

Penningpolitisk rapport

April 2018



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

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

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISK STRATEGI

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

BESLUTSPROCESSEN

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

PRESENTATION AV PENNINGPOLITISKT BESLUT

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

Innehåll

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar	5
Stark internationell och svensk konjunktur	5
Den aktuella penningpolitiken	7
Osäkerhet och risker	9
KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden	13
Utvecklingen internationellt	13
Finansiella förhållanden i Sverige	15
KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget	18
Inflation i Sverige	18
Global och svensk konjunktur	19
KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna	23
Omvärlden	23
Sverige	25
FÖRDJUPNING – Växelkursen och inflationen	30
Tabeller	32

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Den samlade bilden av konjunktur- och inflationsutsikterna är i stora drag oförändrad sedan det penningpolitiska mötet i februari. Konjunkturen i omvärlden fortsätter att stärkas men inflationen stiger måttligt. Läget i den svenska ekonomin är starkt och inflationen har varit nära målet det senaste året. I mars uppgick inflationen mätt med KPIF till 2,0 procent.

Att KPIF-inflationen är 2 procent beror dock delvis på en snabb ökning i energipriserna. Den underliggande inflationen har varit oväntat låg den senaste tiden, vilket reser frågetecken om styrkan i inflationsutvecklingen. De senaste månadernas försvagning av kronans växelkurs bidrar visserligen till högre inflation. Men för att inflationen ska vara nära målet även framöver är det alltså viktigt att konjunkturen är stark och sätter avtryck i prisutvecklingen. Penningpolitiken behöver därför vara fortsatt expansiv och direktionen har beslutat att behålla reporäntan oförändrad på –0,50 procent. Mot bakgrund av frågetecknen kring den underliggande inflationen har prognosen för reporäntan reviderats ner något och indikerar att långsamma höjningar av reporäntan inleds först mot slutet av året. Återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen fortsätter tillsvidare. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Stark internationell och svensk konjunktur

Under 2017 stärktes omvärldskonjunkturen och den globala BNP-tillväxten bedöms ha varit den snabbaste sedan 2011. BNP-tillväxten i omvärlden (sammanvägd med vikterna i kronindex, KIX) var nästan 3 procent i fjol. Uppgången i omvärlden är bred både avseende länder och sektorer. Hittills annonserade importtullar från USA och Kina bedöms i dagsläget få små effekter på världshandeln och den globala BNP-tillväxten. Trots att tillväxten är hög och arbetslösheten har fallit tillbaka till relativt låga nivåer är inflationstrycket fortsatt måttligt och särskilt i euroområdet väntas den underliggande inflationen förbli förhållandevis dämpad de närmaste åren.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna har på senare tid präglats av ökad oro och volatilitet, relaterat till ekonomiska konsekvenser av en ökad protektionism. I denna miljö har den svenska kronan försvagats. De finansiella förhållandena i omvärlden och i Sverige är alltså expansiva och hushåll och företag möter fortsatt låga räntor.

Centralbankerna befinner sig i olika faser, där till exempel den amerikanska centralbanken gör sin penningpolitik mindre expansiv medan den europeiska centralbanken fortfarande utökar sitt tillgångsinnehav. Skillnaden i förväntningarna på penningpolitiken har dessutom ökat något de senaste månaderna. Enligt marknadsprissättningen förväntas nu styrräntan höjas snabbare i USA medan den europeiska centralbanken väntas inleda sina räntehöjningar senare, jämfört med förväntningarna i februari. Marknadsaktörers samlade bedömning är att normaliseringen av penningpolitiken går långsamt

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
I omvärlden allt starkare konjunktur men inflationen stiger måttligt.
Långsam normalisering av penningpolitiken i omvärlden.
Kronan utvecklas på ett sätt som är förenligt med att inflationen stabiliseras nära målet.
Resursutnyttjandet i Sverige högre än normalt.
KPIF-inflationen nära målet men den underliggande inflationen fortsatt dämpad.
Inflationsförväntningar på både kort och lång sikt nära 2 procent.
Slutsats: För att KPIF-inflationen även framöver ska vara nära målet behöver penningpolitiken vara fortsatt expansiv. Reporäntan behålls oförändrad på –0,50 procent och långsamma höjningar av reporäntan väntas inledas först mot slutet av året. Återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar i Riksbankens obligationsportfölj fortsätter.

Tabell 1:2.

Viktiga prognosrevideringar
Svagare krona under hela prognosperioden som bidrar till högre inflation.
Lägre underliggande inflation mätt med KPIF exklusive energi det närmaste året till följd av lägre utfall än väntat.
Lite lägre BNP-tillväxt i år till följd av lägre hushållskonsumtion och investeringar.

och att den globala penningpolitiken därmed förblir expansiv de kommande åren.

Den svenska konjunkturen är fortsatt stark och resursutnyttjandet bedöms vara högre än normalt. Det fjärde kvartalet 2017 ökade exporten snabbt medan konsumtion och investeringar bidrog mindre till tillväxten än väntat. De kommande åren väntas tillväxten vara fortsatt god men mattas av något (se diagram 1:2). Tillväxten i exporten dämpas i linje med utvecklingen på svenska exportmarknader och den svagare prisutvecklingen på bostadsmarknaden bidrar till att bostadsinvesteringarna minskar.

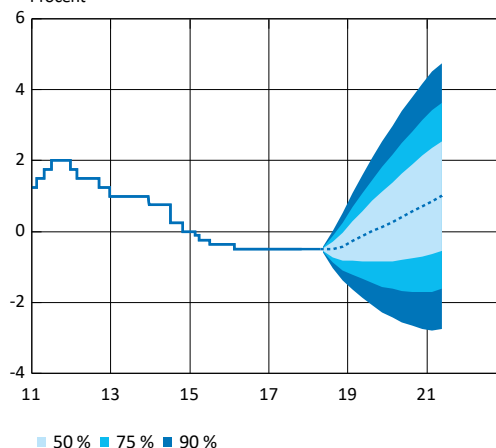
Utvecklingen på arbetsmarknaden har varit mycket stark i flera år och både arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden har stigit till historiskt höga nivåer. Ökningen i arbetskraftsutbudet och sysselsättningen dämpas dock de kommande åren. Det är en följd av att befolkningstillväxten bland personer i arbetsför ålder bromsar in relativt snabbt och av att arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden i många grupper redan ligger på mycket höga nivåer.

Det höga resursutnyttjandet återspeglas till exempel i långa rekryteringstider, att en stor andel av företagen rapporterar brist på arbetskraft och att en stor andel av rekryteringarna sker bland dem som redan har en anställning. De närmaste åren väntas den starka utvecklingen på arbetsmarknaden bidra till att löneökningarna utöver centrala avtal, och därmed den totala löneökningstakten, gradvis stiger snabbare. Arbetskostnaderna per producerad enhet, som också beaktar produktivitet utvecklingen och därmed är en viktig indikator på kostnadstrycket, stiger i en relativt normal takt.

Kronans växelkurs har blivit svagare än väntat sedan i februari (se diagram 1:4). En del av försvagningen har skett i samband med att marknadsförväntningarna på penningpolitiken i Sverige har skiftat i en mer expansiv riktning, men försvagningen har också skett mot bakgrund av oro och volatilitet på finansiella marknader. Delvis bedöms försvagningen av växelkursen vara tillfällig och kronan väntas stärkas framöver. Jämfört med föregående prognos bedöms kronan dock vara svagare under hela prognosperioden.

Under 2017 var KPIF-inflationen 2,0 procent i genomsnitt, helt i linje med inflationsmålet (se diagram 1:3). Stigande energipriser har bidragit positivt till inflationen, men även en högre ökningstakt i tjänstepriser. Det senaste halvåret har dock ökningstakten i tjänstepriserna avtagit. Den underliggande inflationen mätt med KPIF exklusive energi har fallit tillbaka till cirka 1,5 procent och väntas ligga kvar kring denna nivå resten av 2018. Det finns dock goda förutsättningar för att den underliggande inflationen så småningom ska fortsätta stiga. I detta sammanhang är det starka konjunkturläget centralt. Den svagare kronan bidrar till att hålla uppe priserna på importerade varor vilket medverkar till en högre inflationstakt. Inflationen i omvärlden stiger också, även om det sker i måttlig takt. Sammantaget väntas inflationen mätt med KPIF, i

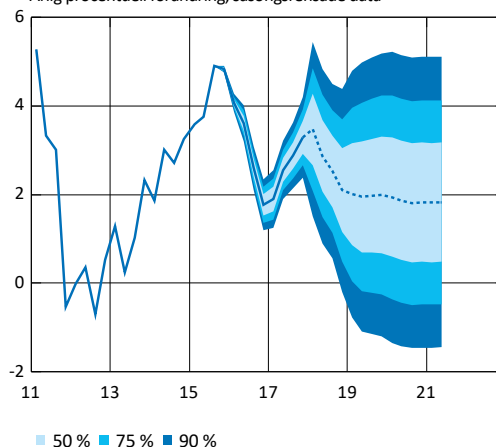
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall
Procent



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel samt på riskpremiejusterade terminsräntors 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

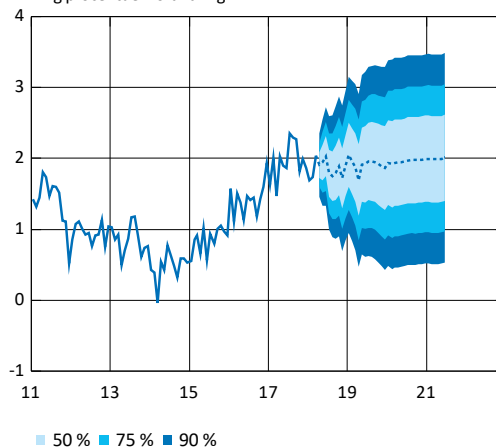
Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

likhet med i februari, uppgå till strax under 2 procent det närmaste året för att sedan vara nära 2 procent.

Den aktuella penningpolitiken

Riksbankens penningpolitik med en negativ styrränta och omfattande köp av statsobligationer har haft ett tydligt genomslag på korta och långa marknadsräntor och på kronans växelkurs.² Sedan 2014 har inflationen stigit och under det senaste året har den varit nära målet. Inflationförväntningarna har också stigit, på både kort och lång sikt, och är nära 2 procent. Penningpolitiken har också bidragit till att konjunkturen är stark och arbetslösheten har fallit tillbaka.

Expansiv penningpolitik för en inflation nära målet

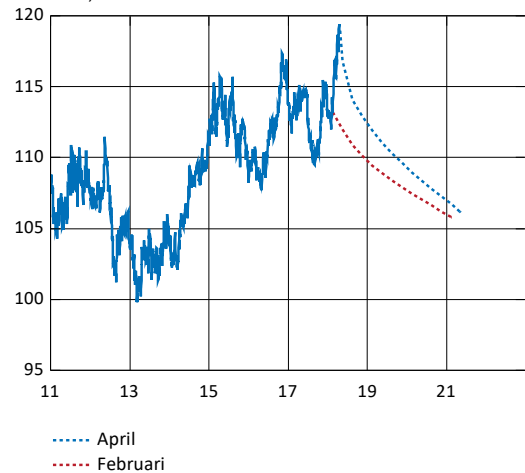
Sedan det penningpolitiska mötet i februari har den internationella konjunkturen fortsatt att stärkas, i linje med Riksbankens prognoser.

Läget i den svenska ekonomin är också starkt, även om det allra senaste BNP-utfallet visade vissa svaghetstecken när det gäller konsumtion och investeringar. Sysselsättningsgraden är hög, arbetslösheten har sjunkit ner till lägsta nivån sedan finanskrisen och KPIF-inflationen är på inflationsmålet (se diagram 1:5). Men KPIF-inflationen har hållits uppe av snabbt stigande energipriser. De senaste månaderna har KPIF exklusive energi blivit lägre än väntat och jämfört med tidigare bedömning är prognosen nedreviderad i år (se diagram 1:6). Mot slutet av året väntas den underliggande inflationen ta fart igen, delvis till följd av den svagare kronan. För att inflationen även framöver ska vara nära målet är det viktigt att konjunkturen fortsätter att vara stark och sätter avtryck i prisutvecklingen. Därför behöver penningpolitiken vara fortsatt expansiv.

Direktionen har mot denna bakgrund beslutat att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent och att revidera ned prognosen för reporäntan så att räntan väntas börja höjas långsamt först mot slutet av året, vilket är något senare än i föregående bedömning (se diagram 1:7). Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken innebär att återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen ska fortsätta en tid även efter att reporäntan börjat höjas.³

Riksbankens innehav av statsobligationer uppgick i slutet av mars till drygt 320 miljarder kronor i nominellt belopp (se diagram 1:8). I innehavet ingår, utöver de köp som skett sedan 2015, även den portfölj som byggdes upp under 2012 samt återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar. Tills vidare återinvesteras förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen. I december 2017 beslutade direktionen att

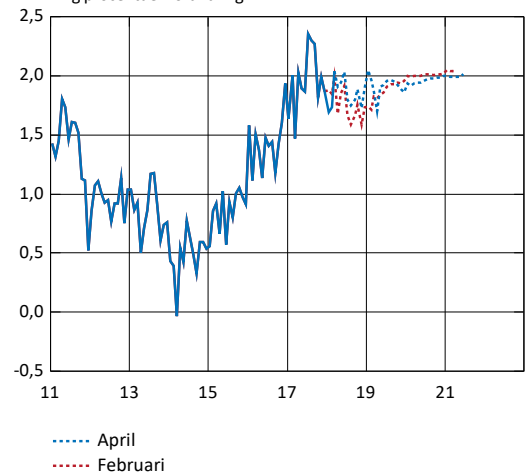
Diagram 1:4. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX
Index, 1992-11-18 = 100



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

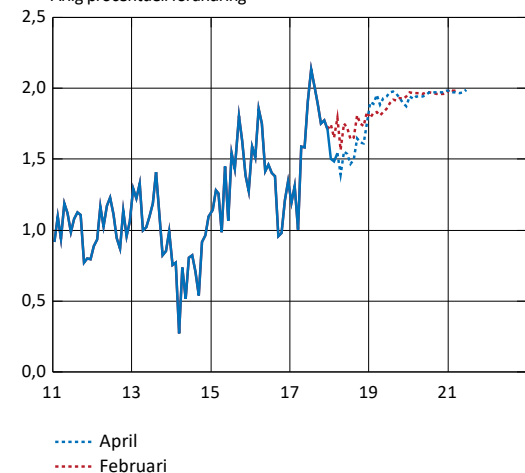
Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 1:5. KPIF
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:6. KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

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

³ Se fördjupningen "Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport december 2017.

tidigarelägga återinvesteringarna av de stora förfall som sker under första halvåret 2019. För att bibehålla sin närvaro i marknaden och uppnå en relativt jämn köptakt inledde Riksbanken återinvesteringarna redan i januari och dessa kommer att pågå fram till och med första halvåret 2019 (se diagram 1:9). Detta innebär att Riksbankens innehav av statsobligationer kommer att öka tillfälligt under 2018 och början av 2019 (se diagram 1:8).

Den förda penningpolitiken är, precis som på flera andra håll i världen, expansiv och kommer att förbli så de kommande åren. Den reala reporäntan väntas till exempel vara negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:10).

