspriser och risker förenade med hushållens skuldsättning.

Den direkta effekten kan förenklat relateras till att bostäder som byggs idag inte behöver byggas imorgon. Riksbanken bedömer att det finns ett strukturellt underskott efter många år med för lågt byggande men omställningen kan ske i olika takt. Bostadsinvesteringarnas andel av BNP har ökat i snabb takt under senare år och nivån är idag nästan dubbelt så hög som genomsnittet 1993–2013. Stigande bostadsinvesteringar har därmed haft en betydande direkt effekt på BNP-utvecklingen. Bostadsinvesteringar utgör fortsatt en begränsad del av ekonomin men enligt historiska mönster är svängningarna betydligt större

än i BNP. Det omfattande byggandet idag innebär därför en ökad risk för större svängningar i konjunkturen.

Diagram 1:15. Näringslivets investeringar
Procent av BNP, fyra kvartals glidande medelvärde



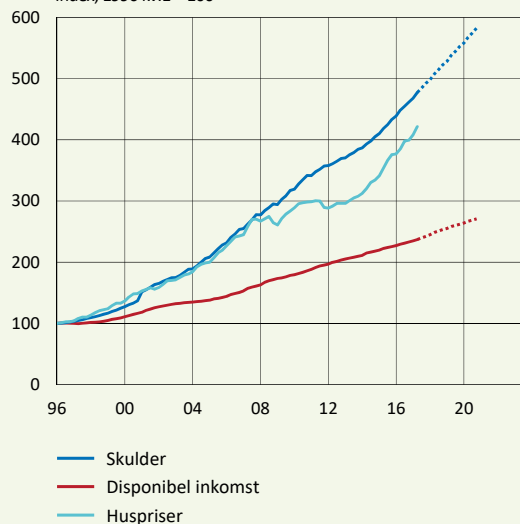
Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Nivån på bostadsbyggandet hänger också samman med bostadspriserna. Den snabba ökningen av bostadspriser indikerar att det har funnits ett stort underskott av bostäder på marknaden. Boverket bedömer också att det fortsatt finns ett demografiskt behov att fylla efter många år med alltför lågt bostadsbyggande. Bostadsinvesteringarnas andel av BNP i Sverige är heller inte särskilt hög i ett internationellt perspektiv. Riksbankens prognos innebär en succesiv nedtrappning av bostadsbyggandet med begränsade tillväxteffekter och en gradvis dämpning av tillväxttakten i bostadspriserna.

Utvecklingen på bostadsmarknaden behöver följas även framöver, inte minst eftersom det finns en koppling till bostadspriser och riskerna förenade med hushållens skuldsättning. Utöver det demografiska behovet påverkas efterfrågan på bostäder bland annat av inkomster, boendekostnader och bostadspriser, både faktiska och förväntade. Skattelättnader, generösa lånevillkor och det låga ränteläget har till exempel bidragit till högre efterfrågan och stigande priser på bostäder. Incitamenten att bygga bostäder påverkas i sin tur av prisutvecklingen. I Sverige avspeglas detta i en hög samvariation mellan bostadspriser och byggvolym. Det finns en risk att både efterfrågan och utbudet baseras på för optimistiska förväntningar om inkomster och priser, vilket kan bidra till att det byggs för många eller för dyra bostäder i relation till hushållens långsiktiga inkomstutveckling. De ekonomiska konsekvenserna av en sådan utveckling blir både fallande bostadsinvesteringar och fallande bostadspriser.

Risker och konsekvenser förenade med överproduktion och bostadsprisfall hänger även nära samman med kredittillväxt och skuldsättning. En hög belåningsgrad innebär till exempel en ökad sårbarhet vid ett bostadsprisfall eftersom det ökar risken för att värdet på bostaden understiger lånet. Hög belåningsgrad och hög skuldsättning gröper även ur hushållens konsumtionsutrymme samt minskar motståndskraften i en konjunkturförsvagning, vilket ökar risken för större konjunktursvängningar. Historiska erfarenheter visar att lågkonjunkturer som föregås av snabbt stigande kredittillväxt och huspriser tenderar att vara både djupare och längre än andra konjunkturdgångar.⁸

Diagram 1:16. Disponibel inkomst, huspriser och skulder
Index, 1996 kv.1 = 100



Anm. Disponibel inkomst avser fyra kvartals glidande medelvärde.

Källor: SCB och Riksbanken

Utvecklingen av belåningsgrad och hushållens skulder är dock inte främst ett resultat av konjunkturläget. Såväl huspriser som skulder har vuxit snabbare än hushållens inkomster under en lång period oavsett konjunkturläge (se diagram 1:16). Det är också relevant att skilja mellan ökad skuldsättning till följd av att bostadsstocken växer och fler äger sitt boende och en ökning som drivs av stigande huspriser och stigande belåningsgrad.

⁸ Se till exempel Jordá, O. Schularick, M. och Taylor, A. "The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles", NBER Working Paper No. 20501, September

2014 och Drehmann, M. Borio, C. och Tsatsaronis, K. "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", BIS Working Papers No 380, juni 2012.

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Sedan den penningpolitiska rapporten i september har både aktiepriserna och statsobligationsräntorna stigit i såväl omvärlden som Sverige. Den huvudsakliga orsaken till rörelserna på de finansiella marknaderna är marknadsförväntningar om god tillväxt framöver. Detta har även inneburit stigande förväntningar på räntehöjningar i en del länder. I Sverige möter hushåll och företag fortsatt låga räntor samtidigt som tillgången till krediter är god. Kronan är något svagare jämfört med Riksbankens prognos i september. Sammantaget bedöms penningpolitiken ha haft ett gott genomslag på ekonomin, och de finansiella förhållandena bedöms som gynnsamma för tillväxten den närmaste tiden.

Utvecklingen internationellt

Något högre tillväxtförväntningar

Rörelserna på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i september har främst präglats av förväntningar om god tillväxt framöver. Statistik som har publicerats efter den penningpolitiska rapporten i september har överlag varit bättre än marknadsförväntningarna vilket har bidragit till att marknadsaktörernas tillväxtförväntningar har reviderats upp något. Även om förväntningar på räntehöjningar har stigit i en del länder som USA och Storbritannien väntas den globala penningpolitiken förbli expansiv under lång tid framöver.

Fortsatt expansiv penningpolitik i omvärlden

Bilden av att centralbankerna i omvärlden ligger i olika faser står sig sedan det penningpolitiska mötet i september. En del centralbanker har fattat beslut om, eller kommunicerat planer på, mindre expansiv penningpolitik, medan andra har framhållit fortsatt behov av oförändrad stimulans.

I samband med sitt penningpolitiska möte i september meddelade den europeiska centralbanken (ECB) att den expansiva inriktningen på penningpolitiken bibehålls. ECB fortsätter med nettotillgångsköpen till årsskiftet eller längre om så är nödvändigt, beroende på inflationsutsikterna. Mer information om framtida tillgångsköp väntas vid ECB:s penningpolitiska möte i oktober. De flesta marknadsaktörer väntar sig att ECB fortsätter med nettotillgångsköpen även under stora delar av nästa år, men att volymen för de månatliga köpen blir mindre än vad den är för närvarande.

Tabell 2:1.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i september

Statsobligationsräntorna i omvärlden har stigit. I Sverige har statsobligationsräntor med längre löptider stigit.

Kronan har försvagats något i konkurrensvägda termer.

Aktieindex har stigit i Sverige och omvärlden.

Utlåningsräntorna till hushåll och företag är fortsatt låga.

Kredittillväxten till hushåll och icke-finansiella företag är fortsatt 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 långa statsobligationsräntorna, som också styrs av utländska räntor. Statsobligationsräntorna utgör ett ankare för andra typer av obligationsräntor som i sin tur inverkar på bankernas finansieringskostnader. Dessa påverkar i slutändan utlåningsräntorna till hushåll och företag.



Den amerikanska centralbanken Federal Reserve fortsätter att gradvis göra penningpolitiken mindre expansiv och meddelade vid det penningpolitiska mötet i september en gradvis nedtrappning av balansräkningen med start i oktober. Kommunikationen i samband med och efter septembermötet om styrränteutvecklingen framöver har fått marknadens ränteförväntningar, enligt marknadsprissättningen, att stiga.

I Bank of Englands penningpolitiska protokoll från mötet i september framkom att ledamöterna bedömer att en viss minskning av den penningpolitiska stimulansen kan behövas under de kommande månaderna, vilket överraskade marknadsaktörerna.

Sammantaget har marknadens förväntningar på framtida styrräntor stigit i USA och Storbritannien (se diagram 2.1). Även om några av de större centralbankerna för penningpolitiken i en mindre expansiv riktning går normaliseringen långsamt och i ett globalt perspektiv förblir penningpolitiken fortsatt expansiv. Marknadsaktörer förväntar sig också att centralbankernas samlade tillgångar reduceras i långsam takt.

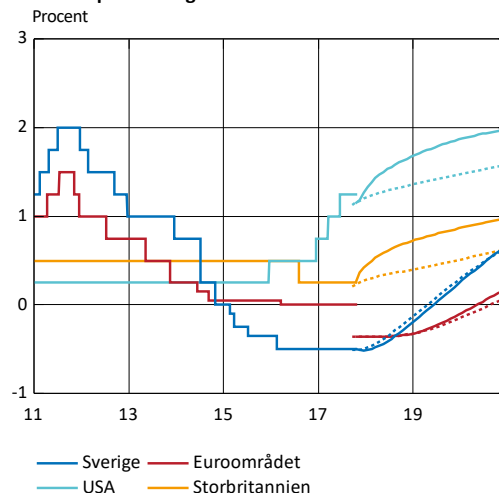
Starkare pund och dollar

Rörelserna på valutamarknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i september beror till stor del på förändringar i penningpolitiska förväntningar. Både det brittiska pundet och den amerikanska dollarn har stärkts efter indikationer om mindre expansiv penningpolitik framöver. Förväntningar om skattesänkningar i USA har också bidragit till dollarförstärkningen under senare tid.

Jämfört med början av året har dollarn däremot försvagats (se diagram 2.2). En stor del av försvagningen ägde rum under våren och sommaren i takt med att förväntningar om finanspolitiska stimulansåtgärder och ytterligare styrräntehöjningar sköts framåt i tiden. Dollarn har också försvagats mot ett flertal valutor i länder där den makroekonomiska utvecklingen har blivit bättre än väntat. Ett exempel är euron som har stärkts med drygt sex procent i handelsvägda termer sedan årsskiftet men försvagats något sedan den penningpolitiska rapporten i september. Ett annat exempel är den kanadensiska dollarn. Bank of Canada valde i september att föra penningpolitiken i något mindre expansiv riktning genom att höja styrräntan för andra gången på kort tid. Den kanadensiska dollarn har stärkts med ungefär sju procent sedan början på juni i handelsvägda termer.

Räntorna på statsobligationer i omvärlden har stigit sedan den penningpolitiska rapporten i september. Uppgången förklaras främst av olika makroekonomiska utfall som förstärkt marknadsaktörernas positiva förväntningar. I de länder där den penningpolitiska förväntningarna har stigit mest, exempelvis i USA och Storbritannien, har obligationsräntorna ökat mer än i andra länder (se diagram 2:3 och 2:4).