Penningpolitiska överväganden

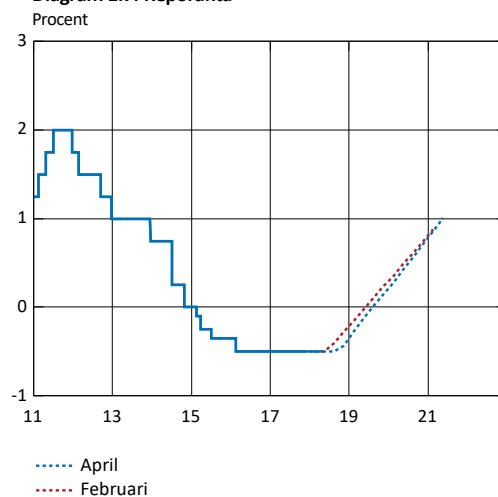
Den svenska konjunkturen är stark, KPIF-inflationen har varit nära 2 procent en tid och inflationsförväntningarna indikerar att aktörerna har förtroende för inflationsmålet. Detta skulle kunna tala för att redan nu börja höja reporäntan från dagens historiskt låga nivå.

Men osäkerheten kring det underliggande inflationsstrycket är stor. I den penningpolitiska rapporten i februari reviderades inflationsprognosen ned och den information som kommit därefter har föranlett en ytterligare nedrevidering av prognosen för KPIF exklusive energi det närmaste året. Dämpningen i tjänsteprisernas ökningstakt det senaste halvåret reser frågetecken kring hur stort avtryck den starka konjunkturen lyckas sätta i prisökningarna och därmed också kring förutsättningarna för inflationen att stabiliseras nära inflationsmålet. Det finns dessutom en osäkerhet om hur inflationsförväntningarna kan komma att påverkas vid eventuella ytterligare negativa inflationsöverskräckningar. Det är möjligt att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna för närvarande är ovanligt känsliga för störningar som dämpar inflationen.

Kronans växelkurs har utvecklats svagare än väntat de senaste månaderna, något som normalt leder till stigande inflation med viss tidsfördröjning. Effekten på inflationen i samband med förändringar i växelkursen beror dock på vilka faktorer som har orsakat växelkursrörelsen, vilket ofta är svårt att avgöra (se fördjupningen "Växelkursen och inflationen"). Riksbanken bedömer att en del av den senaste kronförsvagningen är tillfällig och att kronan kommer att stärkas framöver. Det är viktigt att kronans växelkurs utvecklas på ett sätt som är förenligt med att inflationen stabiliseras nära målet.

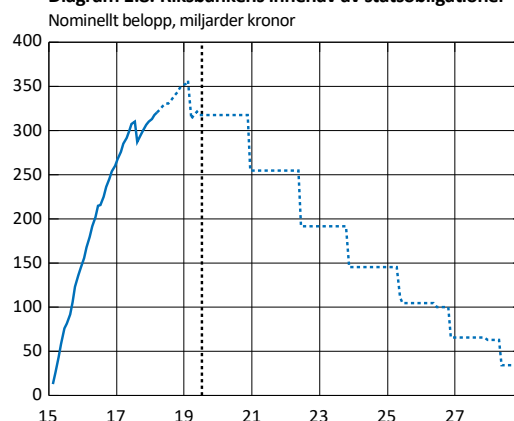
Sammantaget talar detta för att inflationen fortfarande behöver ett stort stöd från penningpolitiken. Det har tagit lång tid att få upp inflationen och inflationsförväntningarna och penningpolitiken behöver gå försiktigt fram. Reporäntan lämnas oförändrad på -0,50 procent och osäkerheten kring det underliggande inflationstrycket motiverar att inleda långsamma räntehöjningar först mot slutet av året. Om förutsättningarna för inflationen skulle ändras, så att den blir högre eller lägre, har direktionen beredskap att anpassa penningpolitiken.

Diagram 1:7. Reporänta



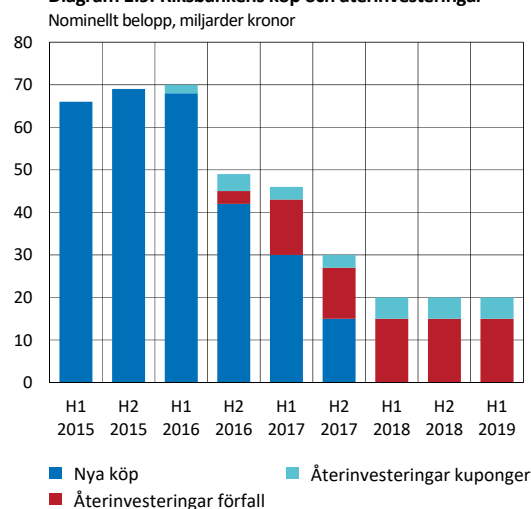
Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.
Källa: Riksbanken

Diagram 1:8. Riksbankens innehav av statsobligationer



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

Diagram 1:9. Riksbankens köp och återinvesteringar



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

Osäkerhet och risker

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

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

Osäkerhet kring tillväxten i omvärlden

Utvecklingen i euroområdet, Sveriges viktigaste handelspartner, har fortsatt att visa styrka. Förtroendet bland hushåll och företag är högt, även om det dämpats den senaste tiden. Riksbankens tidigare prognoser underskattade tillväxten i euroområdet under 2017, och prognoserna har successivt behövt revideras upp. Samtidigt har många av de politiska osäkerhetsfaktorerna, som präglade utvecklingen de senaste åren, minskat i styrka under fjolåret.

Osäkerhet återstår dock kring de ekonomiska effekterna av Storbritanniens utträde ur EU. Att EU och Storbritannien nyligen kommit överens om att Storbritannien ska delta i den inre marknaden till och med 2020 ger ett visst andrum men utgör ingen långsiktig lösning på Storbritanniens förhållande till EU.

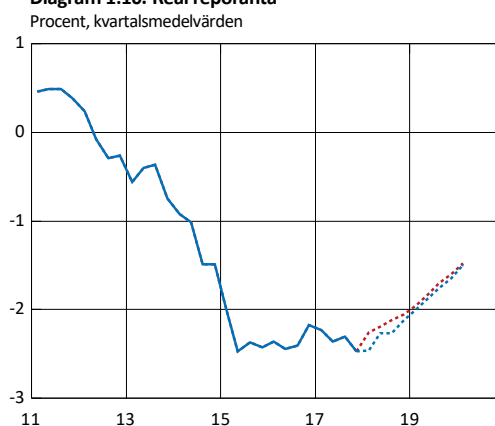
Liksom tidigare finns också flera strukturella problem i euroområdet, exempelvis rörande banksektorn och svaga offentliga finanser i flera länder.

Införandet av tullar på import av stål och aluminium till USA – och de bilaterala tullarna på andra produkter som USA och Kina har aviserat – bedöms isolerat inte ha särskilt stora effekter på tillväxten i omvärlden. Men effekterna kan bli betydligt mer negativa om ett större antal motåtgärder från andra länder skulle inledas. En ytterligare källa till osäkerhet förknippad med den amerikanska ekonomin är att den expansiva finanspolitiken på sikt riskerar att hota hållbarheten i de offentliga finanserna, vilket i ett dåligt scenario kan leda till kraftigt stigande räntor, stora svängningar i den amerikanska dollarkursen och tydligt lägre tillväxt. Till detta kommer den osäkerhet som de geopolitiska spänningarna, inte minst kring Syrien, för med sig.

Osäkerhet kring inflationen i omvärlden

De realekonomiska riskerna är förstas även kopplade till inflationsutsikterna. Därutöver kvarstår en osäkerhetsfaktor vad gäller sambandet mellan inflationen och resursutnyttjandet i omvärlden. Trots allt ljusare konjunkturutsikter är

Diagram 1:10. Real reporänta



..... April
 Februari

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

Källor: SCB och Riksbanken

Ökade handelshinder och Riksbankens prognos

USA införde den 23 mars importtullar på stål och aluminium på 25 respektive 10 procent. Sammantaget utgör dessa varor knappt två procent av den totala importen till USA och undantag har beviljats för flera av de största exportörerna till USA, däribland Kanada och Mexiko, samt EU. Undantagen är tidsbegränsade till 1 maj; bilaterala förhandlingar avgör vad som händer därefter. Även utan undantag bedöms dock de ekonomiska effekterna av stål- och aluminiumtullarna vara mycket begränsade. Ordväxlingen mellan USA och Kina om införande av tullar på en bredare uppsättning varor har ännu inte resulterat i några konkreta åtgärder. Än så länge avses en relativt liten del av handeln mellan USA och Kina vilket talar för en begränsad inverkan på BNP-tillväxten i USA och Kina. Handeln mellan de båda länderna utgör ungefär 3,5 procent av världshandeln och effekten på övriga världen bedöms bli marginell. Men om handelskonflikten mellan USA och Kina skulle sprida sig och leda till att fler länder upprättar handelshinder blir effekterna större. Riksbankens prognoser har ännu inte påverkats nämnvärt av handelskonflikten. Riksbanken fortsätter att noga följa utvecklingen.

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

Bostadsmarknaden den största risken för tillväxten i Sverige

Riksbanken har länge diskuterat riskerna på den svenska bostadsmarknaden. Sedan i höstas har priserna fallit i Sverige (se diagram 1:11). Riksbankens bedömning är att priserna är på väg att stabiliseras för att sedan stiga i måttlig takt. De lägre bostadspriserna bedöms innebära att bostadsinvesteringarna och BNP-tillväxten dämpas, framförallt 2019. Effekten väntas dock bli relativt begränsad.

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

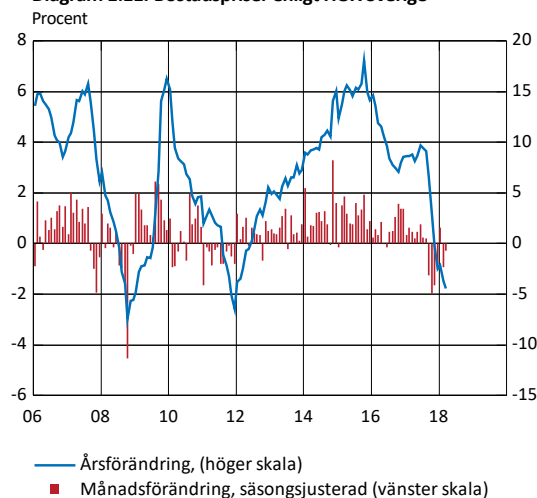
Ett stort prisfall på den svenska bostadsmarknaden skulle alltså kunna påverka den inhemska efterfrågan negativt. I normalfallet skulle detta dämpa inflationen i Sverige och föranleda en mer expansiv penningpolitik. Men om omvärldens förtroende för den svenska bostadsmarknaden och de svenska bankerna samtidigt skulle komma i gungning kan detta bland annat leda till att kronan försvagas och inflationen blir högre än annars. Hur penningpolitiken då reagerar beror på de sammantagna konjunktur- och inflationsutsikterna.

Osäkerhet kring inflationsprognosen

Som beskrivs ovan kan inflationen i omvärlden bli såväl högre som lägre än i Riksbankens prognos. Historiska samband talar starkt för att en lägre inflation i omvärlden allt annat lika leder till lägre inflation även i Sverige, och tvärtom när inflationen i omvärlden blir högre.⁴

Förändringar i kronans växelkurs är som alltid svåra att prognostisera. I Riksbankens prognos förutspås en gradvis förstärkning av kronan. En snabbare kronförstärkning skulle dämpa importpriserna ytterligare, vilket skulle göra det svårare att stabilisera inflationen kring målet. Problemen skulle kunna bli särskilt allvarliga om förtroendet för inflationsmålet på nytt försvagas genom sjunkande inflationsförväntningar. Kronan kan också visa sig bli svagare än i Riksbankens prognos, precis som varit fallet sedan februari. Detta skulle i så

Diagram 1:11. Bostadspriser enligt HOX Sverige



Källor: Valueguard och Riksbanken

Sidoeffekter av penningpolitiken

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

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

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

De negativa räntorna förefaller inte heller ha lett till ökad efterfrågan på kontanter; efterfrågan har tvärtom fortsatt att minska. Det är fortfarande bara en mindre del av inlåningen som sker till negativa räntor och då endast från vissa företag och delar av offentlig sektor.

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

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

⁴ Se exempelvis J. Lindé och A. Reslow, "Tar svenska prognosmakare tillräcklig hänsyn till Sveriges omvärldsberoende?", Penning- och valutapolitik nr 2 2017, Sveriges riksbank.

fall kunna bidra till högre importpriser och en högre inflation än i Riksbankens prognos.

Att ökningstakten i tjänstepriserna har dämpats den senaste tiden illustrerar osäkerheten kring styrkan i den underliggande inflationen. Löneutvecklingen i den svenska ekonomin har också varit svag i förhållande till konjunkurläget de senaste åren.⁵ Riksbanken och andra bedömare har under en förhållandevis lång tid överskattat lönetillväxten. Det går inte att utesluta att de faktorer som hållit tillbaka löneökningarna de senaste åren är mer bestående och att lönetillväxten framöver inte ökar på det sätt som Riksbanken väntar sig.

Sammantaget innebär Riksbankens prognos att löneökningstakten väntas bli förhållandevis måttlig de kommande åren, och lägre än vad de historiska sambanden med resursutnyttjandet indikerar. Om löneutvecklingen skulle bli ännu svagare är det troligt att även företagens kostnader utvecklas mer dämpat och att inflationen därmed blir lägre. Men kostnadstrycket i termer av arbetskostnader per producerad enhet beror också på produktivitetstillväxten. En svag produktivitetstillväxt motverkar effekten på kostnadsutvecklingen av låga löneökningar. Detta skedde under fjolåret, då arbetskostnaderna per producerad enhet ökade med 2 procent i Sverige trots låga löneökningar.

Resursutnyttjandet bedöms vara högre än normalt under hela prognosperioden och det finns en risk för att detta leder till en starkare uppgång i löner och inflation än vad Riksbanken räknat med – mer i linje med de historiska sambanden.⁶

Det finns också tecken på att lönerna i euroområdet och framförallt i Tyskland nu börjar växa snabbare.⁷ Parterna inom den svenska industrin lägger i sina avtalsförhandlingar stor vikt vid konkurrenskraften och kostnadsutvecklingen i omvärlden. I den utsträckning som lönerna ökar oväntat snabbt i omvärlden kan detta ge avtryck även på lönebildningen i Sverige.

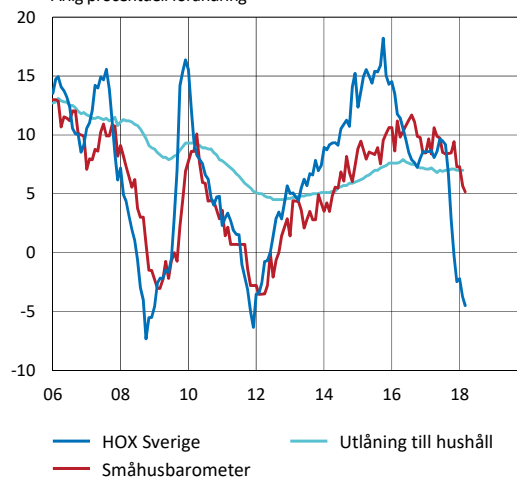
Det finns därmed ett antal faktorer som skulle kunna leda till både lägre och högre inflation än vad som nu antas, och Riksbanken har beredskap att anpassa penningpolitiken för att inflationen ska vara nära inflationsmålet på 2 procent. Riskerna för en allt för låg inflation förtjänar särskilt stor uppmärksamhet eftersom det vid rådande räntenivåer är svårare att hantera en inflation som blir för låg än en som blir för hög.

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 väl fungerande pris- och lönebildning.

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

Diagram 1:12. Bostadspriser och utlåning till hushåll
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB, Valueguard och Riksbanken

⁵ Se fördjupningen "Stark konjunktur men dämpade löneökningar" i Penningpolitisk rapport juli 2017.

⁶ Se även fördjupningen "Är aktiviteten i den svenska ekonomin för hög?" i Penningpolitisk rapport oktober 2017.

⁷ Se marginalrutan "Tecken på stigande löneökningstakt i omvärlden" i kapitel 4 i denna rapport.

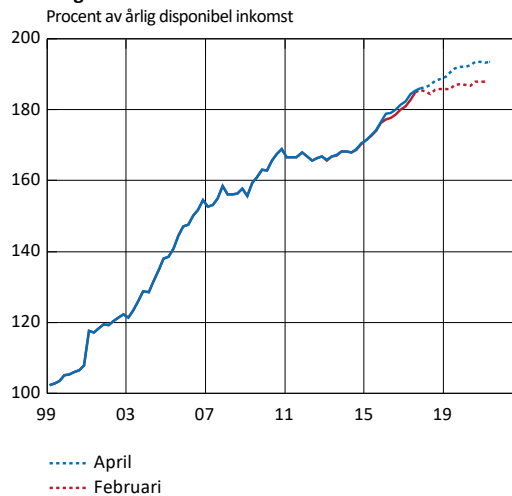
Välkommet med skärpt amorteringskrav, men huvudproblemet är att bostadsmarknaden fungerar dåligt

Hushållens höga skuldsättning gör deras efterfrågan känslig för fallande bostadspriser och stigande räntor.⁸ Flera olika åtgärder behövs för att stärka hushållens motståndskraft. Ny statistik tyder på att utlåningen har fortsatt att öka i mer eller mindre oförändrad takt de senaste månaderna (se diagram 1:12). Eftersom prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari antog en viss inbromsning i utlåningen bedöms skulderna nu öka något snabbare (se diagram 1:13).

Finansinspektionens beslut om ett skärpt amorteringskrav trädde i kraft i mars. Riksbanken bedömer att detta kommer att bidra till att hushållens motståndskraft ökar något.

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

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

⁸ Se fördjupningen "Hur påverkas hushållen av stigande räntor?" i Penningpolitisk rapport december 2017.

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har förväntningarna om framtida styrräntor stigit i USA, men sjunkit i euroområdet och i Sverige. Statsobligationsräntor med kortare löptider har följt ungefär samma mönster som styrränteförväntningarna, medan statsobligationsräntor med längre löptider har fallit i Sverige och Europa men stigit något i USA. Utvecklingen på de finansiella marknaderna har sedan februari präglats av ökad allmän oro. Det har periodvis medfört nedgångar på aktiemarknaderna och fått volatiliteten på både aktie- och obligationsmarknaderna att förbli på en högre nivå än tidigare. Den svenska kronan har försvagats sedan den penningpolitiska rapporten i februari. En del av försvagningen har skett i samband med att marknadsförväntningarna på reporäntan har reviderats ned, men framför allt har försvagningen skett vid de tillfällen då oron och volatiliteten ökat internationellt. I Sverige möter hushåll och företag fortsatt låga räntor samtidigt som kreditillväxten förblir hög.

Utvecklingen internationellt

Centralbankerna är i olika faser

I samband med det penningpolitiska mötet i mars lämnade den Europeiska centralbanken (ECB) styrräntorna oförändrade. Nettotillgångsköpen kommer att fortsätta åtminstone till och med september 2018, med 30 miljarder euro per månad. Marknadsaktörers förväntningar om styrräntans nivå de närmaste åren har sjunkit sedan februari. Det kan delvis hänföras till att kommunikationen från ECB betonat att normaliseringsprocessen, i form av räntehöjningar och ett minskat innehav av finansiella tillgångar, bör ske mycket långsamt. Även en del utfall för makroekonomiska variabler, såsom förtroendeindikatorer och inflation, som har blivit lägre än vad marknadsaktörerna väntat, har bidragit till denna utveckling. Enligt marknadsprissättningen väntas en första höjning av inlåningsräntan kring halvårsskiftet 2019 (se diagram 2:1).

Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, höjde intervallet för styrräntan med 0,25 procentenheter i samband med det penningpolitiska mötet i mars. Samtidigt fortsätter den nedtrappning av centralbankens tillgångsinnehav som inleddes i oktober förra året. Medianprognosen från ledamöterna i den penningpolitiska kommittén indikerade, enligt beslutet i mars, ytterligare två räntehöjningar med 0,25 procentenheter i år, tre höjningar nästa år och två under

Tabell 2:1.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i februari
Marknadsaktörers förväntningar om framtida styrräntor har stigit i USA men sjunkit i euroområdet och i Sverige.
Korta statsobligationsräntor har stigit i USA och i Storbritannien men sjunkit i Sverige och är oförändrade i Tyskland. Långa statsobligationsräntor har sjunkit i både Sverige och Europa men har stigit något i USA.
Kronan har försvagats.
Aktieindex har stigit i Europa och i Sverige men sjunkit i USA och framväxande länder.
Utlåningsräntorna för hushåll och företag är oförändrade.
Kreditillväxten hos hushållen är fortsatt hög.
Icke-finansiella företags upplåning har ökat.

Transmissionsmekanismen – från reporäntan till räntor för hushåll och företag

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



2020. Förväntningarna på den framtida styrräntan i USA, enligt marknadsprissättningen, har stigit och indikerar, ungefär i linje med centralbankens bedömning, tre räntehöjningar i år men något färre räntehöjningar därefter (se diagram 2:1).

I samband med det penningpolitiska mötet i mars behöll den brittiska centralbanken styrräntan oförändrad och framhöll som tidigare behovet av långsamma räntehöjningar. Förväntningar på den framtida styrräntan har fallit något framför allt på längre sikt sedan i februari, delvis till följd av att inflationsutfallet i april blev lägre än marknadsförväntningarna. Även kommunikationen från Bank of England angående nästa höjning har bidragit till denna utveckling. Enligt marknadsprissättningen väntas en räntehöjning i år och ytterligare en räntehöjning per år därefter (se diagram 2:1).

Sammanfattningsvis har marknadsförväntningarna om styrräntehöjningar avseende de större centralbankerna stigit i USA men sjunkit i Europa sedan februari. ECB fortsätter att öka sitt tillgångsinnehav medan Federal Reserve långsamt minskar sitt. Centralbankerna befinner sig alltså i olika faser och enligt marknadsprissättningen har denna skillnad ökat under den sista tiden. Marknadsaktörers samlade bedömning är dock att normaliseringen av penningpolitiken kommer att ske långsamt och att den globala penningpolitiken därmed förblir expansiv de kommande åren.

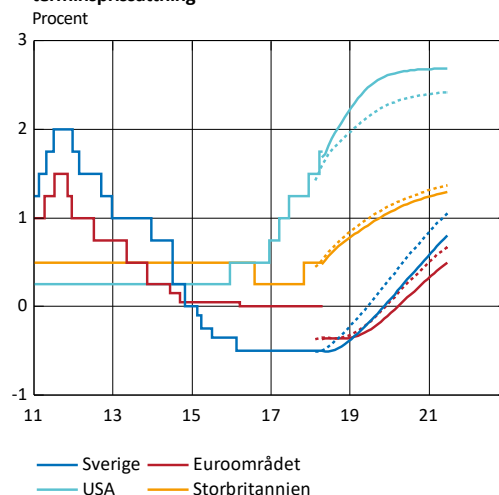
Blandad utveckling för statsobligationsräntor

Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har utvecklingen i omvärlden för statsobligationsräntor med kortare löptider reflekterat förväntningar om framtida styrräntor i olika länder. Överlag är statsobligationsräntor med kortare löptider oförändrade i Tyskland medan de har stigit i USA och Storbritannien (se diagram 2:2).

I USA har också utbudet av statspapper med kort löptid ökat. Tillgången på säkra placeringsalternativ har därför ökat och detta kan ha minskat efterfrågan på icke-säkerställda placeringar på interbankmarknaden. Ett tecken på detta är att räntorna på den amerikanska interbankmarknaden stigit mer än vad som är motiverat av ändrade förväntningar om den framtida styrräntan. Många marknadsaktörer menar att det statliga finansieringsbehovet tränger undan det privata. En ytterligare faktor som driver upp korta marknadsräntor är de nya skattereglerna som ökat incitamenten för företagen att ta hem vinster till USA i stället för att placera dem i lån eller räntebärande instrument som är kopplade till interbankräntor.

Längre statsobligationsräntor, som steg kraftigt i januari, har sjunkit i Europa och stigit något i USA sedan den penningpolitiska rapporten i februari (se diagram 2:3). Enligt olika marknadsbedömare kan flera faktorer ha bidragit till de lägre statsobligationsräntorna med längre löptider, till exempel förändringar av långsiktiga styrränteförväntningar och ökad efterfrågan på långa statsobligationer i samband med att oron och volatiliteten på de finansiella marknaderna tilltagit.

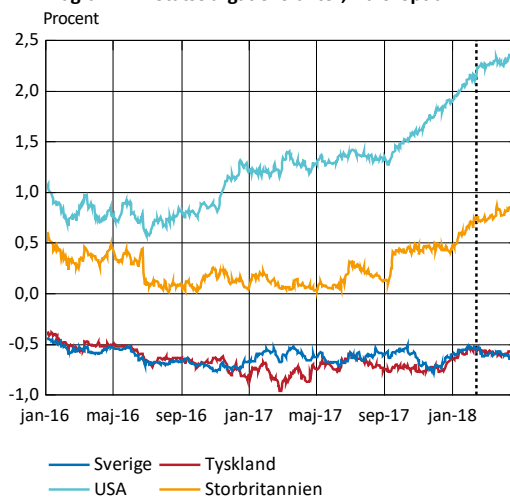
Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan (för euroområdet referäntan). Heldragna linjer är skattade 2018-04-24, streckade linjer är skattade 2018-02-09.

Källor: Nationella centralbanker, Macrobond och Riksbanken

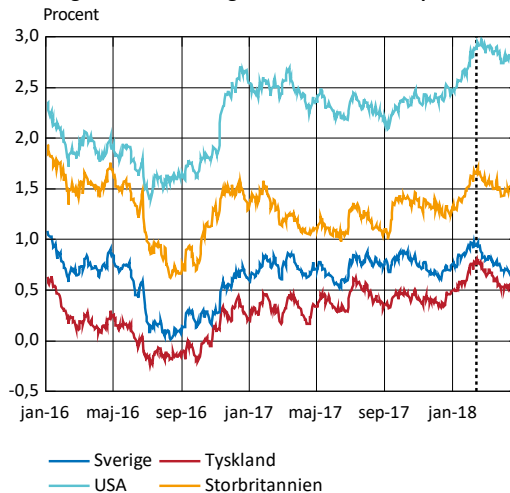
Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 2 års löptid



Anm. Nollkupongräntor beräknade från statsobligationer. Vertikala linjen markerar penningpolitiska mötet i februari.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

Diagram 2:3. Statsobligationsräntor, 10 års löptid



Anm. Nollkupongräntor beräknade från statsobligationer. Vertikala linjen markerar penningpolitiska mötet i februari.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

Ökad oro på de finansiella marknaderna

Aktiemarknaderna, som hade en stark utveckling i början av året, har sedan slutet av januari varit volatila (se diagram 2:4). Även den förväntade volatiliteten för aktier och obligationer har följt ungefär samma mönster och har i genomsnitt varit högre än nivåerna under andra halvåret 2017 (se diagram 2:5). Nedgångarna på aktiemarknaderna och ökad volatilitet i slutet av januari drevs av oro för att löneinflationen i USA skulle stiga snabbt med ökade statsobligationsräntor som följde. Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har även andra faktorer varit drivande, som oro för konsekvenserna av ett potentiellt handelskrig. Nedgångarna har dock uppvägs av fortsatt goda tillväxtutsikter och gynnsam vinstutveckling för företagen. På kreditmarknaderna har ränteskillnaderna mot statsobligationsräntor stigit något sedan februari.

En ökad oro med högre volatilitet på både aktie- och obligationsmarknaderna har också präglat valutamarknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i februari. Den amerikanska dollarn har stärkts, framför allt mot mindre valutor då den ses som ett säkrare placeringsalternativ, även under perioder av osäkerhet kring den amerikanska handelspolitiken. I handelsvägda termer har den amerikanska dollarn i stärkts med ungefär en procent sedan den penningpolitiska rapporten i februari. Även förväntningar om framtida styrräntor har bidragit till rörelser på valutamarknaderna sedan den penningpolitiska rapporten. I handelsvägda termer har exempelvis det brittiska pundet och den norska kronan stärkts eftersom det finns förväntningar om en räntehöjning i år (se diagram 2:6).

Finansiella förhållanden i Sverige

Reporäntebanan är i linje med marknadsförväntningarna

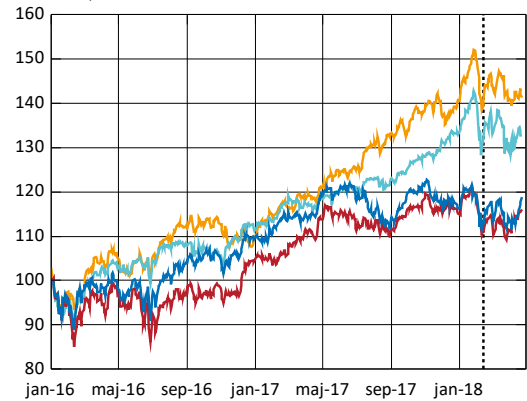
Marknadsaktörers förväntningar på reporäntan mätt med både enkätundersökningar och marknadsprissättning är i linje med reporäntebanan på kort sikt (se diagram 2:7). Enligt marknadsprissättningen har förväntningarna sjunkit sedan den penningpolitiska rapporten i februari (se diagram 2:1). Marknadsaktörers tolkning av protokollet från det penningpolitiska mötet i februari och de oväntat låga inflationsutfallen avseende perioden januari till mars har bidragit till denna utveckling. Däremot har marknadsaktörers förväntningar på styrräntan enligt enkätundersökningar inte förändrats nämnvärt sedan februari och är i linje med reporäntebanan de närmaste åren.