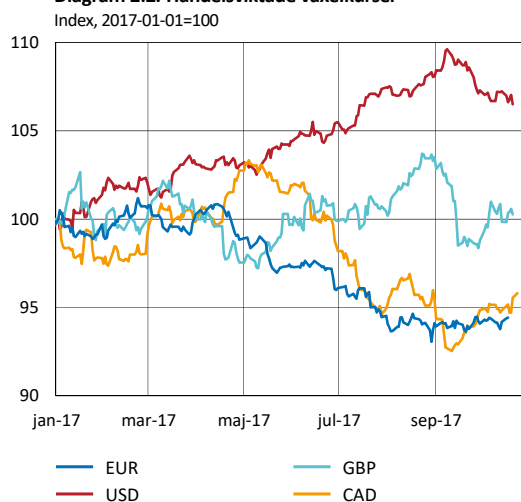
Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning



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 2017-10-23, streckade linjer är skattade 2017-09-06.

Källor: Nationella centralbanker, Thomson Reuters och Riksbanken

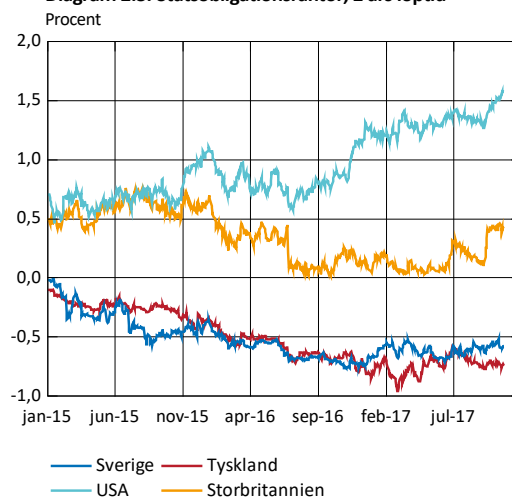
Diagram 2:2. Handelsvägda växelkurser



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:3. Statsobligationsräntor, 2 års löptid



Anm. Implikerade nollkupongräntor från statsobligationer.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

Fortsatt låg volatilitet

Förväntningar om god tillväxt framöver och fortsatt globalt expansiv penningpolitik har bidragit till att aktiepriserna stigit i såväl Sverige som omvärlden sedan den penningpolitiska rapporten i september. Uppgången har varit stark på tillväxtmarknaderna som dessutom har gynnats av dollarförsvagningen under året (se diagram 2:5). Det beror främst på att länder som har stor skuldsättning i dollar får lägre låne- och refinansieringskostnader när dollarn försvagas. Många av tillväxtmarknaderna exporterar råvaror och har också gynnats av stigande råvarupriser. Volatiliteten på olika tillgångsmarknader är fortfarande låg även om den stigit tillfälligt då den geopolitiska oron ökat. Centralbankernas expansiva penningpolitik och en gynnsam makroekonomisk utveckling har troligtvis bidragit till den låga volatiliteten. På kreditmarknaderna har räntorna på räntebärande värdepapper som emitterats av företag och banker följt ungefär samma utveckling som statsobligationsräntorna.

Finansiella förhållanden i Sverige

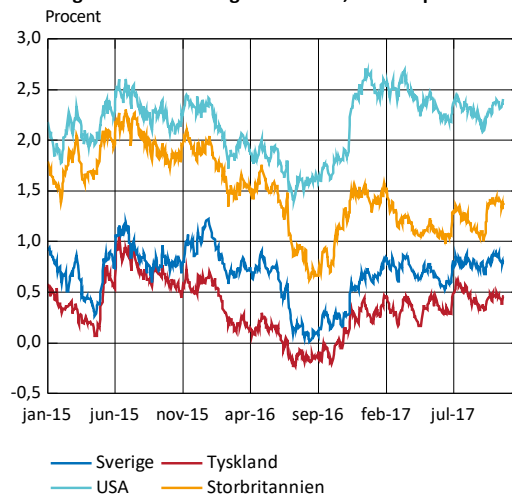
Något högre svenska statsobligationsräntor

Prissättningen på de finansiella marknaderna indikerar att förväntningarna på den framtida reporäntan är i stort sett oförändrade sedan det penningpolitiska mötet i september (se diagram 2:1). Terminsräntorna ligger i linje med Riksbankens reporäntebana. Marknadsaktörernas förväntningar enligt enkätundersökningar ligger något högre än reporäntebanan, framför allt på ett till två års sikt (se diagram 2:6). Sett i ett historiskt perspektiv är skillnaderna små.

Sedan det penningpolitiska mötet i september har svenska statsobligationsräntor med längre löptider stigit (se diagram 2:4). Positiv makrostatistik och fortsatt goda tillväxtförväntningar har bidragit till denna utveckling. På kreditmarknaderna har räntorna på säkerställda obligationer och företagsobligationer utvecklats ungefär som statsobligationsräntorna.

Räntor med kortare löptider är i stort sett oförändrade sedan september och räntan på statsskuldväxlar med kort löptid ligger fortfarande klart under reporäntan (se diagram 2:7). En bidragande orsak till detta är Riksbankens statsobligationsköp.⁹ Av den utestående stocken statsobligationer i svenska kronor innehar Riksbanken cirka 20 procent av realränteobligationerna och omkring 40 procent av de nominella obligationerna. Det innebär att en relativt stor andel av statsobligationerna inte finns tillgänglig för handel på marknaden, vilket skulle kunna påverka marknadens sätt att fungera. Riksgäldens repofacilitet påverkar också utbudet av statsobligationer på marknaden. Faciliteten innebär att Riksgäldens

Diagram 2:4. Statsobligationsräntor, 10 års löptid

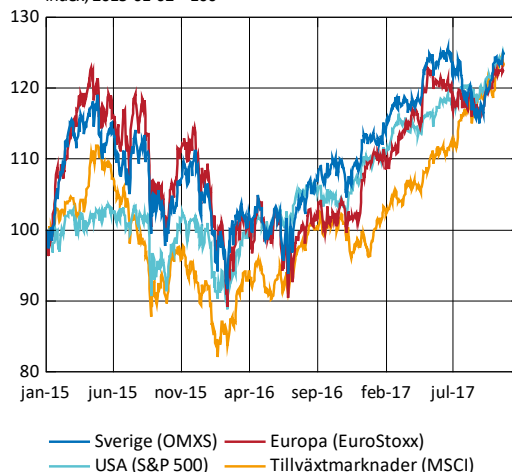


Anm. Implikerade nollkupongsräntor från statsobligationer.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

Diagram 2:5. Börsutveckling i lokal valuta

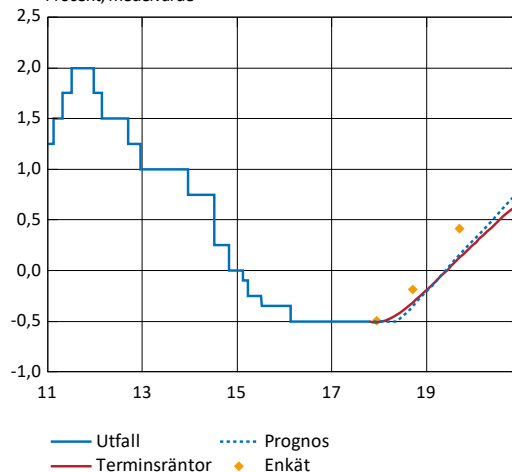
Index, 2015-01-02 = 100



Källor: Macrobond och Thomson Reuters

Diagram 2:6. Reporänta och marknadens förväntningar

Procent, medelvärde



Anm. Terminsräntorna är skattade 2017-10-23 och är ett mått på förväntad reporänta. Enkät svar visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer den 2017-10-11.

Källor: Macrobond, TNS Sifo Prospera och Riksbanken

⁹ För mer information se "Statsobligationsköpen pressar ner lång- och korträntor" i Penningpolitisk rapport oktober 2016.

återförsäljare alltid kan vända sig till Riksgälden för att få tag i en obligation, vilket har utnyttjats i hög utsträckning på senare tid.

Marknaden fungerar och investerare och återförsäljare kan fullgöra sin uppgift. Denna bild stöds också av att omsättningen på marknaden inte sjunkit nämnvärt sedan Riksbankens köp inleddes. Penningpolitiken kan således fullföljas genom köp av statsobligationer samtidigt som staten fortsatt har goda möjligheter att finansiera sitt upplåningsbehov. Den samlade bedömningen är att Riksbankens obligationsköp inte nämnvärt påverkat marknadens funktionsätt.

Något svagare krona

Kronan har i konkurrensvägda termer, enligt kronindex KIX, försvagats något sedan den penningpolitiska rapporten i september. Detta beror främst på att marknadsaktörer nu förväntar sig en något mindre expansiv penningpolitik i en del länder i omvärlden. Kronan har exempelvis försvagats mot den amerikanska dollarn och det brittiska pundet. Jämförs utvecklingen med prognosen i september är kronan något svagare än väntat (se diagram 1:4). Jämfört med årets början har den dock stärkts med ungefär två procent. En stor del av förstärkningen ägde rum under sommaren då en del makrostatistik som publicerades var bättre än väntat samtidigt som den amerikanska dollarn försvagades.

Fortsatt hög kredittillväxt för hushåll och företag

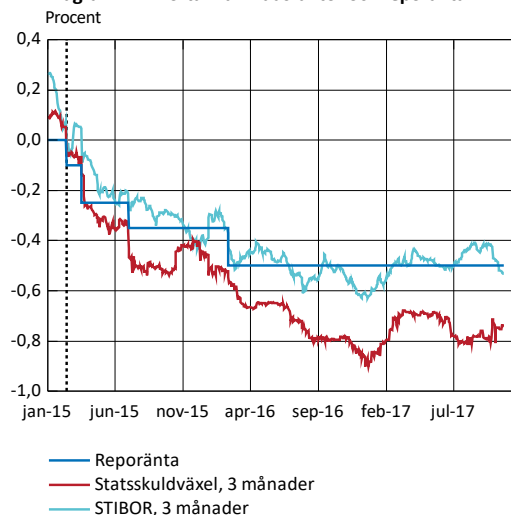
Den expansiva penningpolitiken i såväl Sverige som omvärlden har bidragit till att bankernas finansieringsvillkor är fortsatt mycket goda och att utlåningsräntorna till hushåll och företag är kvar på historiskt låga nivåer. Den genomsnittliga bolåneräntan för nya avtal låg i augusti på cirka 1,6 procent medan genomsnittsräntan för nya banklån till icke-finansiella företag sjönk något till 1,1 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. De genomsnittliga inlåningsräntorna till hushåll och företag har varit i stort sett oförändrade sedan mitten av 2015 och ligger nära noll.¹⁰ Sammantaget har genomslaget från reporäntan till in- och utlåningsräntorna varit i linje med Riksbankens förväntningar.

Den årliga tillväxttakten för utlåning till hushåll har minskat något sedan mitten av 2016. Den är dock fortfarande hög och uppgick i augusti till 7,1 procent. Sedan juni 2016 har den årliga tillväxttakten för konsumtionslån däremot ökat allt snabbare och ligger nu på 8 procent. Konsumtionslån utgör i nuläget dock endast cirka 5 procent av hushållens totala skulder. Ökningstakten i utlåningen till företag har minskat något de senaste månaderna, till 4,1 procent i augusti (se diagram

¹⁰ De flesta finansiella företag samt vissa större icke-finansiella företag och kommuner möter negativa inlåningsräntor. Av tekniska skäl redovisas den negativa inlåningsräntan dock ofta som en avgift och syns därför inte alltid i statistiken från SCB. Inlåning till negativa räntor utgör dock en liten andel av den totala inlåningen från icke-finansiella företag. Se fördjupningen "Perspektiv på den negativa reporäntan" i Penningpolitisk rapport juli 2016.