Lägre räntor och volatila aktiepriser

Sedan det penningpolitiska mötet i december har de svenska statsobligationsräntorna sjunkit överlag i linje med de tyska (se diagram 2:2 och 2:3). På kreditmarknaderna har räntorna på säkerställda obligationer och företagsobligationer utvecklats ungefär som statsobligationsräntorna, till skillnad från

Diagram 2:4. Börsutveckling i lokal valuta

Index, 2016-01-04 = 100



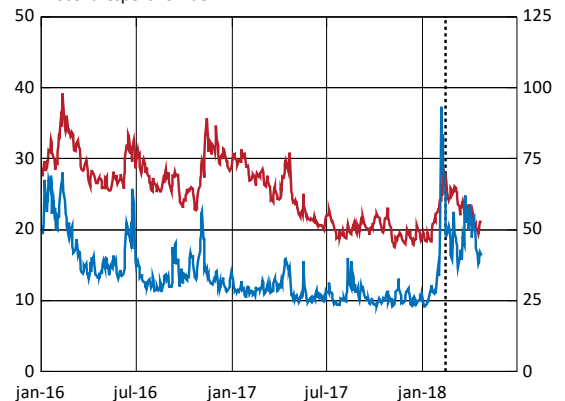
— Sverige (OMXS) — Europa (EuroStoxx)
— USA (S&P 500) — Tillväxtmarknader (MSCI)

Anm. Vertikala linjen markerar penningpolitiska mötet i februari.

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:5. Volatilitetsindex

Procent respektive index



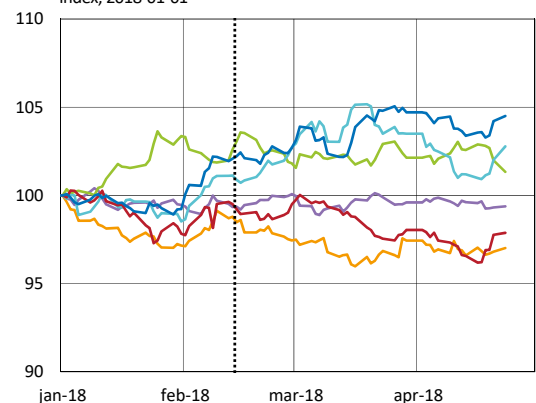
— Aktiemarknaden (VIX-index, vänster axel)
— Obligationenmarknaden (MOVE-index, höger axel)

Anm. Volatility Index (VIX) visar den förväntade volatiliteten på den amerikanska börsen utifrån optionspriser. Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE) Index är ett mått på den förväntade volatiliteten på amerikanska statsobligationer utifrån optionspriser. Vertikala linjen markerar penningpolitiska mötet i februari.

Källor: Chicago Board Operations Exchange och Merrill Lynch

Diagram 2:6. Handelsviktade växelkurser

Index, 2018-01-01



— AUD — NOK
— GBP — USD
— CAD — EUR

Anm. Ett högre värde än 100 indikerar en svagare växelkurs. Vertikala linjen markerar penningpolitiska mötet i februari.

Källor: Bank of England och Riksbanken

den internationella utvecklingen där räntedifferenserna mellan kredit- och statsobligationsräntor stigit något. De senaste månadernas sjunkande bostadspriser tycks inte heller ha lett till någon ökad riskpremie för bostadsobligationer (se diagram 2:8).

Den svenska börsen har till stor del följt den internationella utvecklingen med upp- och nedgångar och har stigit sedan den penningpolitiska rapporten i februari (se diagram 2:4).

Riksbankens obligationsköp har fungerat väl

Riksbankens obligationsköp har alltsedan de påbörjades i februari 2015 fungerat väl. Intresset för att delta i Riksbankens auktioner har överlag varit bra och Riksbanken har i genomsnitt fått bud som klart överstiger den volym som Riksbanken erbjudit sig att köpa. Riksbankens obligationsköp har bidragit till att såväl statsobligationsräntor som andra marknadsräntor har sjunkit. Köpen har således bidragit till penningpolitikens expansivitet.

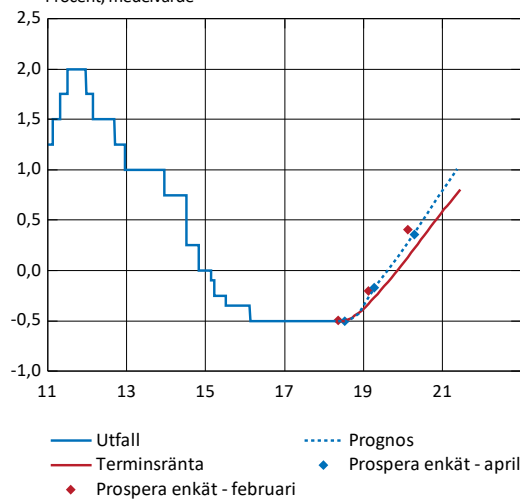
I december 2017 fattades beslut om att redan under 2018 återinvestera obligationer som förfaller under 2019. Det har inneburit att Riksbanken har fortsatt att köpa obligationer för betydande belopp, i ungefär samma takt som Riksgälden emitterar obligationer. Volymen obligationer som är tillgänglig för handel på marknaderna harsammantaget fortsatt att minska något. Riksbanken följer noga hur statsobligationsmarknaden och närliggande marknader fungerar, både genom analys av data och genom löpande kontakt med marknadens aktörer. Marknadsaktörer uppger att det tar längre tid att omsätta större poster statsobligationer nu än för ett antal år sedan men att marknadsfunktionen inte har ändrats markant jämfört med ett år tillbaka. Den samlade bedömningen är att Riksbankens fortsatta obligationsköp inte har påverkat marknadens funktionssätt nämnvärt.

Kronan har försvagats

Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har kronan försvagats. Jämfört med prognosen i februari för det andra kvartalet i år är kronan nu ungefär sex procent svagare, enligt konkurrensvägda kronindex KIX (se diagram 1:4). En del av försvagningen har skett i samband med att förväntningarna på reporäntan reviderats ned, men framför allt har försvagningen skett vid tillfällen då oron och volatiliteten ökat internationellt.

En del av kronförsvagningen ägde rum från slutet av februari till mitten på mars, samtidigt som förväntningar om framtida räntehöjningar i Sverige sjönk tillbaka enligt marknadsprissättningen. Det tyder på att förändringarna i förväntningarna på Riksbankens penningpolitik har haft viss betydelse för utvecklingen. Kronförsvagningen sedan slutet av mars hänger troligtvis främst samman med ökad oro och volatilitet på de internationella finansiella marknaderna. Till om-

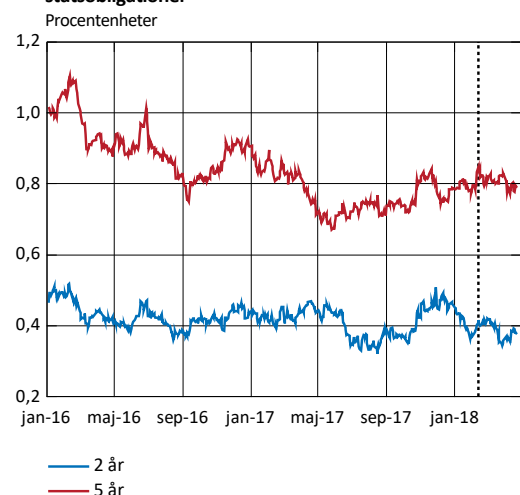
Diagram 2:7. Reporänta och marknadens förväntningar
Procent, medelvärde



Anm. Terminsräntan är skattad 2018-04-24 och är ett mått på förväntad reporänta. Enkätsvaren visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer den 2018-01-31 respektive 2018-03-27.

Källor: Macrobond, TNS Sifo Prospera och Riksbanken

Diagram 2:8. Ränteskillnad mellan bostads- och statsobligationer
Procentenheter



Anm. Bostadsobligationsräntan och statsobligationsräntan är nollkuponräntor beräknade med Nelson-Siegel metoden. Vertikala linjen markerar penningpolitiska mötet i februari.

Källor: Macrobond och Riksbanken

ständigheterna som bidragit till denna ökade oro och volatilitet hör att valutan för ett litet land tenderar att försvagas i samband med ökad volatilitet på de finansiella marknaderna. Kronan försvagades nästan en procent i samband med nedgången på aktiemarknaderna efter det att den amerikanska administrationen annonserat tullar på vissa kinesiska varor i slutet av mars.

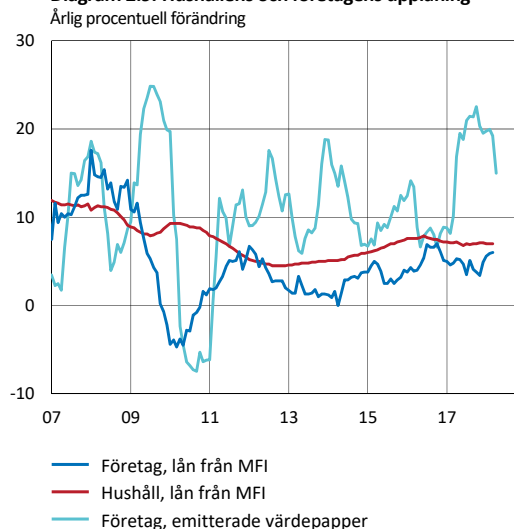
Företagens och hushållens skuldsättning ökar

Den goda ekonomiska tillväxten och en fortsatt expansiv penningpolitik har bidragit till att bankernas finansieringsvillkor och lönsamhet utvecklats gynnsamt. Förutsättningarna för hushållen och företagen att få krediter är därmed fortsatt goda. Hushållens banklån fortsätter att öka i snabb takt och snabbare än inkomsterna, trots nedgången i bostadspriserna under den senaste tiden. Hushållens kredit tillväxt har i genomsnitt varit 7 procent sedan förra året, att jämföra med en ökningstakt för de disponibla inkomsterna (i löpande priser) cirka 4 procent under 2017.

Banklån utgör fortfarande den primära finansieringskällan för svenska företag även om värdepappersupplåningen ökar snabbt och nu motsvarar runt en tredjedel av den totala företagsupplåningen. De viktigaste drivkrafterna bakom den ökade värdepappersupplåningen är god efterfrågan från investerare och bättre finansieringsvillkor jämfört med banklån. Den årliga tillväxttakten i värdepappersupplåningen har i genomsnitt varit 18 procent sedan förra året och drevs främst av fastighetsbolag. Tillväxttakten för bankupplåningen låg kring 5 procent under samma period (se diagram 2:9).

Sedan reporäntan för första gången sänktes under noll i februari 2015 har utlåningsräntorna till hushållen och företagen också sjunkit, om än något mindre än reporäntan. Den genomsnittliga faktiska bolåneräntan för nya avtal har i genomsnitt legat kring 1,6 procent sedan mitten av 2015. Sedan årsskiftet har nya aktörer på bostadsmarknaden listat konkurrenskraftiga boräntor och vissa etablerade aktörer har också sänkt sina räntor. Riksbanken följer noga utvecklingen på boräntemarknaden och hittills har de lägre listade räntorna inte fått ett brett genomslag på den genomsnittliga faktiska boräntan. Genomsnittsräntan för nya banklån till icke-finansiella företag har uppgått till cirka 1,4 procent (se diagram 2:10). De genomsnittliga inlåningsräntorna till hushåll och företag har varit i stort sett oförändrade sedan mitten av 2015 och ligger nära noll.⁹ Sammantaget har genomslaget från reporäntan på in- och utlåningsräntorna varit i linje med Riksbankens förväntningar.

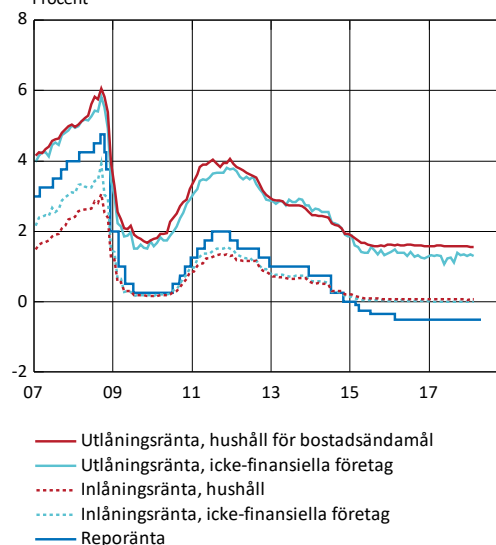
Diagram 2:9. Hushållens och företagens upplåning



Anm. Monetära finansiella instituts (MFI) utlåning till hushåll och icke-finansiella företag justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån, enligt finansmarknadsstatistiken. Data sträcker sig fram till och med februari 2018. Icke-finansiella företagens emitterade värdepapper är valutajusterade och sträcker sig fram till och med februari 2018.

Källa: SCB (Finansmarknadsstatistik och värdepappersstatistik)

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



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

Källor: SCB och Riksbanken

⁹ 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.

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Förtroendeindikatorer har dämpats något men är fortsatt högre än normalt både i omvärlden och i Sverige. Den svenska konjunkturen är stark även om BNP-tillväxten bedöms bli något lägre framöver. Utvecklingen på arbetsmarknaden är god och arbetslösheten föll oväntat mycket under första kvartalet. I mars var inflationen mätt med KPIF i linje med prognosen från februari. Energipriserna ökade snabbt och om dessa exkluderas var istället inflationen något lägre än förväntat. De kommande månaderna ligger KPIF-inflationen kvar nära 2 procent. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi väntas samtidigt bli kring 1,5 procent, vilket är en något lägre ökningstakt än i prognosen i februari.

Inflation i Sverige

KPIF-inflationen 2,0 procent i mars

I mars uppgick inflationen mätt med KPIF till 2,0 procent (se diagram 3:1). Detta är i linje med inflationsmålet och prognosen i februari. Energipriserna har ökat oväntat snabbt. Rensat för dessa uppgick KPIF-inflationen till 1,5 procent, vilket var något lägre än förväntat.

Tjänstepriserna har ökat allt långsammare den senaste tiden. Ökningstakten påverkades under fjolåret av en ny beräkningsmetod för utrikes resor, som innebar en tillfälligt högre ökningstakt under sommarmånaderna.¹⁰ Men även bortsett från priserna på utrikes resor har ökningstakten i tjänstepriserna avtagit på senare tid (se diagram 3:2).

Olika mått på den underliggande inflationen har sjunkit de senaste månaderna och ligger nu runt 1,5 procent (se diagram 3:3). Löneökningstakten är också fortsatt dämpad.

Sett i ett lite längre perspektiv har dock den underliggande inflationen stigit trendmässigt sedan 2014. De senaste åren har konsumentpriserna ökat snabbare och ungefär i linje med arbetskostnaderna per producerad enhet. Att inflationen har stigit är även en följd av att kronan försvagats.

Inflationen mätt med KPIF exklusive energi ungefär 1,5 procent de närmaste månaderna

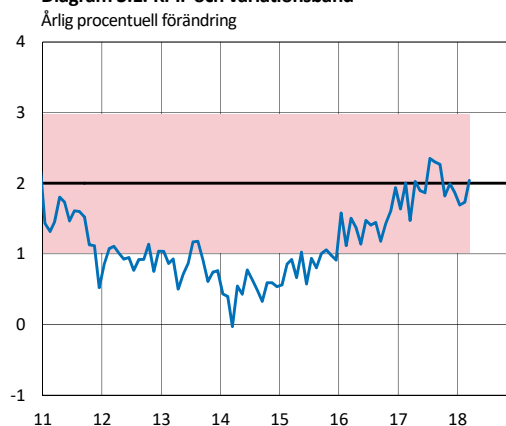
Rensat för energipriser väntas den årliga ökningstakten i KPIF uppgå till ungefär 1,5 procent även de närmaste månaderna. Förväntningarna om prisökningar bland detaljhandelsföretagen ligger i stort sett i linje med ett historiskt genomsnitt enligt Konjunkturbarometern. Samtidigt har ökningstakten i pri-

Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR februari	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 2,0 procent i mars.	I linje med prognosen. KPIF-inflationen blev 2,0 procent.
BNP-tillväxten 4,1 procent fjärde kvartalet.	Något lägre än prognosen. BNP-tillväxten blev 3,5 procent.
Arbetslösheten 6,5 procent första kvartalet.	Lägre än prognosen. Arbetslösheten blev 6,2 procent.
BNP-tillväxten i euroområdet 2,7 procent första kvartalet.	Indikatorer tyder på lägre tillväxt än prognosen.
BNP-tillväxten i USA 2,7 procent första kvartalet.	Indikatorer tyder på en utveckling i linje med prognosen.

Anm. PPR avser Penningpolitisk rapport. Inflationen avser årlig procentuell förändring. BNP-tillväxten avser säsongsrensad kvartalsförändring i procent uppskattad till årstakt. Arbetslöshet avser procent av arbetskraften.

Diagram 3:1. KPIF och variationsband



Anm. Det rosa fältet visar Riksbankens variationsband och täcker ungefär tre fjärdedelar av utfallen sedan januari 1995. Variationsbandet är ett sätt att visa om avvikelser från inflationsmålet är ovanligt stor.

Källor: SCB och Riksbanken

¹⁰ Från och med 2017 använder SCB en ny metod för att beräkna index för charterresor som väger 1,2 procent i KPIF. Den nya metoden följer rekommendationer från Eurostat och innebär huvudsakligen att priserna för resor som inte säljs under vissa perioder på året då inte heller påverkar index. Före 2017 användes istället det senast noterade priset för en resa i indexberäkningarna även under de månader då resan inte kunde företas. Detta innebär att säsongsmonstret för prisnivån ändras. Det första året (d.v.s. 2017) påverkade den nya metoden därmed den årliga förändringen i KPIF. Kommande år påverkas inte den årliga förändringstakten av det nya säsongsmonstret eftersom tolv månadersjämförelserna då baseras på samma metod. Modellprognoserna är justerade för metodförändringen.

serna på konsumtionsvaror i producentledet enligt hemmamarknadsprisindex stigit under det senaste året och är högre än normalt. Prisökningstakten på importerade konsumtionsvaror i producentledet har dock fallit och ligger nu under sitt historiska genomsnitt.

Riksbankens kortsiktsmodeller, som sammanfattar informationen i ett stort antal indikatorer, tyder på att öknings-takten i KPIF exklusive energi kommer att ligga kvar runt nuvarande nivåer de kommande månaderna (se diagram 3:4). Riksbankens samlade bedömning är i linje med modellprognoserna.

Prognosen för KPIF exklusive energi den närmaste tiden är nedreviderad jämfört med bedömningen i februari, framför allt för att inflationen har blivit något lägre än väntat de senaste månaderna. Prognosen för energipriserna är dock uppreviderad bland annat eftersom det kalla vädret bidragit till högre elpriser. Detta gör att prognosen för ökningstakten i KPIF istället är något uppreviderad. Den senaste tidens kronförsvagning bedöms bidra till höge inflationstakt framför allt på lite sikt eftersom kronan påverkar priserna på bland annat livsmedel och övriga varor med viss eftersläpning.

Inflationsförväntningarna nära målet

I TNS Sifo Prosperas undersökning sjönk inflationsförväntningarna svagt i april. På fem års sikt förväntar sig penningmarknadens aktörer att inflationen mätt med KPI är 2,0 procent. De långsiktiga inflationsförväntningarna för KPIF är marginellt lägre och uppgick i april till 1,9 procent. Även prissättningen på finansiella instrument tyder på att de långsiktiga inflationsförväntningarna har sjunkit något den senaste tiden.

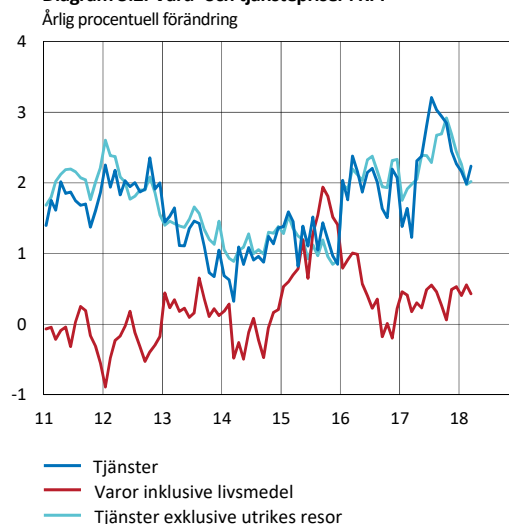
De kortsiktiga inflationsförväntningarna påverkas av den senast uppmätta inflationstakten. På ett års sikt förväntas inflationen mätt med KPI uppgå till 1,8 procent, vilket är något lägre än vad som förväntades i slutet av förra året (se diagram 3:5).

Global och svensk konjunktur

Tillväxten i omvärlden är hög

Konjunkturen i omvärlden fortsätter att stärkas och uppgången är bred vad gäller såväl länder som sektorer. Både den amerikanska ekonomin och ekonomin i euroområdet är relativt nära normalt resursutnyttjande. I USA är arbetslösheten något lägre än vad som betraktas som en långsiktigt hållbar nivå av ledamöterna i Federal Reserves penningpolitiska kommitté. I euroområdet indikerar bredare mått på arbetslöshet, som exempelvis även inkluderar ofrivilligt deltidsarbete, snarare att det fortsatt finns ett visst mått av lediga resurser. Världshandeln fortsatte att växa i januari, men i en lägre takt än under slutet av förra året. Det finns vissa tecken på att den ekonomiska aktiviteten dämpats något första kvartalet, vilket delvis kan förklaras av tillfälliga effekter.

Diagram 3:2. Varu- och tjänstepriser i KPI



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

Källor: SCB och Riksbanken

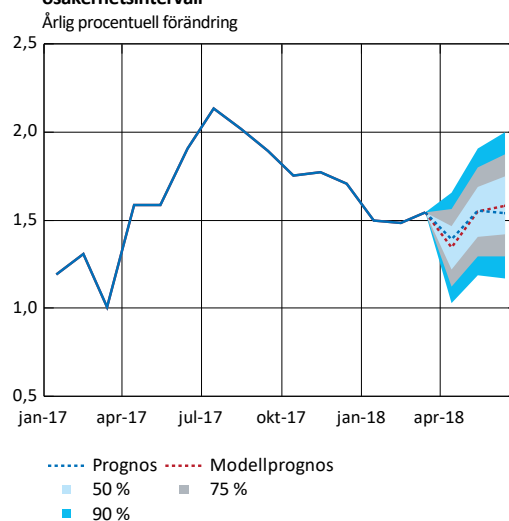
Diagram 3:3. KPIF och olika mått på underliggande inflation



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. Den röda punkten avser medianvärde i mars 2018 för samtliga mått på underliggande inflation.

Källor: SCB och Riksbanken

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



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på modellernas historiska prognosfel. Modellprognoserna är justerade för det nya säsongsmönstret som följer av metodförändringen för beräkningen av prisindex för charterresor.

Källor: SCB och Riksbanken

BNP-tillväxten var knappt 3 procent i USA och drygt 2,5 procent i euroområdet under fjärde kvartalet jämfört med det tredje uppräknat till årstakt. De senaste månadernas statistik har varit något mer positiv i USA än i euroområdet och även om tillväxten väntas dämpas något under första kvartalet är den fortfarande högre i USA än i euroområdet. I euroområdet har detaljhandeln utvecklats lite svagare de senaste månaderna. Där har även industriproduktionen dämpats medan den har fortsatt att stiga i USA. Optimismen bland hushåll och företag är fortsatt hög i både euroområdet och USA. Både hushåll och företag i euroområdet har dock blivit något mindre optimistiska under inledningen av året.

Lågt inflationstryck i omvärlden

Trots att tillväxten är hög och arbetslösheten har fallit tillbaka är inflationstrycket fortsatt lågt i de länder som är viktigast för svensk ekonomi. I euroområdet uppgick den underliggande inflationen i mars, mätt med ökningstakten i HIKP exklusive energi och livsmedel, till endast 1,0 procent samtidigt som den totala HIKP-inflationen steg till 1,3 procent. I USA var den underliggande inflationen, mätt med konsumtionsdeflatorn exklusive energi och livsmedel, 1,6 procent i mars (se diagram 3:6). Amerikansk KPI-inflation uppgick till 2,4 procent i mars.

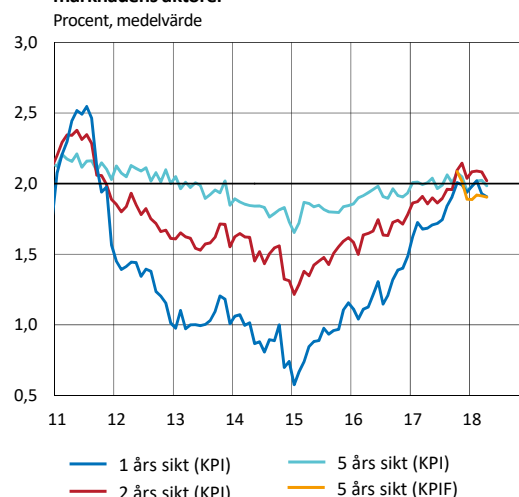
Svensk BNP-tillväxt dämpas

Exporten ökade snabbt det fjärde kvartalet förra året. Sjunkande investeringar innebar samtidigt att den slutliga inhemska efterfrågan bidrog mindre till tillväxten än vad den gjort tidigare under året. Svensk BNP ökade med 3,5 procent det fjärde kvartalet jämfört med det tredje kvartalet uppräknat till årstakt. För 2017 som helhet växte BNP med 2,4 procent, vilket är nära det historiska genomsnittet.

Sammantaget är konfidensindikatorerna för hushålls- och företagssektorn fortsatt starkare än normalt även om i synnerhet hushållens förtroende sjunkit de senaste månaderna (se diagram 3:7). Signalerna från de företag som ingår i Riksbankens företagsundersökning tyder också på en fortsatt stark konjunktur.¹¹ Månadsstatistiken över efterfrågan tyder dock på att detaljhandeln och hushållens konsumtion har utvecklats svagt under inledningen av året. En tänkbar anledning är att hushållen har varit lite mer försiktiga med att konsumera i spåren av den senaste tidens svagare utveckling på aktie- och bostadsmarknaderna.

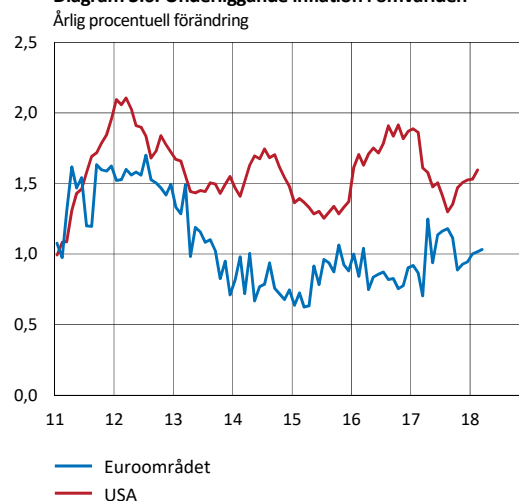
Riksbankens kortsiktiga modellprognoser, som sammanfattar informationen i ett stort antal indikatorer, tyder på att BNP-tillväxten dämpas något under första kvartalet. Modellprognoserna indikerar i genomsnitt att BNP växer med 2,6 procent under första kvartalet 2018 jämfört med sista kvartalet 2017 och uppräknat till årstakt (se diagram 3:8). Riksbankens prognos är nära modellprognosen för första

Diagram 3:5. Inflationförväntningar bland penningmarknadens aktörer



Källa: TNS Sifo Prospera

Diagram 3:6. Underliggande inflation i omvärlden



Anm. För euroområdet visas HIKP exklusive energi, mat, alkohol och tobak. För USA visas deflator för PCE exklusive energi och livsmedel.

Källor: Bureau of Economic Analysis och Eurostat

Diagram 3:7. Konfidensindikatorer



Källa: Konjunkturinstitutet

¹¹ Se Riksbankens företagsundersökning februari 2018.

kvartalet. Under andra kvartalet 2018 väntas BNP öka med 2,3 procent.

Nedgång i bostadspriserna dämpar byggproduktionen

Bostadspriserna enligt prisindexet HOX föll med 0,3 procent i mars jämfört med februari i säsongsrensade termer (se diagram 1:11). Därmed fortsatte den prisnedgång som påbörjades under hösten. Prisnedgången sammanfaller med ett kraftigt ökat utbud av nyproducerade bostadsrätter, i synnerhet i Stockholm. Prisnedgången för småhus i landet som helhet har inte varit lika kraftig, vilket också syns i till exempel Småhusbarometern (se diagram 1:12).

De något lägre bostadspriserna väntas leda till lägre bostadsinvesteringar men påverkar BNP-tillväxten framför allt på lite sikt.¹² En viss dämpning kan dock redan skönjas i byggproduktionen (se diagram 3:9). Samtidigt är förtroendet inom byggsektorn fortsatt högt och byggföretagen mer optimistiska än normalt om byggandet de närmaste månaderna.

Fortsatt hög efterfrågan på arbetskraft

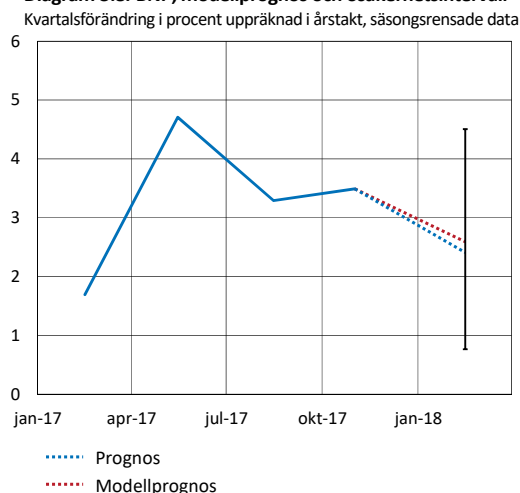
I januari utvecklades både antalet sysselsatta och antalet i arbetskraften relativt svagt och arbetslösheten enligt Arbetskraftsundersökningarna (AKU) var oförändrad på 6,5 procent i säsongsrensade termer. I februari steg däremot antalet sysselsatta mycket snabbt och arbetslösheten föll kraftigt. Enskilda månadsutfall är dock osäkra och bör tolkas med försiktighet. I mars återgick arbetslösheten till en högre nivå på 6,2 procent. Sammantaget blev dock arbetslösheten under första kvartalet i genomsnitt lägre än prognosen i februari. Arbetslösheten enligt Arbetsförmedlingen har inte minskat i samma omfattning. Nedgången det första kvartalet enligt AKU bedöms delvis vara tillfällig och arbetslösheten väntas bli något högre det andra kvartalet (se diagram 3:10).