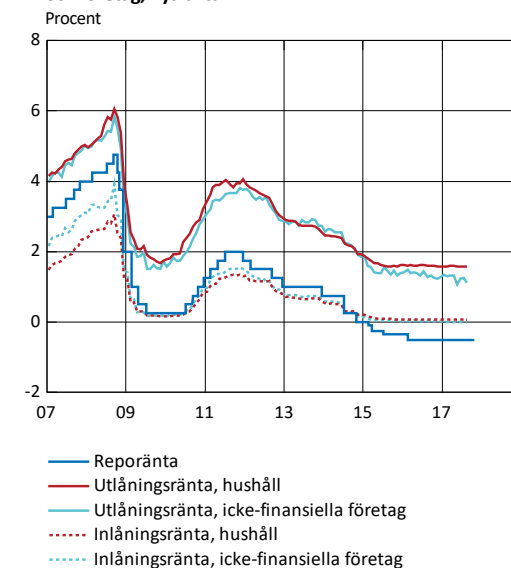
Diagram 2:7. Korta marknadsräntor och reporäntan



Anm. Streckad linje avser startpunkten för obligationsköpen.

Källor: Macrobond och Riksbanken

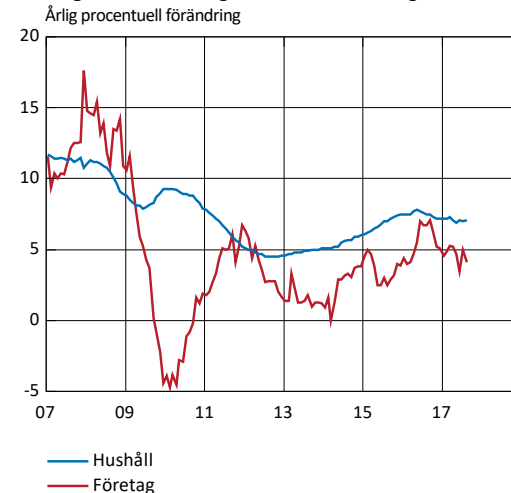
Diagram 2:8. Reporänta samt in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:9. Utlåning till hushåll och företag



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

Källa: SCB

2:9). Samtidigt har ökningstakten i företagens 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. Enkätundersökningar visar på fortsatt goda finansieringsvillkor för företagen.

Ökningstakten i bostadspriserna har dämpats under senare tid. Jämfört med augusti föll bostadspriserna i september med ca en procent, justerat för säsongeffekter. Men jämfört med för ett år sedan är bostadspriserna 6,7 procent högre (se diagram 1:12). Enkätundersökningar visar att allmänhetens och framför allt mäklarnas förväntningar på stigande bostadspriser dämpades ytterligare i september jämfört med augusti.

De finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt expansiva

Sammanfattningsvis tyder utvecklingen sedan den penningpolitiska rapporten i september på att de finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt expansiva. Till utvecklingen bidrar att räntorna är fortsatt låga, i form av både låga marknadsräntor och låga räntor till hushåll och företag. Detta även om obligationsräntor med längre löptider stigit sedan september.

Kronans växelkurs har försvagats något, vilket påverkar de finansiella förhållandena på ett expansivt sätt. Till bilden hör också att aktiekurserna har stigit och bostadsmarknaden har utvecklats starkt de senaste 12 månaderna även om utvecklingen dämpats den senaste tiden. Samtidigt ökar utlåningen till både hushåll och företag då finansieringsvillkoren är fortsatt gynnsamma. Den sammantagna bilden är därför att de finansiella förhållandena i Sverige bidrar till goda tillväxtutsikter den närmaste tiden.

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Den svenska konjunkturen är stark och inflationen ligger kvar nära inflationsmålet. I september var inflationen 2,3 procent enligt KPIF och 1,9 procent enligt KPIF rensat för energipriser. BNP-tillväxten andra kvartalet har reviderats ned något, men tillväxten är ändå fortsatt god. Indikatorer talar för att den starka utvecklingen håller i sig under andra halvåret. Det något lägre inflationsutfallet för september förklaras främst av att varupriserna utvecklades svagare än väntat. Även tjänstepriserna sjönk något men utvecklas fortsatt starkt. Inflationen under resten av året bedöms bli något lägre än i bedömningen i september.

Inflation

Inflationen nära målet

I september var inflationen 2,3 procent enligt KPIF (se diagram 3:1) och 1,9 procent enligt KPIF rensat för energipriser, vilket är något lägre än prognosen i den penningpolitiska rapporten i september.

Främst var det varupriserna som utvecklades något svagare än förväntat (se diagram 3:2). Till utvecklingen bidrog lägre prisökningstakter för kläder och skor. Historiskt har dessa priser ökat tydligt i september men särskilt de två senaste åren har utvecklingen i september varit mer dämpad. Även övriga varupriser utvecklades något svagare än väntat.

Tjänstepriserna fortsätter att öka snabbt (se diagram 3:2). Studeras tjänstepriserna lite mer i detalj framgår det att priserna på utrikes resor har fallit relativt kraftigt de senaste månaderna. Det gäller framför allt charterresor, som har ett nytt säsongsmönster i år på grund av en ny mätmetod. Ökningstakten i övriga tjänstepriser har dock fortsatt att stiga. Priserna i tjänstesektorn påverkas främst av inhemska förhållanden och ska ses i ljuset av den starka realekonomiska utvecklingen i Sverige.

Energipriserna har ökat snabbare än väntat sedan den penningpolitiska rapporten i september. Elpriserna har varit ovanligt höga för årstiden, bland annat för att produktionen i kärnkraftverken har varit relativt låg på grund av utdragna avstängningar för underhåll. Drivmedelspriserna steg i sin tur till följd av orkanen Harvey i USA som stängde ner en stor del av USA:s oljeraffinaderier. Därefter har världsmarknadspriset på olja stigit vilket också bidragit till utvecklingen.

Såväl KPIF-inflationen som olika mått på den underliggande inflationen har stigit trendmässigt sedan 2014 (se diagram 3:3). Efter många år där prisökningarna varit låga i förhållande till kostnadsökningarna förefaller den starka konjunkturen på senare tid gjort det lättare än tidigare för företagen att höja priserna. Att inflationen har stigit är också en följd av tidigare kronförsvagningar, som bland annat påverkar priserna på livsmedel och varor. Kronan har dock förstärkts

Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR september	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 2,4 procent i september.	Något lägre än väntat. KPIF-inflationen blev 2,3 procent.
BNP-tillväxten 7,1 procent andra kvartalet.	BNP-tillväxten reviderades ned till 5,2 procent.
Arbetslösheten 6,7 procent tredje kvartalet.	Något högre än väntat. Arbetslösheten blev 6,8 procent.
BNP-tillväxten i euroområdet 2,5 procent andra kvartalet.	BNP-tillväxten reviderades till 2,6 procent.
BNP-tillväxten i USA 3,0 procent andra kvartalet.	BNP-tillväxten reviderades till 3,1 procent.

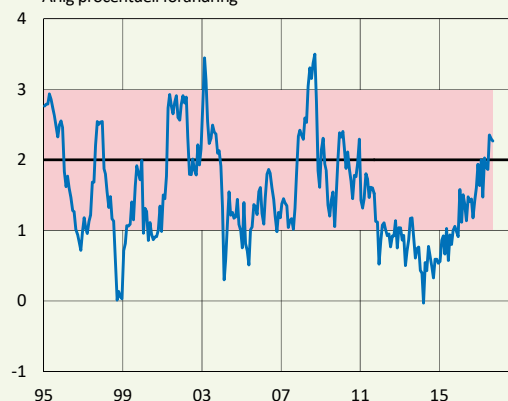
Anm. PPR avser Penningpolitisk rapport. KPIF är KPI med fast ränta. Inflationen avser årlig procentuell förändring. BNP-tillväxten avser säsongsrensad kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt. Arbetslöshet avser procent av arbetskraften, säsongsrensad.

Inflationen 2,3 procent i september

I september uppgick KPIF-inflationen till 2,3 procent. Utfallet var alltså något högre än 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. I ett historiskt perspektiv var avvikelsen från 2 procent i september inte anmärkningsvärt stor (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 1995:01 – 2017:09. KPIF är KPI med fast ränta.

Källor: SCB och Riksbanken

sedan i somras och väntas därmed bidra allt mindre till inflationen framöver.

Inflationen sjunker något

Inflationen väntas sjunka något de närmaste månaderna. En viktig orsak till detta är att priserna på utrikes resor väntas öka långsammare. En annan bidragande orsak är de senaste månadernas kronförstärkning som med viss eftersläpning påverkar priserna. Förstärkningen av kronan har till exempel redan fått visst genomslag på importpriserna på konsumtionsvaror där ökningstakten har minskat de senaste månaderna. Även ökningstakten i priserna på konsumtionsvaror som produceras i Sverige har, enligt hemmamarknadsprisindex, sjunkit något de senaste månaderna. Prisökningstakten är dock fortsatt hög i ett historiskt perspektiv.

Riksbankens kortsiktsmodeller för inflationen, som sammanfattar informationen i ett stort antal indikatorer, tyder på att inflationen, enligt KPIF exklusive energi, kommer att ligga kvar strax under 2 procent resten av året (se diagram 3:4). Riksbankens prognos för denna period ligger något lägre än modellprognoserna. Detta hänger bland annat samman med att ökningstakten i priserna på charterresor och utrikes flygresor väntas falla under resten av året, främst till följd av en ny beräkningsmetod, vilket modellerna inte kan fånga. Inflationen sjunker alltså tillbaka något den närmaste tiden. På kort sikt är prognosen för inflationen mätt med KPIF exklusive energi nedreviderad jämfört med den penningpolitiska rapporten i september. Prognosen för inflationen enligt KPIF är något mindre nedreviderad då energipriserna väntas stiga något snabbare än vad som tidigare antagits. Utvecklingen i hushållens räntekostnader bidrar fortsatt till att hålla ner inflationen mätt med KPI jämfört med KPIF.

Svagt stigande inflationsförväntningar

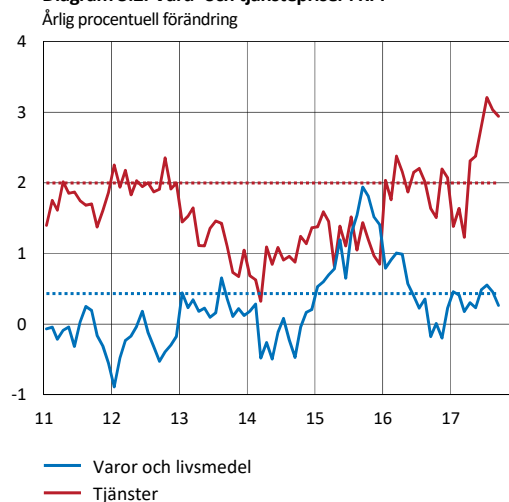
Inflationsförväntningarna har stigit de senaste åren efter att ha legat på mycket låga nivåer i början av 2015 (se diagram 3:5). De långsiktiga inflationsförväntningarna har legat nära 2 procent det senaste året och i takt med att inflationen har stigit har även inflationsförväntningar på kortare sikt åter stigit till nära 2 procent. Enligt TNS Sifo Prosperas undersökning för oktober var inflationsförväntningarna på fem års sikt 2,1 procent enligt penningmarknadens aktörer. Inflationsförväntningarna på ett och två års sikt var 2,0 respektive 2,1 procent. Även de långsiktiga inflationsförväntningarna, så som de prissätts i finansiella instrument, har stigit de senaste åren.

Global och svensk konjunktur

Stark global konjunktur

Konjunkturen i omvärlden fortsätter att stärkas. En indikation på detta är att världshandeln med varor fortsätter att öka i god takt. BNP-tillväxten i euroområdet och USA var hög under

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

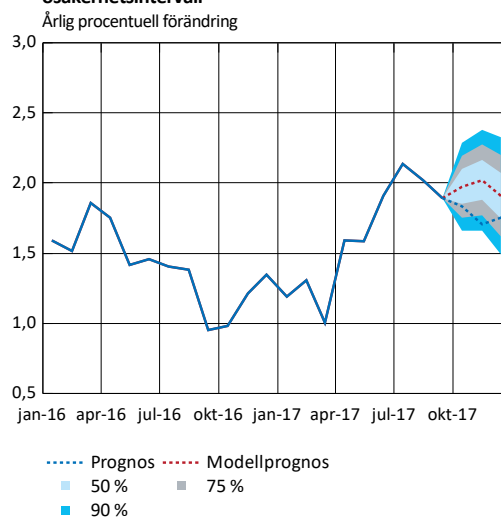
Diagram 3:3. KPIF och olika mått på underliggande inflation



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

andra kvartalet. Den senaste statistiken indikerar en något lägre tillväxt under tredje kvartalet, men mer framåtblickande förtroendeindikatorer för hushåll och företag pekar ändå på en fortsatt stark tillväxt under andra halvåret 2017.

I euroområdet steg BNP andra kvartalet med 2,6 procent jämfört med det första kvartalet i uppräknad årstakt. Utfallet avspeglar god inhemsk efterfrågan i form av ökad hushållskonsumtion och ökade investeringar. Månadsindikatorer ger en blandad bild av utvecklingen under andra halvåret. Detaljhandeln föll i både juli och augusti (se diagram 3:6) medan industriproduktionen steg under samma period. Sammantaget tyder detta på att tillväxten har dämpats något under tredje kvartalet. Samtidigt är optimismen bland företag och hushåll fortsatt hög vilket tyder på att tillväxten förblir god under resten av året. Arbetslösheten har fallit tydligt under året, men är alltjämt hög. Kombinerat med en låg lönetillväxt indikerar detta att det fortfarande finns lediga resurser på arbetsmarknaden.

BNP-tillväxten i USA var under andra kvartalet 3,1 procent i uppräknad årstakt. Främst var det hushållens konsumtion som växte starkt. Förtroendet i tjänstesektorn och bland tillverkningsföretagen är på höga nivåer. Kombinerat med ett högt förtroende bland hushållen talar detta för en förhållandevis hög tillväxt under andra halvåret 2017. Orkanen Harvey medförde dock att industriproduktionen dämpades tydligt i augusti och återhämtade sig enbart delvis i september, vilket bidrar till att tillväxttakten bedöms sjunka under tredje kvartalet. Att produktionen återupptas, kombinerat med återuppbyggnaden efter orkanen, väntas leda till en rekyl i tillväxten under fjärde kvartalet. Samtidigt har arbetsmarknaden fortsatt att stärkas. Arbetslösheten i september var nere på 4,2 procent, vilket är något under Federal Reserves bedömning av den långsiktiga nivån.

Lågt inflationstryck i omvärlden

I takt med lägre bidrag från energipriser har inflationen i omvärlden dämpats under 2017. De senaste månaderna har dock inflationen åter stigit något i både euroområdet och USA. I USA var det framför allt högre bensinpriser som bidrog till uppgången, bland annat som en följd av att flera raffinaderier stängdes i samband med orkanen Harvey. Även i euroområdet förklarades den något högre inflationen av snabbare energiprisökningar.

Inflationen i euroområdet var enligt HIKP 1,5 procent i september. Den underliggande inflationen, det vill säga ökningstakten i HIKP exklusive energi och icke-förädlade livsmedel, har stigit under året, men var i september oförändrad på 1,3 procent (se diagram 3:7). Den underliggande prisökningstakten i euroområdet väntas dämpas något under slutet av året till följd av den växelkursförstärkning som skett i år (se diagram 2:2).

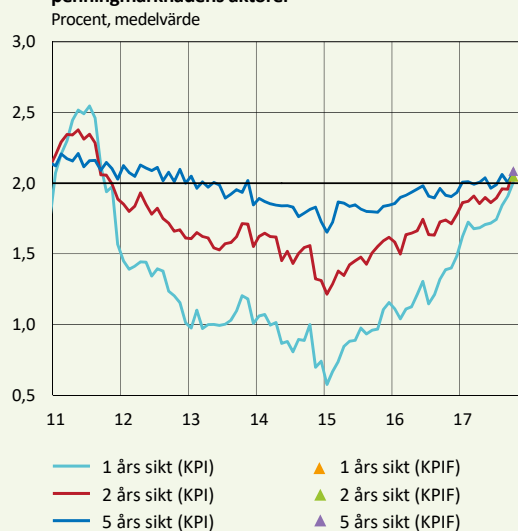
I USA var KPI-inflationen i september 2,2 procent. Samtidigt har mått på den underliggande inflationen sjunkit under

Inflationsförväntningar enligt Prospera

På uppdrag av Riksbanken har TNS Sifo Prospera sedan 1995 varje kvartal frågat cirka 220 organisationer och företag om deras förväntningar på inflationen mätt med KPI på ett, två och fem års sikt. De tillfrågade delas in i olika kategorier – arbetsmarknadens parter, inköpschefer samt aktörer på penningmarknaden. Penningmarknadens aktörer svarar sedan 2009 också på frågorna varje månad. Från och med oktober 2017 tillfrågas respondenterna även om sina förväntningar på inflationen mätt med KPI med fast ränta, KPIF.

I oktober publicerades den första månadsmätningen med inflationsförväntningar för KPIF från penningmarknadens aktörer. I diagram 3:5 framgår dels att inflationsförväntningarna mätt med KPI ökade något på samtliga horisonter i oktober, dels att det är väldigt små skillnader mellan förväntningarna mätt med KPIF och KPI. Förväntningarna för både KPI- och KPIF-inflationen ligger nära 2 procent, på samtliga tidshorisonter. I Riksbankens prognos stiger KPI-inflationen snabbare än KPIF-inflationen i takt med att reporäntan, och därmed boräntorna, stiger. Även respondenterna i Prosperas undersökning förväntar sig att reporäntan stiger, men skillnaden i förväntningar för de båda inflationsmåttens är ändå liten.

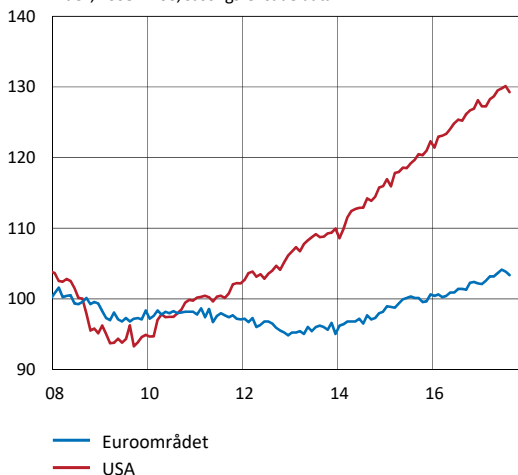
Diagram 3:5. Inflationsförväntningar bland penningmarknadens aktörer



Källa: TNS Sifo Prospera

Diagram 3:6. Detaljhandel i omvärlden

Index, 2008 = 100, säsongsrensade data



Källor: Eurostat och U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA)

första halvåret, bland annat till följd av dämpad prisöknings-takt för boende, men även andra temporära faktorer (se diagram 3:7). Att oljepriset har stigit bidrar till att KPI-inflationen blir något högre den närmaste tiden. Sammantaget är inflationsprognosen för omvärlden något uppreviderad på kort sikt jämfört med september och den KIX-vägda inflationen väntas uppgå till i genomsnitt knappt 2 procent i år.

Hög svensk tillväxt

Även om nationalräkenskapernas ordinarie utfall för det andra kvartalet innebar en viss nedjustering av BNP-tillväxten, uppgick tillväxten till 5,2 procent jämfört med närmast föregående kvartal och uppräknat till årstakt. Såväl inhemsk efterfrågan som exporten utvecklades gynnsamt. Den höga investeringstillväxten berodde till stor del på att bostadsinvesteringarna fortsatte att växa snabbt.

Indikatorer för tredje kvartalet tyder på fortsatt stark tillväxt (se diagram 3:8). Konjunkturbarometern steg ytterligare något i september och visar att företagen fortsatt är mycket optimistiska, i synnerhet i bygg- och tillverkningsindustrin. Inköpschefsindex steg kraftigt i september, efter en tillfällig nedgång i augusti, och indikerar att förtroendet är på en, historiskt sett, hög nivå. Bland övriga månadsindikatorer märks bland annat en fortsatt god utveckling i hushållens konsumtion under juli och augusti.

Riksbankens kortsiktiga modellprognoser, som sammanfattar informationen i ett stort antal indikatorer, tyder på fortsatt hög tillväxt under tredje kvartalet (se diagram 3:9). BNP väntas öka i linje med modellprognoserna, vilket i genomsnitt motsvarar ungefär 3,5 procent under tredje och fjärde kvartalet 2017, jämfört med närmast föregående kvartal och uppräknat till årstakt.

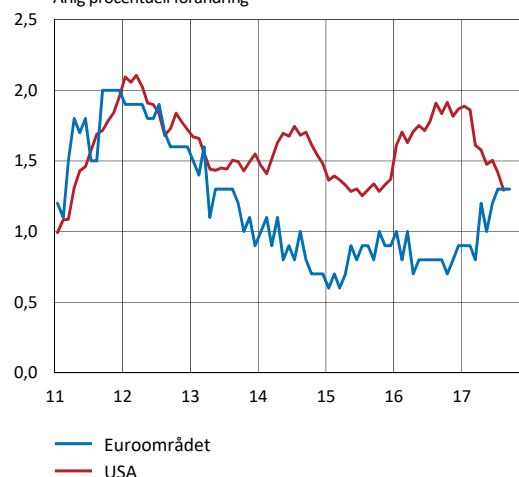
Låg arbetslöshet bland inrikes födda och stor efterfrågan på arbetskraft

Antalet sysselsatta fortsatte att öka under tredje kvartalet. Arbetskraften ökade dock ännu något mer vilket gjorde att arbetslösheten steg något jämfört med första halvåret i år (se diagram 3:10).

Nedgången i arbetslösheten de senaste åren har framför allt berott på att arbetslösheten minskat bland inrikes födda. Den ligger nu på en låg nivå och har de senaste kvartalen varit relativt oförändrad. Arbetslösheten bland utrikes födda har inte minskat i samma omfattning och är betydligt högre. Detta trots att sysselsättningen i denna grupp samtidigt ökat. Att arbetslösheten bland utrikes födda inte minskat mer beror på att de står för en stor del av inflödet i arbetskraften. Eftersom arbetslösheten bland inrikes födda redan är mycket låg behöver arbetslösheten bland utrikes födda minska för att arbetslösheten totalt sett ska kunna minska mer påtagligt från dagens nivå.

Kortsiktiga indikatorer för efterfrågan på arbetskraft pekar på att utvecklingen på arbetsmarknaden kommer att vara

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

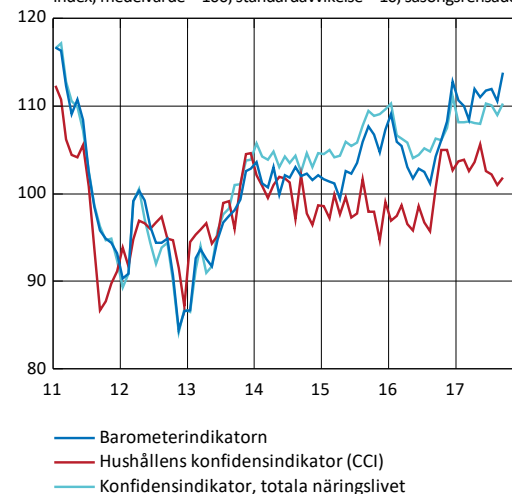


Anm. För euroområdet visas HIKP exklusive energi och icke-förädlade livsmedel. För USA visas PCE exklusive energi och livsmedel.