Det råder fortfarande stora skillnader mellan arbetsmarknadsläget för utrikes och inrikes födda. Bland inrikes födda var arbetslösheten 3,8 procent under första kvartalet medan den uppgick till nästan 15 procent bland utrikes födda. Nedgången i arbetslösheten de senaste åren har framför allt berott på att arbetslösheten minskat bland inrikes födda (se diagram 3:10). Att arbetslösheten bland utrikes födda inte minskat mer beror delvis på att det varit ett stort inflöde i befolkningen och arbetskraften de senaste åren. 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.

Framåtblickande indikatorer tyder samtidigt på att efterfrågan på arbetskraft kommer att vara god även framöver. Anställningsplanerna i näringslivet enligt Konjunkturbarometern var oförändrade i mars efter att ha fallit i februari. Anställningsplanerna är fortsatt på en hög nivå och indikerar en snabb tillväxt i sysselsättningen på kort sikt (se diagram 3:11).

¹² Se fördjupningen "Minskat bostadsbyggande dämpar BNP-tillväxten" i Penningpolitisk rapport februari 2018.

Diagram 3:8. BNP, modellprognos och osäkerhetsintervall

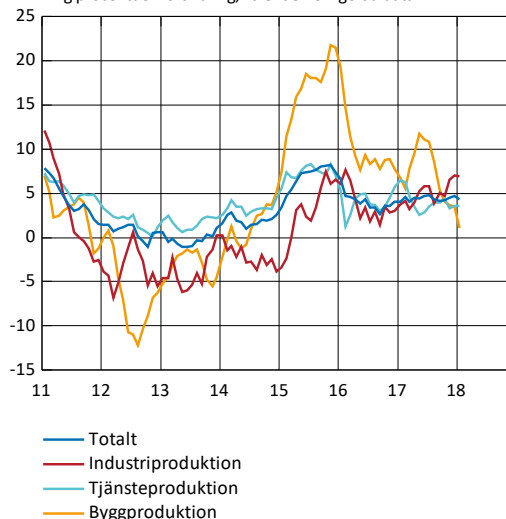


Anm. Modellprognosen är ett medelvärde av prognoser gjorda med olika statistiska modeller. Den vertikala linjen avser 50 procentigt osäkerhetsintervall baserat på modellernas historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:9. Månadsindikatorer för produktionen i näringslivet

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerad data

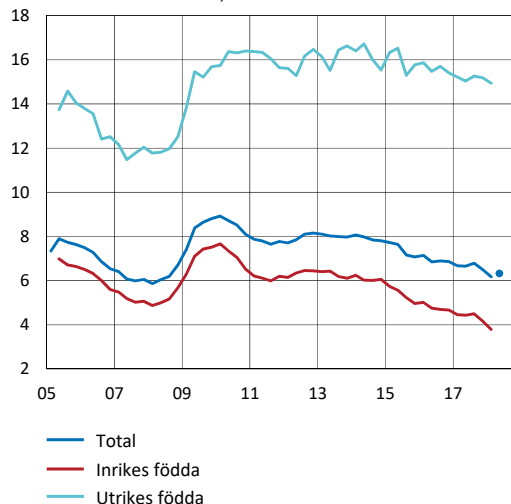


Anm. Produktionsvärdeindex med tre månaders glidande medelvärde.

Källa: SCB och Riksbanken

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

Procent av arbetskraften, 15–74 år



Anm. Pricken avser prognos för arbetslösheten.

Källor: SCB och Riksbanken

Antalet nyanmälda lediga platser hos Arbetsförmedlingen steg i mars och är också på en hög nivå.

Resursutnyttjandet i ekonomin högre än normalt

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar normalt sett utvecklingen av löner och priser med viss fördröjning. Resursutnyttjandet i ekonomin är dock inte direkt observerbart utan måste uppskattas utifrån ett antal olika indikatorer och statistik.

Enligt Konjunkturbarometern har företagen under det senaste året uppgett att det råder stor brist på arbetskraft. Bristtalen är höga inom samtliga branscher inom näringslivet. Även andra indikatorer pekar på att mängden lediga resurser på arbetsmarknaden är liten. Bland annat är vakansgraden som mäter andelen obemannade jobb som behöver tillsättas omedelbart på en hög nivå och den genomsnittliga rekryteringstiden i näringslivet är lång. Även kapacitetsutnyttjandet inom industrin är högt i ett historiskt perspektiv (se diagram 3:12).

Sammantaget bedömer Riksbanken att resursutnyttjandet i ekonomin är högre än normalt, vilket även stöds av Riksbankens resursutnyttjandeindikator som är klart högre än normalt.

Svagt stigande löneökningstakt

Sedan den förra penningpolitiska rapporten publicerades har preliminära utfall för konjunkturlönestatistiken publicerats till och med december 2017 för hela ekonomin och till och med januari 2018 för den offentliga sektorn. Utfallen indikerar att löneökningstakten var 2,5 procent i fjol, vilket är i linje med prognosen i februari. Den preliminära löneökningstakten pekar på att lönerna under fjolåret stigit snabbare i den offentliga sektorn än i näringslivet. Inom den offentliga sektorn är det framför allt löneutvecklingen i kommunerna som varit hög, medan löneökningstakten inom handeln bidragit till att hålla tillbaka näringslivets löner. Jämfört med det starka konjunkturläget har löneökningstakten sammantaget varit måttlig. Riksbanken bedömer att lönerna både inom näringslivet och inom den offentliga sektorn kommer att stiga något under inledningen av 2018.

Nationalräkenskaperas timlöner och arbetskostnader, det vill säga summan av löner och arbetsgivaravgifter, utvecklades också relativt svagt 2017. Men en svag tillväxt i produktiviteten medförde samtidigt att arbetskostnaderna per producerad enhet utvecklades i linje med sitt historiska genomsnitt.

Diagram 3:11. Sysselsättning och anställningsplaner

Årlig procentuell förändring respektive netttotal, säsongsrensade data

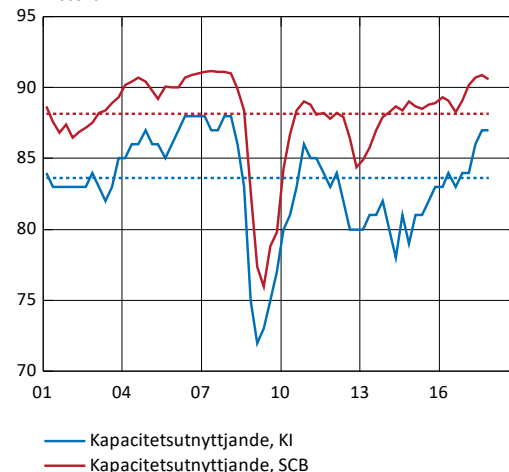


Anm. Anställningsplaner avser förväntningar om antal anställda i näringslivet på tre månaders sikt, framflyttade ett kvartal. Anställningsplaner för kv1 2018 avser ett genomsnitt av månadsutfallen för januari–mars 2018.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 3:12. Kapacitetsutnyttjande inom industrin

Procent



Anm. Både KI:s och SCB:s mått på kapacitetsutnyttjande är säsongsrensade. För SCB är serien även kalenderjusterad. Medelvärde sedan 1996.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Konjunktoren i omvärlden blir allt starkare. I de utvecklade ekonomierna fortsätter resursutnyttjandet att stiga de kommande åren med gradvis stigande löner och inflation som följd. Konjunkturläget i Sverige är också starkt och tillväxten har varit hög i flera år. Nedgången i bostadspriserna medför dock lägre bostadsinvesteringar framöver och sammantaget dämpas BNP-tillväxten de kommande åren. Läget på arbetsmarknaden är gynnsamt men de lediga resurserna bedöms vara knappa, vilket väntas medföra att löneökningstakten stiger gradvis framöver. Utfall den senaste tiden tyder på att det underliggande inflationstrycket är något lägre och prognosen för KPIF exklusive energipriser är nedreviderad i år. Kronan har samtidigt försvagats, vilket medför att inflationen tillfälligt väntas öka något snabbare från slutet av året och nästa år. Samtidigt bidrar det höga resursutnyttjandet, via ökade arbetskostnader och marginaler, samt något högre inflation i omvärlden positivt till inflationsutvecklingen framöver. Sammantaget väntas inflationen mätt med KPIF, i likhet med i februari, uppgå till strax under 2 procent det närmaste året för att sedan vara nära 2 procent.

Omvärlden

Allt starkare internationell konjunktur

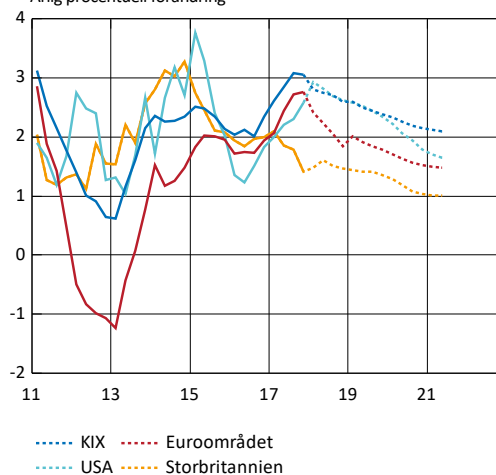
Tillväxten i de flesta länder stärktes under 2017 och global BNP väntas ha ökat med 3,7 procent i fjol, vilket är den snabbaste ökningstakten sedan 2011. Både industriproduktion och investeringar växte i snabb takt under fjolåret, vilket även medförde att den globala handeln ökade.

Konjunkturuppgången i omvärlden väntas fortsätta (se diagram 4:1). I de utvecklade ekonomierna har arbetslösheten fallit tillbaka de senaste åren (se diagram 4:2). I takt med att resursutnyttjandet fortsätter att stiga och penningpolitiken blir mindre expansiv väntas BNP-tillväxten i omvärlden (sammanvägd med vikterna i kronindex, KIX) successivt dämpas, från nästan 3 procent i år till drygt 2 procent 2020. BNP-tillväxten i de framväxande ekonomierna väntas emellertid förbli hög, vilket medför att den globala BNP-tillväxten sammantaget uppgår till nästan 4 procent i genomsnitt under perioden 2018–2020.

Stark konjunktur i USA

Tillväxten i USA har varit relativt stark de senaste åren. Såväl hushåll som företag är optimistiska, vilket indikerar att tillväxten kommer att bli fortsatt hög på kort sikt. Bilden stöds även av den starka arbetsmarknaden. De nyligen fattade besluten om skattesänkningar och ökade offentliga utgifter väntas höja tillväxten i år och nästa år. De finansiella förhållandena fortsätter att vara gynnsamma för tillväxten, även om de blir mindre expansiva när Federal Reserve fortsätter att höja räntan och minska sitt tillgångsinnehav. Sammantaget väntas tillväxten i USA öka till nästan 3 procent i år för att sedan dämpas till drygt 2 procent per år 2019 och 2020.

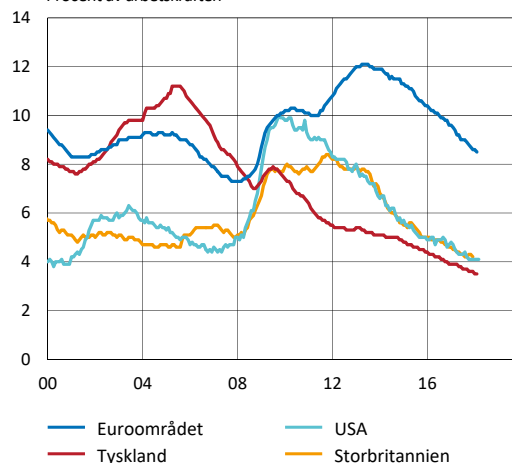
Diagram 4:1. BNP i olika länder och regioner
Årlig procentuell förändring



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

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

Diagram 4:2. Arbetslöshet i omvärlden
Procent av arbetskraften



Källa: OECD

Det finns dock frågetecken kring utvecklingen i USA. Den expansiva finanspolitiken väntas medföra svagare offentliga finanser och högre statsskuld, vilket på sikt kan dämpa tillväxten. I ett dåligt scenario, med kraftigt stigande räntor och stora svängningar i den amerikanska dollarn, kan effekterna bli påtagliga. Riksbanken bedömer att de aviserade och delvis införda tullarna har begränsad inverkan på tillväxten.

Hög tillväxt i framväxande ekonomier

Tillväxten är fortsatt hög i de framväxande ekonomierna, i synnerhet i Asien och Östeuropa. Råvaruexporterande länder, såsom Ryssland och Brasilien, har gynnats av att såväl oljepriset som priset på flera andra råvaror har stigit sedan sommaren 2017 (se diagram 4:4). USA har nyligen infört nya sanktioner mot Ryssland vilket medfört turbulens på de ryska finansmarknaderna. Sanktionerna kan utgöra en risk för den pågående återhämtningen i den ryska ekonomin.

I Kina uppgick tillväxten till nästan 7 procent i fjol. För 2018 har regeringen, liksom föregående år, ett tillväxtmål på runt 6,5 procent och ombalanseringen mot en mer konsumtions- och tjänstedriven tillväxt fortgår. Tillväxten väntas sammantaget bli gradvis lägre framöver och uppgå till cirka 6 procent 2020. Den höga kreditillväxten sedan finanskrisen medför samtidigt risker för tillväxten i Kina på sikt. I linje med bedömningen för USA väntas de aviserade och delvis införda tullarna ha begränsad inverkan på tillväxten.

God tillväxt i euroområdet men dämpning i Storbritannien

Förtroendet bland såväl hushåll som företag i euroområdet har minskat något de senaste månaderna, men ligger fortsatt på en hög nivå. Trots svag detaljhandel och industriproduktion under inledningen av året indikerar det höga förtroendet en BNP-tillväxt över det normala för helåret 2018. De kommande åren bedöms tillväxten i större utsträckning drivas av högre investeringar och export. I takt med att resursutnyttjandet stiger och de uppdämda behoven av konsumtion och investeringar tillgodoses, dämpas tillväxten (se diagram 4:1). Penningpolitiken i euroområdet är fortsatt expansiv och det är först senare under prognosperioden som penningpolitiken och de finansiella förhållandena väntas bli mindre expansiva.

Tillväxten i Storbritannien har dämpats successivt de senaste åren (se diagram 4:1). Detta beror troligen delvis på beslutet att lämna EU. Den kraftiga försvagningen av pundet i samband med folkomröstningen har visserligen inneburit att exporten gynnats, men detta har motverkats av en svagare tillväxt i den inhemska efterfrågan med dämpad hushållskonsumtion och investeringar. Att EU och Storbritannien nyligen har kommit överens om att landet ska stanna kvar i den inre marknaden fram till och med 2020 ger lite andrum, men utgör ingen lösning på Storbritanniens framtida förhållande till EU. Tillväxten väntas dämpas ytterligare de kommande åren.