Källor: Bureau of Economic Analysis och Eurostat

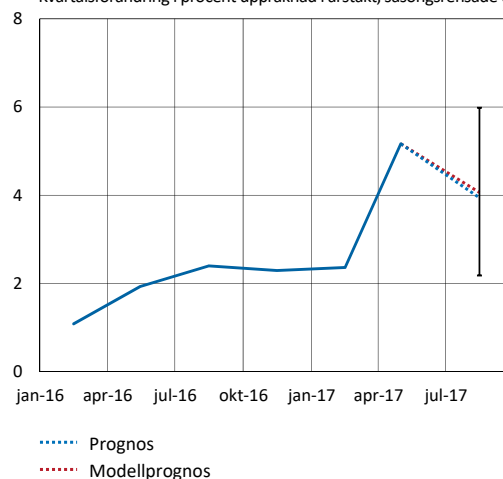
Diagram 3:8. Konfidensindikatorer

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



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:9. BNP, modellprognos med osäkerhetsintervall
Kvartalsförändring i procent uppräknad i årstakt, säsongrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

fortsatt gynnsam under återstoden av året. Exempelvis ligger anställningsplanerna i näringslivet enligt konjunkturbarometern på en mycket hög nivå och det finns även många lediga jobb (se diagram 3:11). Både antalet sysselsatta och antalet i arbetskraften väntas därför fortsätta att öka i relativt snabb takt under fjärde kvartalet och arbetslösheten minskar något (se diagram 3:10).

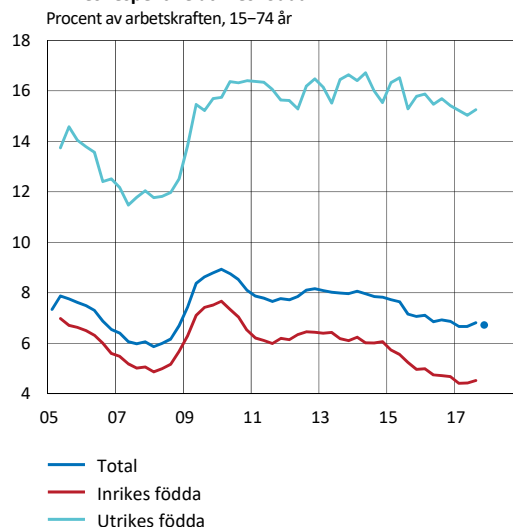
Resursutnyttjandet i ekonomin högre än normalt

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar BNP-tillväxten men också utvecklingen av löner och priser, om än med viss eftersläpning. Resursutnyttjandet i ekonomin är dock inte möjligt att observera. För att bedöma aktuellt resursutnyttjande använder Riksbanken därför en mängd olika indikatorer.

I takt med att sysselsättningsgraden ökat och arbetslösheten fallit har också andelen företag som rapporterar om brist på arbetskraft stigit till en mycket hög nivå. Andra tecken på att de lediga resurserna på arbetsmarknaden är knappa är att vakansgraden i näringslivet är på en hög nivå samtidigt som den genomsnittliga rekryteringstiden i näringslivet är lång.¹¹ Detta pekar sammantaget på att det i nuläget är svårare än normalt för företagen att få tag på den arbetskraft de efterfrågar. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin har också stigit och är på en högre nivå än sitt historiska genomsnitt.

Riksbankens RU-indikator, som är ett samlat mått på mängden lediga resurser i ekonomin, ligger på en historiskt hög nivå (se diagram 3:12). Sammantaget bedömer Riksbanken att resursutnyttjandet i ekonomin är högre än normalt. Trots det höga resursutnyttjandet och svårigheterna att få tag på personal har löneutvecklingen varit relativt dämpad, även om lönerna den senaste tiden har visat en tendens att stiga i en något snabbare takt. Resursutnyttjandet påverkar dock löner och inflation med en viss tidsfördröjning och Riksbanken bedömer att löneutvecklingen kommer att öka något snabbare de kommande kvartalen. I förhållande till resursutnyttjandet väntas dock löneutvecklingen ändå vara dämpad.¹²

Diagram 3:10. Total arbetslöshet, samt arbetslöshet bland inrikes respektive utrikes födda



Anm. Pricken avser prognos för arbetslösheten.

Källor: SCB och Riksbanken

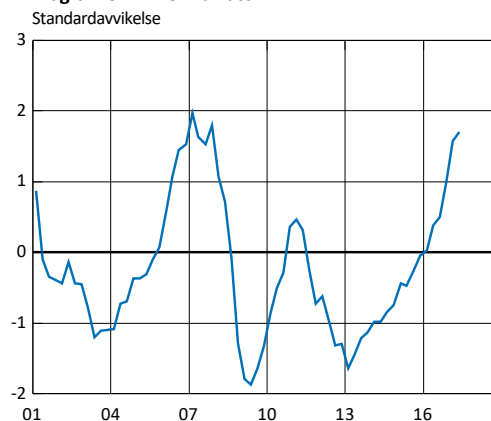
Diagram 3:11. Lediga jobb och anställningsplaner



Anm. Anställningsplaner avser förväntningar om antal anställda i näringslivet på tre månaders sikt. Streckad linje avser genomsnittet sedan 2001.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 3:12. RU-indikatorn



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

Källa: Riksbanken

¹¹ Vakansgraden mäter andelen obemannade lediga jobb som behöver tillsättas omedelbart i förhållande till antalet anställda.

¹² Se fördjupningen "Stark konjunktur men dämpade löneökningar" i Penningpolitisk rapport juli 2017.

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Återhämtningen i omvärlden har stärkts och blivit allt bredare både vad gäller sektorer och regioner. Tillväxten i de utvecklade ekonomierna väntas falla tillbaka något framöver men förblir ändå tillräckligt stark för att arbetslösheten ska fortsätta att sjunka och inflationen gradvis stiga. Svensk ekonomi utvecklas starkt och konjunkturen väntas förbättras ytterligare de kommande åren. Tillväxttakten dämpas dock när bostadsbyggandet bromsar in. Matchningsproblem på arbetsmarknaden och långsammare befolkningstillväxt bidrar till att sysselsättningstillväxten mattas av. Den växande bristen på arbetskraft väntas bidra till att löneökningstakten successivt stiger. Inflationen som för närvarande ligger över 2 procent väntas sjunka något den närmaste tiden för att därefter ligga nära 2 procent under resten av prognosperioden.

Omvärlden

Starkare internationell konjunktur

Den internationella konjunkturen har stärkts under loppet av 2017 och återhämtningen omfattar alltfler länder och regioner. Efter en svag utveckling under större delen av 2016 har världshandeln ökat tydligt i år samtidigt som industriproduktionen tagit fart.

Även om konjunkturuppgången fortsätter i KIX-länderna, det vill säga de länder som spelar störst roll för svensk ekonomi, är bedömningen att tillväxten är som högst i år och att BNP ökar något långsammare de kommande åren (se diagram 4:1). BNP-tillväxten i KIX-länderna väntas stiga från i genomsnitt drygt 2 procent 2016 till 2,7 procent 2017 för att sedan gradvis dämpas de kommande åren. Prognosen är något upp-reviderad jämfört med bedömningen i september, vilket främst beror på starkare tillväxt i euroområdet. Medan tillväxten i de utvecklade ekonomierna dämpas framöver väntas den fortsätta att stiga i de framväxande ekonomierna. Sammantaget innebär detta att global BNP ökar i jämn takt under hela prognosperioden, eller drygt 3,5 procent per år, vilket ligger nära det historiska genomsnittet de senaste 30 åren.

Fortsatt måttlig konjunkturuppgång i USA

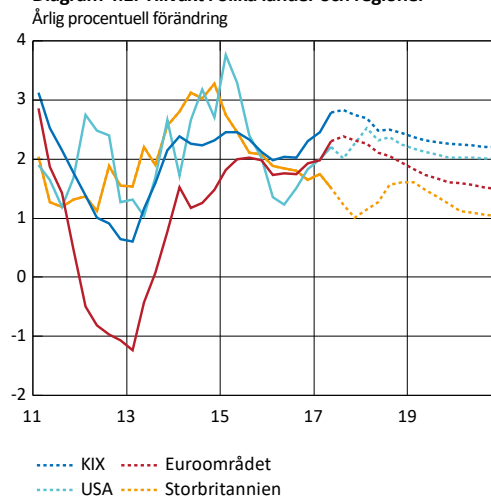
Tillväxten i amerikansk ekonomi bedöms bli drygt 2 procent i år för att sedan stiga till knappt 2,5 procent 2018. Åren därefter väntas BNP öka med cirka 2 procent per år. Om konjunkturuppgången fortsätter i linje med prognosen blir denna expansionsfas den längsta sedan efterkrigstiden. Samtidigt har tillväxten varit måttlig i ett historiskt perspektiv, utan något snabbt stigande inflationstryck, och utvecklingen har varit relativt balanserad till exempel vad gäller den privata sektorns skuldsättning.

Även om ekonomin har tappat en del av den cykliska återhämtningskraften, vilket märks i till exempel en vikande bilförsäljning, finns det skäl att förvänta sig en fortsatt måttlig upp-

Tabell 4:1.

Prognosen i korthet
Den internationella konjunkturen fortsätter att stärkas och den globala ekonomin växer 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 de kommande åren när bostadsbyggandet vänder ned 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 tenderar att höja inflationen medan en förstärkning av kronan bidrar till att dämpa prisutvecklingen.

Diagram 4:1. Tillväxt i olika länder och regioner



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

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

gång. Förtroendet bland hushåll och företag ligger på höga nivåer. Konsumtionen understöds av stigande förmögenhetsvärden och en fortsatt, om än avtagande, ökning av sysselsättningen, medan investeringarna gynnas av tidigare dollarförsvagning och uppgång i energisektorn. Det förslag till skattereform som presenterats av Trump-administrationen kan möjligen ge en viss tillväxtstimulans men den slutliga utformningen av förslaget är än så länge mycket osäker. De finansiella förhållandena är fortsatt gynnsamma även om de efterhand stramas åt i takt med att Federal Reserve fortsätter att höja räntan och krympa sin balansräkning. Arbetsmarknaden är stram, men troligen kan arbetskraftsdeltagandet öka ytterligare något och dessutom väntas en viss återhämtning i produktivitetstillväxten.

Tydlig återhämtning i euroområdet

Förtroendet bland hushåll och företag i euroområdet har stigit tydligt det senaste året och befinner sig nu på historiskt höga nivåer (se diagram 4:2). Sysselsättningen har fortsatt att stiga och den politiska osäkerheten har minskat under loppet av året, bland annat efter valen i Frankrike. Det finns också vissa tecken på att läget i banksektorn förbättrats. Dessutom har konjunkturuppgången spridit sig till allt fler länder.

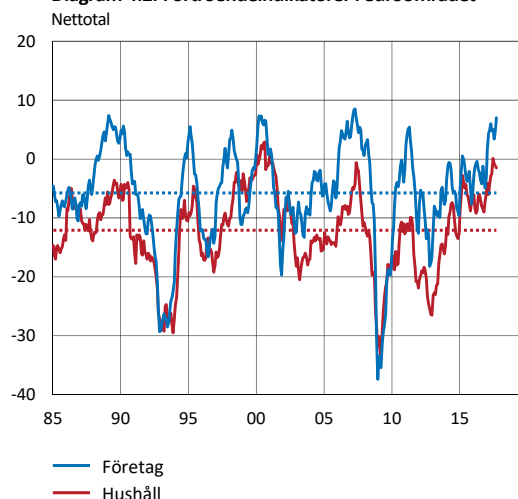
De kommande åren bedöms BNP fortsätta att växa snabbare än normalt. Arbetslösheten väntas därför sjunka ytterligare. Bedömningen är att det fortfarande finns ett uppdämt konsumtions- och investeringsbehov men att detta successivt klingar av under prognosperioden. Samtidigt tas alltmer ledig kapacitet i anspråk. Detta bidrar till att BNP-tillväxten gradvis dämpas från drygt 2 procent i år och nästa år till strax över 1,5 procent åren därefter. Årets förstärkning av euron bedöms också ha en viss negativ effekt på tillväxten, framför allt under 2018.

Starkare tillväxt i framväxande ekonomier

Tillväxten i framväxande ekonomier har stigit under 2017. Flera råvaruberoende ekonomier, som till exempel Brasilien och Ryssland, har gått från recession till svagt positiv tillväxt. Försvagningen av dollarn har också gynnat flera ekonomier med stor skuldsättning i denna valuta, och utvecklingen på börserna har mestadels varit positiv. Även i Kina har tillväxten varit starkare i år än förra året. Orsaken är främst en mer expansiv finanspolitik med stora infrastrukturinvesteringar men också en bättre utveckling för exporten. Samtidigt har åtgärder genomförts som syftar till att dämpa kredittillväxten, vilket på lite sikt bedöms innebära att kinesisk ekonomi växer i något långsammare takt. Prognosen är att BNP-tillväxten i Kina bromsar in från knappt 7 procent i år till drygt 6 procent i slutet av prognosperioden.

Samtidigt som tillväxten i Kina bromsar in framöver väntas den öka i många andra framväxande ekonomier som till ex-

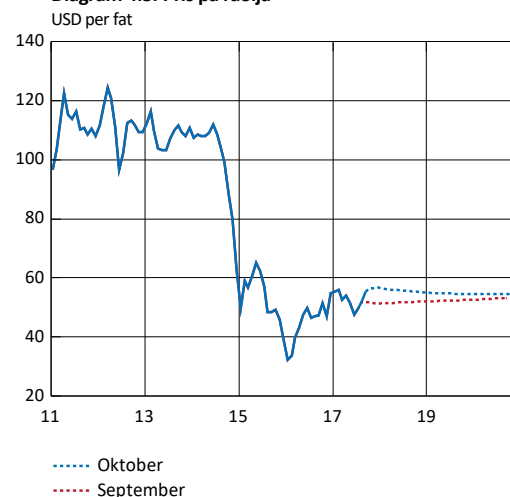
Diagram 4:2. Förtroendeindikatorer i euroområdet



Anm. Företag avser företag inom industrin. Streckande serier avser medelvärde från januari 1985 och september 2017.

Källa: Europeiska kommissionen

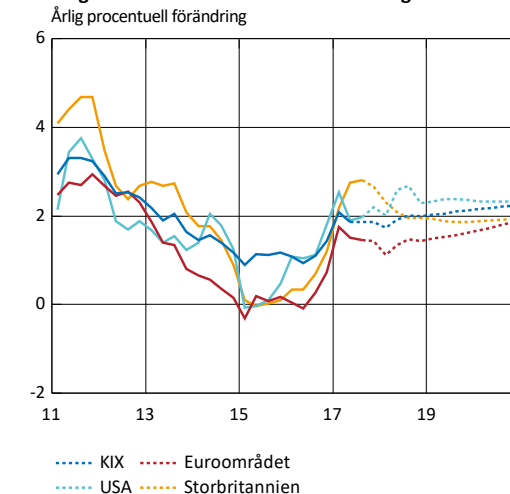
Diagram 4:3. Pris på råolja



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



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

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

empel Indien, där tillväxten i år dämpas tillfälligt av en valuta-reform. Även i många råvaruexporterande länder fortsätter återhämtningen och tillväxten blir successivt högre.

Långsamt stigande inflationstryck i omvärlden

Inflationen i omvärlden föll tillbaka under första halvåret 2017 när de positiva bidragen från energipriserna minskade. Sedan i somras har energipriserna dock återigen ökat en del och terminspriskurvan för olja har skiftat upp (se diagram 4:3). Detta har gett en viss uppgång i inflationen de senaste månaderna. Mot slutet av året och en bit in i nästa år bidrar energipriserna återigen mindre till inflationen.

I USA har löneökningstakten stigit trendmässigt men är fortfarande måttlig sett i relation till den låga arbetslösheten. Samtidigt har den uppåtgående trenden i kärninflationen dämpats den senaste tiden. Den svagare inflationsutvecklingen kan dock åtminstone delvis kopplas till tillfälliga faktorer och bedömningen är att kärninflationen kommer att stiga i takt med att arbetslösheten fortsätter att falla och resursutnyttjandet blir mer ansträngt.

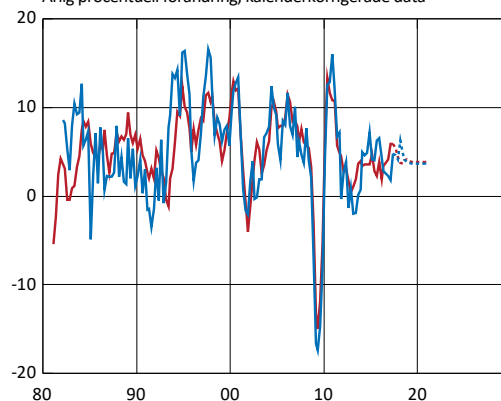
I euroområdet är löneökningstakten fortfarande mycket dämpad och har legat stabilt kring 1,5 procent de senaste åren. Produktivitetstillväxten har visserligen också varit relativt svag men sammantaget har arbetskraftskostnaden per producerad enhet ökat långsammare än före finanskrisen. I Tyskland, där resursutnyttjandet är betydligt mer ansträngt än på andra håll i euroområdet, har löneökningstakten visserligen varit högre men ändå måttlig i förhållande till konjunkturen. I relation till produktivitetstillväxten har dock löneökningarna i Tyskland inte varit låga vilket visat sig i en fallande vinstandel.

Flera faktorer talar dock för högre löneökningar i Tyskland nästa år. Medan 2017 var ett avtalsmässigt mellanår ska flera stora avtal, inklusive det viktiga avtalet i verkstadsindustrin som löper ut vid årsskiftet, omförhandlas 2018. Sedan det förra avtalet i verkstadsindustrin slöts våren 2016 har industrikonjunkturen förbättrats påtagligt. Samtidigt har inflationen stigit från nära noll till strax under 2 procent, vilket troligen bidragit till högre inflationsförväntningar. Den relativt svaga produktivitetstillväxten utgör å andra sidan en återhållande faktor för löneökningarna i Tyskland. På många andra håll i euroområdet väntas löneökningarna utvecklas trögare. Dessutom bidrar förstärkningen av euron till att hålla nere importpriserna och kärninflationen väntas stiga först mot slutet av 2018.

Sammantaget väntas inflationen i omvärlden stiga från drygt 1 procent 2016 till knappt 2 procent 2017 och till strax över 2 procent 2019 (se diagram 4:4).

Diagram 4:5. Export och svensk exportmarknad

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



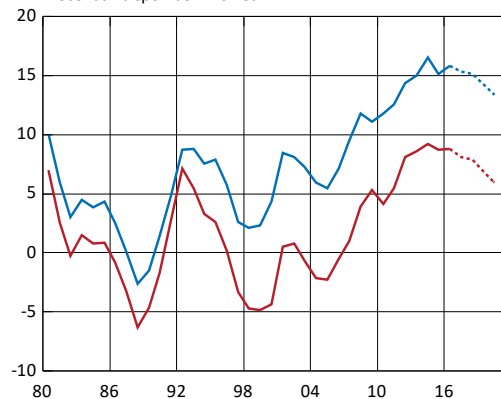
..... Svensk export
 Svensk exportmarknad

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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:6. Hushållens sparkvot med och utan kollektivt försäkringsparande

Procent av disponibel inkomst



..... Sparkvot
 Sparkvot, eget sparande

Anm. I hushållens totala sparande ingår kollektivt försäkringsparande. I den äldre definitionen, som också kallas hushållens egna totala sparande, är det kollektiva försäkringsparandet exkluderat och sparandet utgörs av skillnaden mellan inkomster och konsumtionsutgifter.

Källor: SCB och Riksbanken

Sverige

Svensk ekonomi fortsatt stark

BNP har utvecklats starkt de senaste åren, bland annat som en följd av de mycket låga räntorna och återhämtningen på svenska exportmarknader. Resursutnyttjandet bedöms nu vara högre än normalt och väntas stiga ytterligare under prognosperioden. Såväl den inhemska ekonomin som utrikeshandeln bidrar till en stark efterfrågan de närmaste åren, även om tillväxten väntas dämpas under 2019 och 2020. Detta förklaras av att tillväxten på Sveriges exportmarknader då ökar i något långsammare takt samtidigt som bostadsbyggandet faller tillbaka från höga nivåer. Dessutom växer den arbetsföra befolkningen i långsammare takt vilket tillsammans med svårigheter att hitta lämplig personal bidrar till att tillväxten i arbetade timmar minskar.

Tillväxten i omvärlden har varit svag under flera år. När den nu tilltar på viktiga exportmarknader är det således från låga nivåer och även om svensk export ökar i snabbare takt är tillväxten historiskt sett relativt måttlig (se diagram 4:5). Den förbättrade internationella konjunkturen och ett högt kapacitetsutnyttjande väntas bidra till att investeringarna i näringslivet utanför bostadssektorn ökar i relativt hög takt. Samtidigt bedöms bostadsinvesteringarna bidra allt mindre till tillväxten framöver. I år fortsätter visserligen antalet påbörjade bostäder att öka i snabb takt vilket väntas innebära att investeringsvolymen ökar med nästan 20 procent, men under loppet av 2018 bedöms nybyggandet plana ut för att därefter minska något. Sammantaget innebär detta att investeringstillväxten i näringslivet dämpas de kommande åren.

De senaste åren har hushållens förmögenhet stigit relativt snabbt samtidigt som hushållen sparar en allt större andel av sina inkomster. Hushållens disponibla inkomster växer snabbare 2018 än i år, bland annat som en följd av ökade transfereringar och lägre skatter, vilket bedöms leda till att konsumtionstillväxten stiger. Därefter väntas en svagare sysselsättningsutveckling och gradvis stigande bolåneräntor bidra till att hushållens inkomster ökar i långsammare takt. Hushållen väntas dock inte anpassa sin konsumtion fullt ut till den svagare inkomstutvecklingen utan bedöms då dra ned på sitt i utgångsläget höga sparande. Sparkvoten, det vill säga sparandet som andel av inkomsten, minskar därför under 2019 och 2020 (se diagram 4:6).

Samtantaget väntas BNP öka med knappt 3 procent i år och 2018 för att därefter växa med i genomsnitt cirka 2 procent 2019 och 2020 (se diagram 4:7).

Bostadspriserna stiger i långsammare takt

Efterfrågan på bostäder väntas växa något långsammare de kommande åren. Detta beror bland annat på att bolåneräntorna börjar stiga och på att hushållens inkomster inte utvecklas lika starkt som tidigare under 2019 och 2020. Samtidigt

Budgetpropositionen 2018

Den 20 september presenterade regeringen sin budgetproposition för 2018. I propositionen aviserades reformer för närmare 44 miljarder kronor och inkomstförstärkningar som uppgår till drygt 3 miljarder kronor. Det innebär att regeringen, precis som aviserades tidigare i augusti, planerar att genomföra ofinansierade reformer för cirka 40 miljarder kronor. Åtgärderna är brett inriktade och består bland annat av satsningar inom hälsovård, säkerhet och försvar. Även direkt riktade stimulanser till hushållen presenterades i form av höjt barnbidrag och sänkt skatt för pensionärer.