Tecken på stigande löneökningstakt i omvärlden

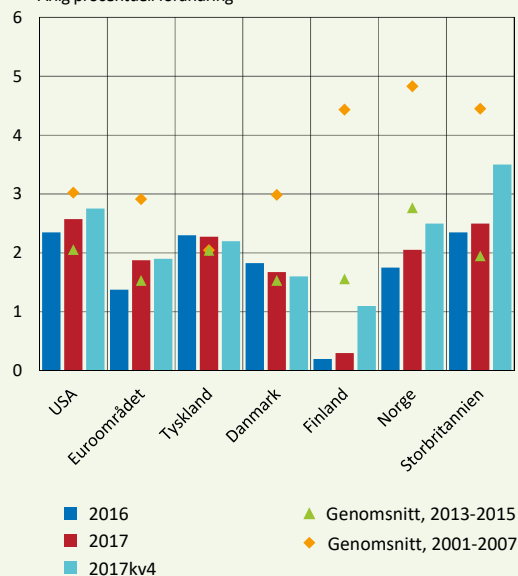
I förhållande till arbetslösheten har löneutvecklingen i många utvecklade ekonomier varit dämpad efter finanskrisen, framför allt de senaste åren när arbetslösheten har fallit. I varierande grad kan utvecklingen förklaras av faktorer såsom låg produktivitetstillväxt, lediga resurser på arbetsmarknaden utöver de arbetslösa (exempelvis ofrivilligt deltidsarbete), samt låga inflationsförväntningar (se exempelvis kapitel 2 "Recent wage dynamics in advanced economies" i *World Economic Outlook October 2017*, IMF).

Det finns dock tecken på att löneutvecklingen i omvärlden är på väg upp (se diagram 4:3). I USA har löneökningstakten stigit trendmässigt i flera år och utvecklingen har tilltagit den senaste tiden. Löneutvecklingen i euroområdet är sammantaget fortsatt svag, men den har stigit sedan 2016. De nya löneavtalen inom den tyska industrin indikerar också en högre löneökningstakt framöver. Avtalen har varit vägledande för de nya löneavtalen inom den offentliga sektorn och de kommer sannolikt även vara vägledande för resterande avtalsområden i Tyskland. Även i Storbritannien vittnar utfall för den senaste tiden om en stigande löneökningstakt.

Utvecklingen i de nordiska grannländerna är emellertid inte entydig. I Danmark har löneökningstakten i princip varit oförändrad på en relativt låg nivå i flera år. I Norge har löneökningstakten framför allt varit svag sedan oljepriset föll 2015, vilket bidrog till en sämre utveckling i norsk ekonomi. Därefter har löneökningstakten tagit lite mer fart och förväntningarna i Norge hos arbetsmarknadens parter pekar på en starkare löneutveckling i år. I Finland har lönerna utvecklats mycket svagt de senaste åren, delvis till följd av konkurrenskraftsavtalet som slöts i fjol som bland annat innefattade nollavtal. De nya löneavtal som slutits för de kommande åren i Finland är högre, men indikerar likväl en relativt låg löneökningstakt.

Diagram 4.3. Löner i omvärlden

Årlig procentuell förändring



Anm. Avser lön per timme i näringslivet.

Källor: Bureau of Economic Analysis och Eurostat

Långsamt stigande inflation i omvärlden

Under 2016 och 2017 steg KPI-inflationen i omvärlden, främst för att oljepriserna steg (se diagram 4:4 och 4:5). Den underliggande inflationen har samtidigt utvecklats relativt svagt.

I euroområdet har den underliggande inflationen varit i stort sett oförändrad det senaste året. Det finns dock indikationer på att kostnadstrycket är på väg upp (se faktaruta "Tecken på stigande löneökningstakt i omvärlden").

Inflationen i euroområdet väntas stiga gradvis i takt med att resursutnyttjandet och löneökningstakten stiger ytterligare, men den underliggande inflationen väntas likväl förbli relativt måttlig. Inflationen i Storbritannien har samtidigt varit hög det senaste året till följd av den tidigare försvagningen av pundet, men väntas falla tillbaka i år då effekterna av försvagningen faller bort. I USA visar den underliggande inflationen tecken på att öka något snabbare. Utvecklingen väntas fortsätta mot bakgrund av att resursutnyttjandet blir alltmer ansträngt.

Sammantaget väntas den underliggande inflationen i omvärlden stiga något, men ändå förbli relativt måttlig.

Svag krona under inledningen av 2018

Kronans växelkurs har försvagats under inledningen av året, i både nominella och reala termer (se diagram 4:6). I viss utsträckning beror det på förändringar i förväntningarna om den framtida penningpolitiken i Sverige relativt omvärlden, men även på andra faktorer, framför allt ökad oro och volatilitet på de finansiella marknaderna. Riksbankens prognos bygger på att dessa andra faktorer kommer att klinga av framöver. Utvecklingen av växelkursen de kommande åren beror bland annat på hur konkurrenskraftig den svenska ekonomin är och på hur penningpolitiken i Sverige och omvärlden utformas. Den starka realekonomiska utvecklingen i Sverige jämfört med omvärlden talar för att kronan på längre sikt bör vara starkare än dagens nivå. Sammantaget väntas kronan förstärkas under de kommande åren. Hur snabbt förstärkningen kommer att ske är dock osäkert och jämfört med prognosen i februari väntas kronan vara något svagare även på sikt.

Sverige

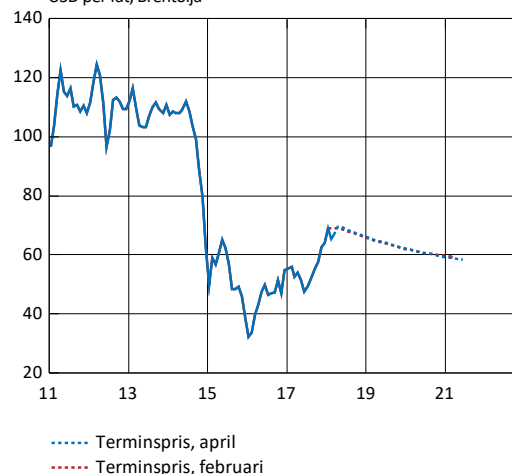
Stark konjunktur men tillväxten mattas av

Svensk ekonomi har utvecklats starkt i flera år. I fjol dämpades tillväxten något, och var relativt normal i relation till befolkningsutvecklingen (se diagram 4:7).¹³ Utvecklingen de senaste åren förklaras bland annat av stora bostadsinvesteringar och en återhämnning på svenska exportmarknader (se diagram 4:8). Sammantaget har det inneburit att resursutnyttjandet stigit och bedöms vara högre än normalt.

¹³ Här används BNP per invånare i arbetsför ålder eftersom arbetskraften, som är nära förknippad med storleken på den arbetsföra befolkningen, är en viktig produktionsfaktor. BNP per invånare totalt har utvecklats svagare de senaste åren, framförallt eftersom andelen äldre i befolkningen, och den demografiska försörjningsbördan, har ökat.

Diagram 4:4. Pris på råolja

USD per fat, Brentolja

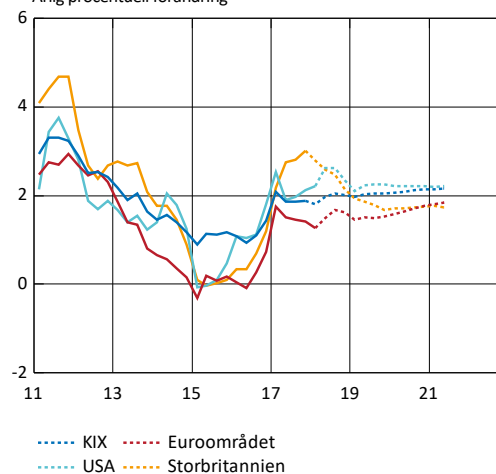


Anm. Terminspriserna är beräknade som ett 15-dagars genomsnitt. Utfallet avser månadsgenomsnitt av spotpriser.

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 4:5. Inflation i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring

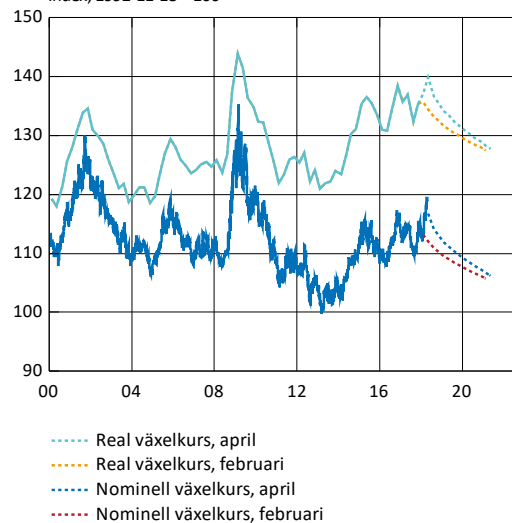


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

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

Diagram 4:6. Real och nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100



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

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

I år väntas tillväxten bli relativt hög, delvis för att exporten ökar snabbare men även för att regeringen, med beslutade och aviserade åtgärder i budget- och vårpropositionen, väntas genomföra reformer som bidrar till att den offentliga konsumtionen ökar. Därefter dämpas tillväxten något, bland annat för att den svagare prisutvecklingen på bostadsmarknaden bidrar till att bostadsinvesteringarna minskar. Sammantaget väntas BNP öka med 2,6 procent i år varpå tillväxttakten dämpas till cirka 2 procent per år 2019 och 2020.

Högre efterfrågan på svensk export

I ett historiskt perspektiv är tillväxten på svenska exportmarknader inte särskilt stark. Det beror bland annat på att den trendmässiga tillväxten i många länder i omvärlden blivit lägre.¹⁴ Det förbättrade konjunkturläget på Sveriges exportmarknader bidrar likväl till en högre efterfrågan på svensk export (se diagram 4:9). Samtidigt som omvärldens efterfrågan väntas öka ligger kapacitetsutnyttjandet inom den svenska industrin på en hög nivå (se diagram 3:12). Det medför att näringslivet behöver öka sina investeringar för att kunna möta den ökade efterfrågan, vilket bidrar positivt till BNP-tillväxten.

Utvecklingen på bostadsmarknaden dämpar tillväxten

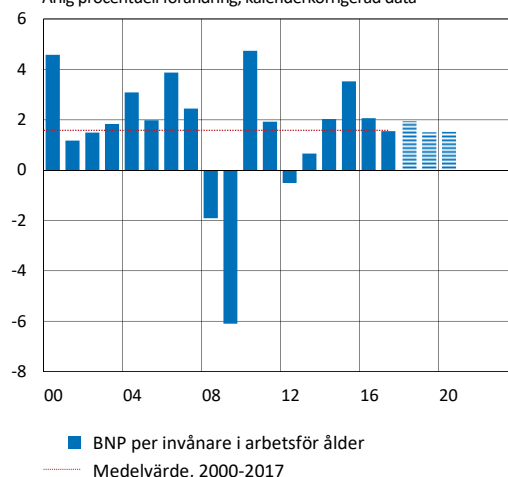
Bostadsinvesteringarna har ökat mycket snabbt de senaste åren och i fjol påbörjades ungefär 64 000 bostäder, vilket är ett historiskt högt byggande. Den mycket snabba uppgången i utbudet av bostäder, i synnerhet inom vissa segment av marknaden, bedöms ha bidragit till den nedgång i bostadspriserna som skett sedan hösten 2017. Efterfrågan på bostäder väntas ändå vara fortsatt stark till följd av bland annat stigande sysselsättning och fortsatt låga räntor. Eftersom utbudet också väntas växa långsammare framöver beräknas bostadspriserna stabiliseras i år för att därefter stiga i måttlig takt. Även om prisnedgången väntas bli relativt måttlig medför den att bostadsinvesteringarna minskar, vilket dämpar BNP-tillväxten (se diagram 4:8). Jämfört med prognosen i februari utvecklas bostadsinvesteringarna något svagare.¹⁵

Effekterna av de lägre bostadspriserna på hushållens konsumtion väntas bli måttliga. I år bidrar finanspolitiken till att hushållens inkomster ökar i relativt god takt, bland annat genom höjt barnbidrag och sänkt skatt för pensionärer. Hushållen har under en längre tid i allt större utsträckning ökat sitt sparande, i stället för att konsumera, och den så kallade sparkvoten har därför stigit avsevärt (se diagram 4:10). Framöver väntas hushållen spara mindre för att kunna fortsätta öka sin konsumtion i en historiskt normal takt när deras inkomster växer långsammare till följd av att sysselsättningstillväxten dämpas och bolåneräntorna stiger.

¹⁴ I många utvecklade ekonomier började den potentiella tillväxten att sakta in redan före finanskrisen, framför allt till följd av lägre produktivitetstillväxt. Efter finanskrisen har inbromsningen varit mer accentuerad och har i de utvecklade ekonomierna i större utsträckning även drivits av den demografiska utvecklingen, se kapitlet "Where are we headed? Perspectives on potential output" i *World Economic Outlook April 2015*, IMF.

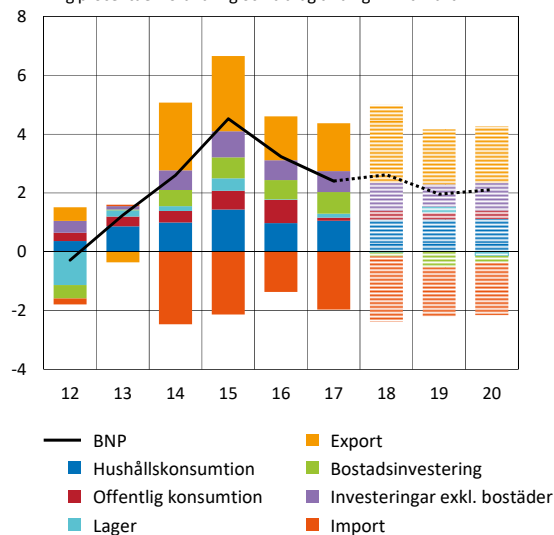
¹⁵ För en diskussion om utvecklingen i bostadsinvesteringarna, se fördjupningen "Minskat bostadsbyggande dämpar BNP-tillväxten" i Penningpolitisk rapport februari 2018.

Diagram 4:7. BNP per invånare i arbetsför ålder, 15–74 år
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerad data



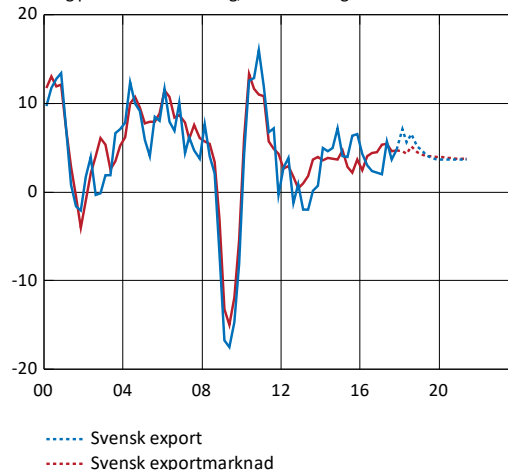
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:8. Bidrag till BNP-tillväxt
Årlig procentuell förändring och bidrag till årlig BNP-tillväxt



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:9. Export och svensk exportmarknad
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

Hushållens skulder fortsätter att öka

Historiskt har en svagare utveckling i bostadspriserna inneburit att hushållens skulder ökat långsammare. Att skulderna ändå väntas fortsätta stiga beror bland annat på att den som köper en bostad idag i genomsnitt betalar ett betydligt högre pris än tidigare. De lån som bidrar till att finansiera bostadsköp idag kan därför väntas bli högre än ett genomsnittligt bostadslån bland befintliga bostadsägare. Omsättningen av bostäder bidrar därmed till att hushållens skulder ökar. Eftersom nyproduktionen är på en historiskt hög nivå ökar dessutom antalet bostadsägare med bostadslån jämförelsevis snabbt.