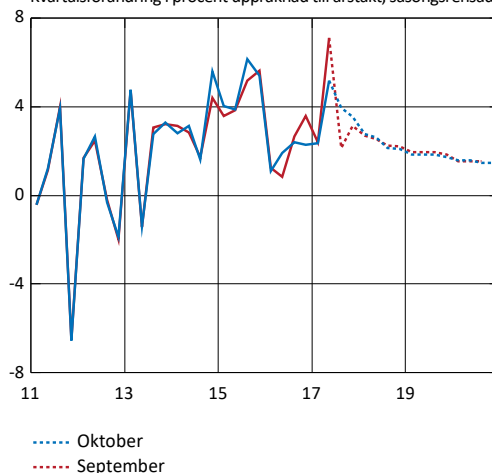
Eftersom omfattningen av regeringens åtgärder var känd i september innefattade Riksbankens septemberprognos redan ofinansierade reformer för 2018 motsvarande 40 mdr kronor. Effekterna på prognosen från finanspolitiken har därför inte ändrats nämnvärt sedan den penningpolitiska rapporten i september. Däremot blev sammansättningen av åtgärderna lite annorlunda mot vad som antogs i septemberprognosen. Tyngdpunkten ligger nu mer på stimulanser till hushållen och något mindre på offentlig konsumtion. Sammantaget bedöms finanspolitiken ha en positiv effekt på BNP med 0,3 procent 2018.

I budgetpropositionen presenterades även ett antal reformer som kan påverka arbetsmarknaden på lång sikt, bland annat ytterligare satsningar på utbildning. De långsiktiga effekterna av utbildning är svårbedömda och är beroende av hur mycket utbildningen påverkar individernas möjligheter att få ett arbete efter avslutade studier. De långsiktiga effekterna på arbetsmarknaden av övriga reformer i budgetpropositionen bedöms vara små.

Konjunkturen är i dagsläget stark och skatteintäkterna bedöms öka även nästa år. Det medför att de offentliga finanserna väntas visa överskott även 2018. Samtidigt är det offentliga sparandet något lägre än vad det varit historiskt vid motsvarande starka konjunkturläge.

Diagram 4:7. BNP i Sverige

Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

ökar utbudet av bostäder och sammantaget väntas dessa faktorer dämpa prisutvecklingen. Avmattningen på bostadsmarknaden innebär också att hushållens skulder växer något långsammare. Ökningstakten för skulderna förblir ändå högre än hushållens disponibla inkomster och den så kallade skuld-kvoten fortsätter att stiga till nära 200 procent 2020 (se diagram 1:13).

Stark arbetsmarknad

Läget på arbetsmarknaden har förbättrats kontinuerligt i flera år och sysselsättningsgraden har nått en historiskt hög nivå (se diagram 4:8). Det starka konjunkturläget innebär att efterfrågan på arbetskraft är fortsatt stor och sysselsättningen väntas öka med drygt 2 procent i år.

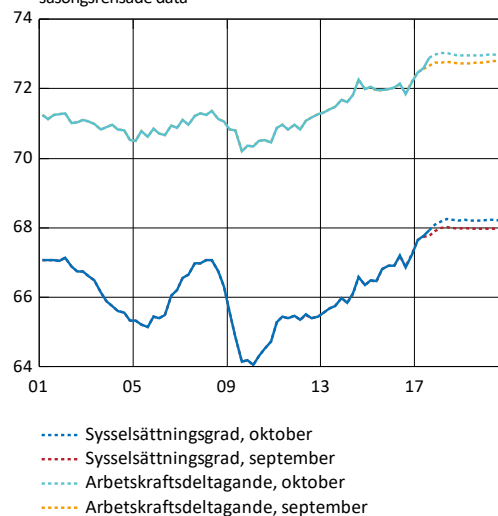
Även utbudet av arbetskraft har ökat snabbt. Det är ett resultat både av hög tillväxt i befolkningen och en ökning i arbetskraftsdeltagandet. Det högre arbetskraftsdeltagandet bedöms bero på såväl tidigare reformer som påverkar arbetsmarknaden som en stigande efterfrågan på arbetskraft. De kommande åren väntas såväl arbetskraften som antalet sysselsatta växa i långsammare takt då ökningen av befolkningen i arbetsför ålder mattas av (se diagram 4:9). Befolkningsökningen framöver består dessutom i stor utsträckning av asyl- och anhöriginvandrare som historiskt haft en relativt svag anknytning till arbetsmarknaden. Det starka konjunkturläget väntas dock göra det lättare för dessa personer att komma in på arbetsmarknaden, vilket bidrar till att sysselsättningsgraden och arbetskraftsdeltagandet stiger ytterligare något 2018 och sedan ligger kvar på historiskt höga nivåer.

Obalanser på arbetsmarknaden

Samtidigt som utvecklingen på arbetsmarknaden har varit gynnsam finns det tecken på att det blivit svårare att matcha arbets sökande med lediga jobb. Höga bristtal och långa rekryteringstider tyder på att det blivit allt besvärligare för företagen att få tag på den personal de söker. Ett vanligt sätt att illustrera hur väl matchningen på arbetsmarknaden fungerar är den så kallade Beveridgekurvan som visar sambandet mellan arbetslösa och vakanser. Ett normalt konjunktorellt samband är att arbetslösheten sjunker när vakansgraden stiger och vice versa. Om vakansgraden stiger utan att arbetslösheten sjunker tillbaka är det ett tecken på att matchningen på arbetsmarknaden försämrats vilket kan illustreras med att Beveridgekurvan skiftar utåt.¹³ Efter finanskrisen har arbetslösheten varit högre för en given nivå på vakansgraden (se diagram 4:10). Matchningen mätt på detta sätt har således inte kommit tillbaka till det samband som gällde före finanskrisen. Under 2017 har vakansgraden stigit ytterligare till en historiskt hög nivå, medan arbetslösheten bara har minskat marginellt.

Diagram 4:8. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande

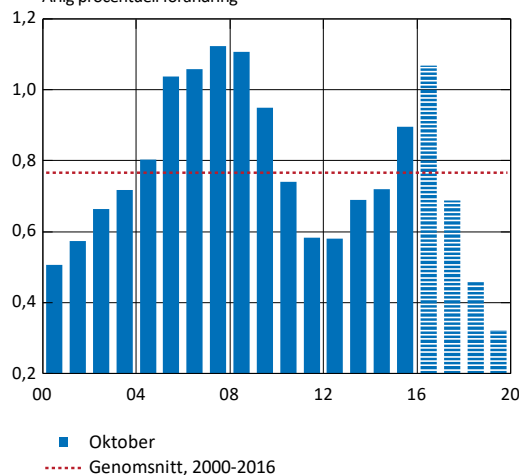
Sysselsättning och arbetskraft i procent av befolkningen, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:9. Befolkningsstillväxt, 15–74 år

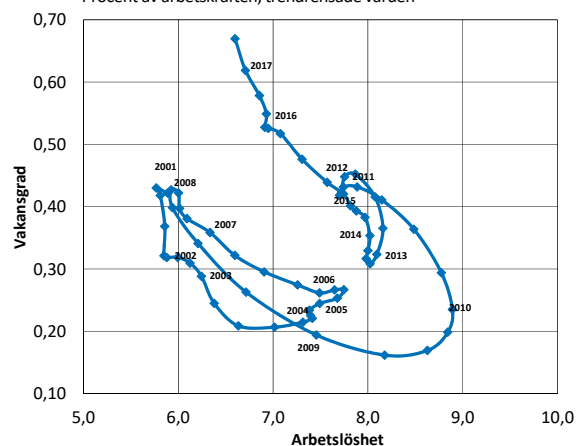
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:10. Beveridgekurva

Procent av arbetskraften, trendrensade värden



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

Källor: SCB och Riksbanken

¹³ Utvecklingen i Beveridgekurvan påverkas även av separationsgraden, det vill säga andelen som lämnar ett arbete under en tidsperiod samt tillväxten i arbetskraften.

Utvecklingen kan sannolikt till stor del förklaras med att de arbetslösa nu i stor utsträckning består av individer som saknar den kompetens som efterfrågas, snarare än kvarstående effekter från finanskrisen. I budgetpropositionen för 2018 satsar regeringen bland annat på utbildning av de arbetslösa för att komma tillrätta med obalanserna. På kort sikt medför det att en del av de arbetslösa som i dagsläget saknar den kompetens som efterfrågas lämnar arbetskraften för att i stället studera.¹⁴ Detta bidrar till att arbetslösheten blir något lägre jämfört med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i september (se diagram 4:11).

Obalanserna på arbetsmarknaden och långsammare ökning av arbetskraften bidrar till att sysselsättningstillväxten blir lägre de kommande åren. Men utvecklingen på arbetsmarknaden är ändå så pass stark att resursutnyttjandet stiger ytterligare och blir fortsatt högt (se diagram 4:12).

Stramare arbetsmarknad ger stigande löneökningstakt

Huvuddelen av årets avtalsrörelse är nu avklarad och nya avtal har tecknats på de flesta avtalsområden. En genomgång av utfallen visar att följsamheten gentemot industrins lönenormerande avtal har varit stor.

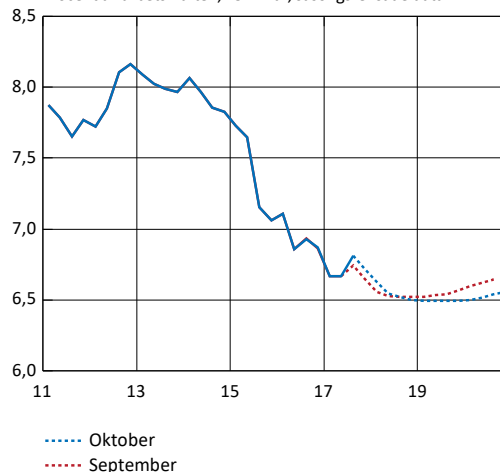
Preliminära löneutfall enligt konjunkturlönestatistiken har publicerats för årets sju första månader. Löneökningstakten i hela ekonomin bedöms enligt denna statistik i år bli cirka 2,7 procent i årlig procentuell förändring. Riksbanken bedömer att löneökningstakten förblir måttlig i förhållande till konjunktur- och arbetsmarknadsläget, men att den stiger i takt med att arbetsmarknaden blir alltmer stram under prognosperioden.

Såväl nationalräkenskapernas utfall för timlönerna som arbetskostnaderna per timme, det vill säga summan av löner och arbetsgivaravgifter, har ökat snabbare än lönerna enligt konjunkturlönestatistiken hittills i år. Nationalräkenskapernas lönemått, som bygger på utbetalda lönesummor från Skatteverket och arbetade timmar från arbetskraftsundersökningarna, är ett bredare mått på lönekostnaderna än konjunkturlönerna och innefattar till exempel en del rörliga komponenter som har en viss följsamhet med konjunkturen. Skillnader i periodisering av löneutbetalningar samt det faktum att lönebegreppen skiljer sig åt bidrar också till skillnaden mellan de bägge måtten (i konjunkturlönestatistiken används timlöner för arbetare men månadslöner för tjänstemän). Dessa skillnader innebär också att timlönerna enligt nationalräkenskaperna är betydligt mer volatila än konjunkturlönerna och att enskilda kvartalsutfall därför ofta kan vara svårtolkade. Sett över lite längre perioder är dock samstämmigheten mellan de bägge lönemåtten relativt god.

¹⁴ De långsiktiga effekterna av utbildning är svårbedömda och beror bland annat av hur mycket utbildningen påverkar individernas möjligheter att få ett arbete efter avslutad utbildning. De långsiktiga effekterna på arbetsmarknaden av övriga reformer i budgetpropositionen bedöms vara små.

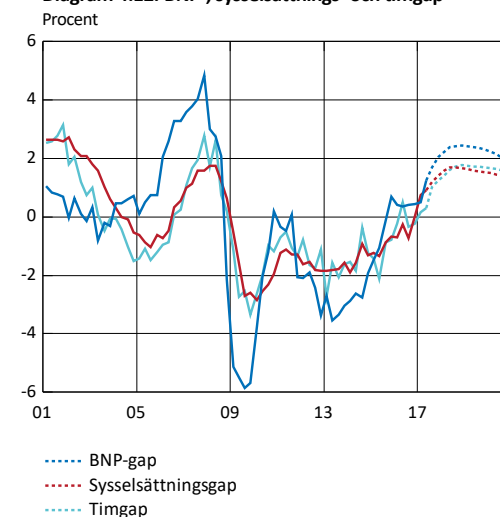
Diagram 4:11. Arbetslöshet

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

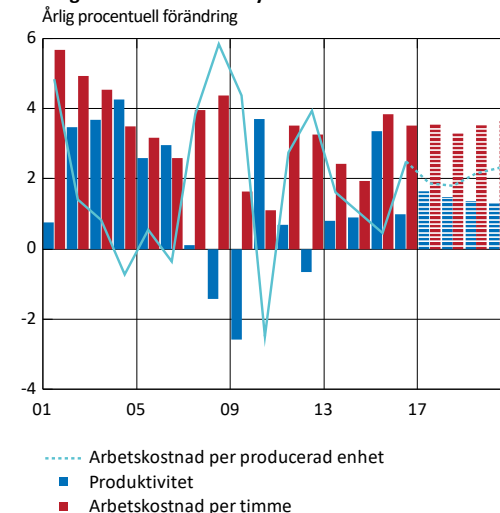
Diagram 4:12. BNP-, sysselsättnings- och timgap



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:13. Kostnadstryck i hela ekonomin



Källor: SCB och Riksbanken

Under prognosperioden väntas timlönerna och arbetskostnaderna per timme enligt nationalräkenskaperna stiga i linje med utvecklingen enligt konjunkturlönestatistiken. Produktiviteten bedöms i år växa med 1,7 procent i årlig procentuell förändring för att under resterande del av prognosperioden öka i en något långsammare takt. Arbetskostnaderna per producerad enhet väntas stiga med omkring 2 procent i årlig procentuell förändring per år under prognosperioden (se diagram 4:13).

Inflationen faller tillbaka

Inflationen har stigit trendmässigt sedan 2014. Under våren och sommaren bidrog delvis en del tillfälliga faktorer till att uppgången accelererade men de senaste månaderna har inflationstakten planat ut och i september uppgick KPIF-inflationen till 2,3 procent. Det senaste året har stigande energipriser bidragit till uppgången. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi har därför varit lägre och i september uppgick den till 1,9 procent.

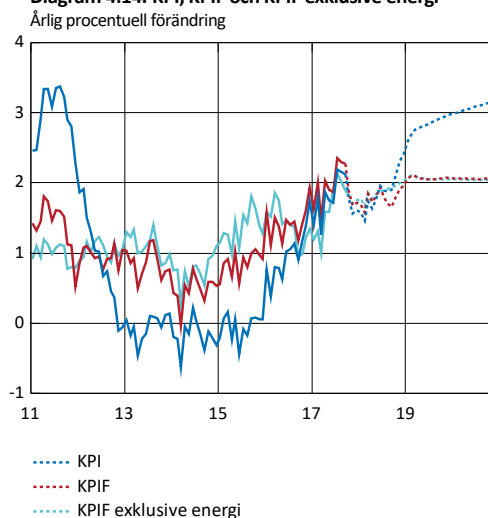
Under slutet av 2017 och början av 2018 väntas inflationen sjunka tillbaka. Till exempel bidrog kraftiga prisökningar på utrikes resor, vilka bedöms som tillfälliga, till inflationsuppgången under sommarmånaderna. En annan faktor som medverkar till att dämpa inflationen framöver är kronans växelkurs. Kronan har förstärkts i år och den goda konjunkturer väntas medverka till en ytterligare förstärkning under prognosperioden. Detta bidrar till att hålla nere priserna på importerade produkter. Dessutom bedöms energiprisernas bidrag till inflationen bli något mindre framöver.

Den viktigaste faktorn bakom uppgången i inflationen är en relativt bred uppgång i tjänstepriserna och Riksbanken bedömer att det finns förutsättningar för att inflationen ska hålla sig kvar nära 2 procent framöver. Detta motiveras framför allt av att resursutnyttjandet, med stöd av en expansiv penningpolitik, har stigit och väntas vara högre än normalt under prognosperioden. Det leder till att löneökningstakten gradvis stiger, även om uppgången bedöms bli förhållandevis måttlig med hänsyn till konjunkturläget. Trots de dämpade löneökningarna väntas kostnadstrycket bli ungefär normalt eftersom produktivitetstillväxten samtidigt bedöms bli relativt dämpad. Den starkare konjunkturer har samtidigt inneburit att det blivit lättare för företagen att höja sina vinstmarginaler vilket bland annat avspeglas i en högre vinstandel i näringslivet. Dessutom väntas även de internationella priserna stiga i takt med att också konjunkturer i omvärlden förstärks.

Stabil inflation nära 2 procent under prognosperioden

Inflationsprognosen är i det närmaste oförändrad jämfört med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i september. I linje med föregående prognos väntas KPIF-inflationen sjunka något den närmaste tiden för att därefter stabiliseras nära 2 procent under prognosperioden (se diagram 4:14). Inflationen enligt KPIF bedöms bli högre än inflationen mätt

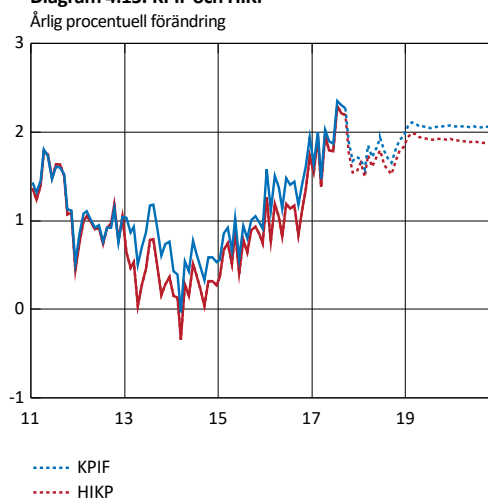
Diagram 4:14. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi



Anm. KPIF är KPI med fast ränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:15. KPIF och HIKP



Källor: SCB och Riksbanken

med det EU-harmoniserade måttet HIKP. Det hänger samman med att värdet på hushållens fastigheter bedöms öka snabbare än övriga priser vilket påverkar KPIF men inte HIKP (se diagram 4:15). Däremot ökar KPIF långsammare än KPI 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.

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

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

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

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2016	2017	2018	2019	2020
Reporänta	-0,5	-0,5 (-0,5)	-0,4 (-0,4)	0,0 (0,0)	0,6
10-årsränta	0,5	0,8 (0,8)	1,3 (1,5)	2,0 (2,2)	2,6
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	111,7	112,3 (111,9)	110,2 (109,2)	108,7 (108,7)	107,0
Offentligt finansiellt sparande*	1,1	1,2 (0,9)	0,9 (0,7)	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	0,14	0,47	1,8	2,2 (2,1)	2,1 (1,8)	1,7 (1,6)	1,5
USA	0,16	0,08	1,5	2,1 (2,1)	2,4 (2,5)	2,1 (2,1)	2,0
Japan	0,05	0,02	1,0	1,6 (1,9)	1,1 (1,1)	0,8 (0,8)	0,4
Kina	0,15	0,08	6,7	6,8 (6,8)	6,2 (6,3)	6,1 (6,1)	6,1
KIX-vägd	0,75	1,00	2,1	2,7 (2,6)	2,5 (2,4)	2,3 (2,3)	2,2
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,2	3,6 (3,6)	3,7 (3,7)	3,7 (3,7)	3,7

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

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

	2016	2017	2018	2019	2020
Styrränta i omvärlden, procent	-0,1	-0,1 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,3 (0,2)	0,6
Råoljepris, USD/fat Brent	45,1	53,6 (52,0)	55,7 (51,7)	54,8 (52,3)	54,6
Svensk exportmarknad	3,3	5,4 (5,0)	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 (2,3)	3,0 (2,6)	2,6 (2,4)	2,2
Offentlig konsumtion	3,4	0,4 (0,4)	1,5 (2,1)	0,9 (1,3)	1,1
Fasta bruttoinvesteringar	5,6	7,8 (7,6)	4,1 (4,3)	2,2 (2,1)	1,6
Lagerinvesteringar*	0,0	0,0 (0,0)	0,0 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,0
Export	3,3	3,4 (2,7)	4,6 (4,4)	3,6 (3,6)	4,1
Import	3,4	4,4 (2,5)	4,5 (4,7)	4,0 (3,9)	4,1
BNP	3,3	2,9 (3,2)	2,9 (2,7)	2,0 (2,0)	1,9
BNP, kalenderkorrigerad	3,1	3,1 (3,4)	3,1 (2,8)	2,0 (2,1)	1,6
Slutlig inhemsk efterfrågan*	3,2	3,1 (3,0)	2,7 (2,7)	1,9 (2,0)	1,7
Nettoexport*	0,1	-0,2 (0,2)	0,2 (0,1)	0,0 (0,1)	0,2
Bytesbalans (NR), procent av BNP	5,1	4,8 (5,2)	4,8 (5,1)	4,7 (5,0)	4,6

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 6. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2016	2017	2018	2019	2020
Folkmängd, 15–74 år	0,9	1,1 (1,1)	0,7 (0,7)	0,5 (0,5)	0,3
Potentiellt arbetade timmar	0,8	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)	0,5 (0,5)	0,4
BNP, kalenderkorrigerad	3,1	3,1 (3,4)	3,1 (2,8)	2,0 (2,1)	1,6
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	2,1	1,5 (1,4)	1,6 (1,6)	0,6 (0,5)	0,3
Sysselsatta, 15–74 år	1,5	2,3 (2,1)	1,2 (1,0)	0,5 (0,4)	0,3
Arbetskraft, 15–74 år	1,0	2,0 (1,8)	1,0 (0,9)	0,4 (0,4)	0,4
Arbetslöshet, 15–74 år*	6,9	6,7 (6,7)	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)	3,1 (3,1)	3,3 (3,3)	3,4
Timlön, NR	2,2	3,2 (-)	3,2 (-)	3,4 (-)	3,5
Arbetsgivaravgifter*	0,7	0,2 (0,2)	0,0 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1
Arbetskostnad per timme, NR	2,9	3,4 (-)	3,3 (-)	3,5 (-)	3,6
Produktivitet	0,9	1,6 (2,0)	1,5 (1,2)	1,4 (1,6)	1,3
Arbetskostnad per producerad enhet	2,5	1,9 (1,6)	1,8 (2,2)	2,1 (2,0)	2,3

* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Från och med denna rapport baseras timlön samt arbetskostnad per timme enligt nationalräkenskaperna på antal arbetade timmar för anställda. Föregående prognos enligt ny definition saknas. 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)