Sammantaget väntas hushållens skulder fortsätta att växa snabbare än deras disponibla inkomster och den så kallade skuldkvoten ökar ytterligare till drygt 190 procent under 2021 (se diagram 1:13). Ny statistik tyder på att utlåningen har fortsatt att öka i mer eller mindre oförändrad takt de senaste månaderna. Det har medfört att skulderna antas stiga lite snabbare än i prognosen i februari.

Utvecklingen av arbetskraftsutbudet dämpas

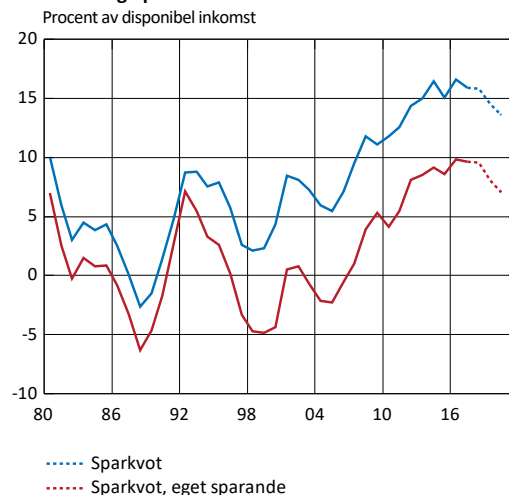
Utvecklingen på arbetsmarknaden har varit mycket stark i flera år och både arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden har stigit till historiskt höga nivåer. Det är både ett resultat av utbudsstimulerande reformer och av hög efterfrågan, men även av förbättrad hälsa och längre medellivslängd. Bland inrikes födda är arbetskraftsdeltagandet nu mycket högt. I åldersgruppen 25–54 år uppgick det till drygt 93 procent i fjol (se diagram 4:11). Arbetskraftsdeltagandet bland utrikes födda har också stigit, men är fortsatt lägre än bland inrikes födda (se faktarutan "Ökat arbetskraftsdeltagande bland utrikes födda"). Även om arbetskraftsdeltagandet fortsätter att stiga bland utrikes födda väntas tillväxten i det samlade arbetskraftsutbudet och sysselsättningen dämpas de kommande åren. Det är en följd av att befolkningstillväxten bland personer i arbetsför ålder dämpas (se diagram 4:12), och av att arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden i många grupper redan ligger på historiskt höga nivåer.

Resursutnyttjandet högre än normalt de kommande åren

I takt med att sysselsättningsgraden har stigit och arbetslösheten minskat har det blivit allt svårare för företagen att hitta den personal de söker. Exempelvis är andelen företag som rapporterar brist på arbetskraft i Konjunkturbarometern på en mycket hög nivå. Det höga resursutnyttjandet återspeglas även i det faktum att en stor andel av rekryteringarna nu sker bland de som redan har en anställning. Detta väntas påverka den lokala lönebildningen och medföra stigande löneökningar utöver centrala avtal.

Arbetslösheten är förvisso fortfarande relativt hög, men sammansättningen av gruppen arbetslösa har förändrats och i dagsläget består den i stor utsträckning av personer som hi-

Diagram 4:10. Hushållens sparkvot med och utan kollektivt försäkringsparande



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

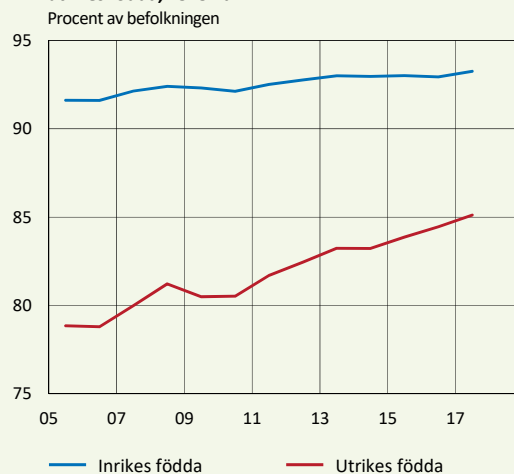
Källor: SCB och Riksbanken

Ökat arbetskraftsdeltagande bland utrikes födda

Arbetskraftsdeltagandet har ökat trendmässigt bland både inrikes och utrikes födda. Visserligen är det fortfarande lägre bland utrikes födda än bland inrikes födda i enskilda åldersgrupper, men arbetskraftsdeltagandet bland utrikes födda har över tid närmast sig arbetskraftsdeltagandet bland inrikes födda (se diagram 4:11). Skillnaden mot inrikes födda har minskat bland både personer födda i Europa och utanför Europa, men framför allt bland män. Även arbetskraftsdeltagandet bland kvinnor födda i Europa har närmast sig inrikes födda kvinnors, medan utvecklingen bland kvinnor födda utanför Europa har gått långsammare. Där är skillnaden mot inrikes födda alltså mycket stor.

Arbetskraftsdeltagandet bland utrikes födda kommer sannolikt att fortsätta att stiga och närma sig inrikes födda, bland annat för att inflödet av nyanlända väntas vara lägre de kommande åren och för att arbetskraftsdeltagandet historiskt har stigit med antalet år i landet. Det är visserligen osäkert i vilken takt och omfattning det kommer att ske, men Riksbanken antar att utvecklingen kommer att fortsätta, om än i en något långsammare takt än det senaste decenniet. Jämfört med bedömningen i februari är det en något snabbare takt och den trendmässiga utvecklingen av antalet arbetade timmar är därmed något uppreviderad.

Diagram 4:11. Arbetskraftsdeltagande bland inrikes och utrikes födda, 25–54 år



Källa: SCB

storiskt haft relativt svårt att få ett arbete. Riksbanken bedömer därför att arbetslösheten inte kommer att minska särskilt mycket mer framöver (se diagram 4:13). Sysselsättningsgraden antas samtidigt kunna stiga något ytterligare från en redan mycket hög nivå till följd av att arbetskraftsutbudet väntas fortsätta att öka. Minskningen i bostadsinvesteringarna medför samtidigt att resursutnyttjandet blir något lägre de kommande åren, men det förblir högre än normalt (se diagram 4:14).

Stramare arbetsmarknad medför att lönerna stiger snabbare

För en stor del av arbetsmarknaden gäller de treåriga kollektivavtal, med avtalade lönehöjningar på i genomsnitt 2,1 procent per år, som träffades under fjolåret. Nästa stora avtalsrörelse inleds under andra halvåret 2019 och kommer att pågå under stora delar av 2020.

De kommande åren väntas det höga resursutnyttjandet på arbetsmarknaden bidra till att ökningstakten i löner utöver centrala avtal, och därmed totala löneökningar, gradvis stiger (se diagram 4:15). Att löneökningstakten kommer att stiga de kommande åren stöds även av att lönerna i omvärlden nu stiger något snabbare (se faktaruta "Tecken på stigande löneökningstakt i omvärlden"), en utveckling som väntas fortsätta.¹⁶ Utöver lön betalar företagen även lagstadgade arbetsgivaravgifter och löneskatter för sina anställda. I flera år har dessa stigit snabbare än lönerna, men under prognosperioden bedöms arbetskostnaden per timme, det vill säga summan av löner, arbetsgivaravgifter och löneskatter, stiga i ungefär samma takt som lönerna (se diagram 4:15).

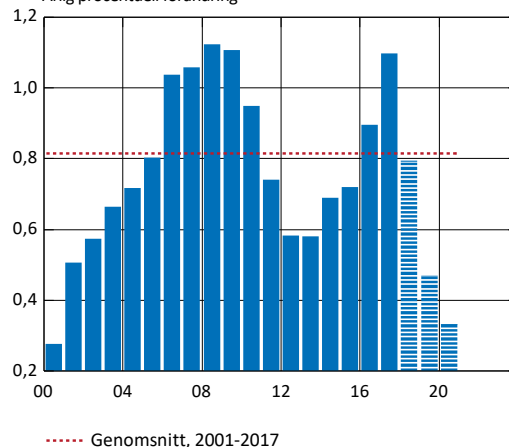
Kopplingen från löner till inflation går framför allt via kostnadstrycket, mätt med arbetskostnaderna per producerad enhet. Det innebär att även en relativt låg löneökningstakt kan vara inflationsdrivande om produktiviteten samtidigt utvecklas svagt. Ifjol steg både löner och produktivitet relativt måttligt, vilket medförde att kostnadstrycket steg med drygt 2 procent (se diagram 4:16). Även de kommande åren väntas arbetskostnaderna per producerad enhet stiga med cirka 2 procent per år, vilket är en relativt normal ökningstakt historiskt.

Inflationen strax under 2 procent det närmaste året

Rensat för energipriser har ökningstakten i KPIF dämpats något sedan i mitten av fjolåret och uppgick till 1,5 procent i mars. Det har dock skett en trendmässig uppgång i inflationen sedan 2014. Uppgången bedöms bero på att resursutnyttjandet i ekonomin stigit, vilket både har medfört stigande arbetskostnader och gjort det enklare för företagen att höja sina priser. Uppgången är delvis även en följd av tidigare kronförsvagningar som inneburit att priser på importerade varor och tjänster ökat. Den senaste tiden har även energipriserna ökat och ökningstakten i KPIF uppgick till 2,0 procent i mars.

¹⁶ När det senaste industriavtalet slöts framhöll parterna bland annat konkurrenskraften och kostnadsutvecklingen i omvärlden som viktiga faktorer, se "AVTAL 2017 - Industrins konkurrenskraft avgör", Teknikföretagen, 2016 och "Ekonomiska bedömningar Hösten 2016", Facken inom industrin, 2016.

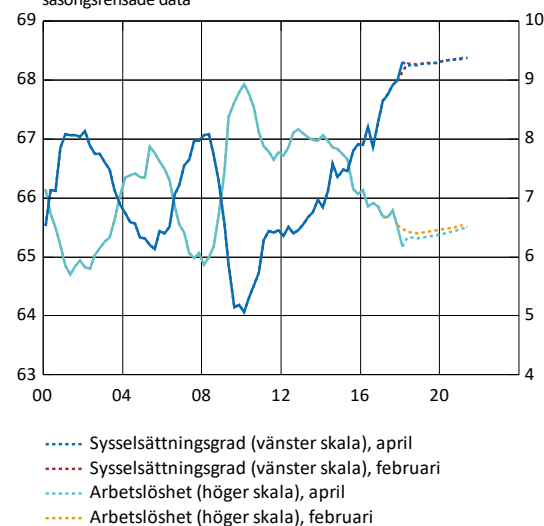
Diagram 4:12. Befolkningen i arbetsför ålder, 15–74 år
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

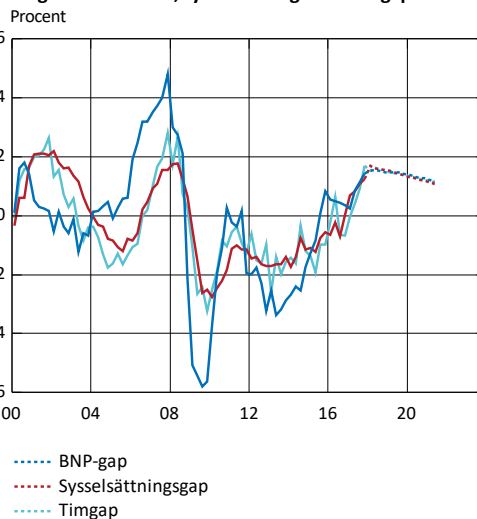
Diagram 4:13. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet

Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:14. BNP-, sysselsättnings- och timgap



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

Källor: SCB och Riksbanken

Under senare månader har kronan försvagats ytterligare, vilket medför att inflationen tillfälligt väntas öka något snabbare från slutet av året och nästa år. Kronan väntas dock stärkas från den nuvarande nivån, och därmed så småningom dämpa inflationsutvecklingen. Samtidigt som kronan stärks väntas dock det höga resursutnyttjandet fortsätta att bidra till ökande arbetskostnader och stigande inflation. Arbetskostnaderna per producerad enhet, som påverkar inflationen med viss fördröjning, har ökat relativt snabbt de senaste två åren och väntas fortsätta stiga med omkring 2 procent per år de kommande åren (se diagram 4:16). Det höga resursutnyttjandet möjliggör samtidigt för företagen att öka sina marginaler och vinstandelen i näringslivet väntas därmed stiga något framöver (se diagram 4:16).¹⁷ På samma gång stiger även inflationen i omvärlden något. Sammantaget bedömer Riksbanken att KPIF-inflationen kommer att uppgå till strax under 2 procent det närmaste året för att sedan vara nära 2 procent (se diagram 4:17). När reporäntan, och därmed också bostadsräntorna, börjar stiga ökar hushållens räntekostnader snabbare, vilket medför att KPI-inflationen blir högre än KPIF-inflationen.

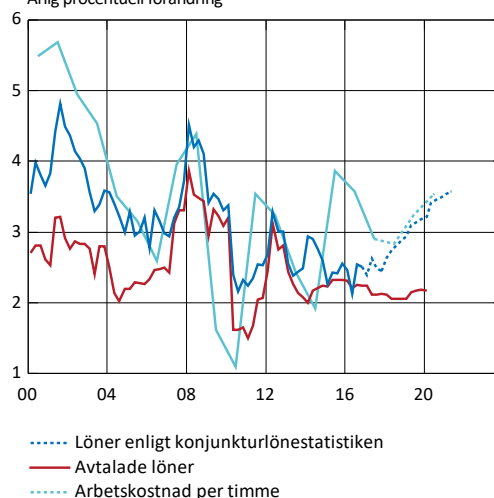
Nedreviderad prognos för KPIF exklusive energipriser i år

Liksom i den penningpolitiska rapporten i februari bedöms resursutnyttjandet vara fortsatt högt samtidigt som synen på inflationen i omvärlden i stort sett är oförändrad. Även synen på utvecklingen av arbetskostnaden per producerad enhet är nära prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari.

Jämfört med prognosen i februari har dock de senaste utfallen i KPIF exklusive energipriser varit lägre än väntat. Det är framför allt uppgången i tjänstepriserna som har dämpats och det underliggande inflationstrycket bedöms vara något lägre. Det har medfört att inflationen mätt med KPIF exklusive energipriser beräknas öka något långsammare i år. Samtidigt har kronan blivit svagare än i bedömningen i februari, och även om försvagningen i viss utsträckning bedöms vara tillfällig väntas kronan vara svagare även framöver. Det bidrar till att KPIF exklusive energipriser ökar något snabbare från slutet av året och nästa år. Till följd av det kalla vädret under inledningen av året har elpriserna samtidigt ökat oväntat mycket och bidrar till något högre inflation mätt med KPIF i år. Även drivmedelspriserna har ökat snabbare än väntat bland annat till följd av kronförsvagningen. Eftersom elpriserna inte väntas vara lika höga nästa år kommer de dock att bidra till en något lägre ökningstakt i KPIF nästa år. Sammantaget har dessa faktorer medfört att inflationen mätt med KPIF är marginellt reviderad under prognosperioden. Inflationen väntas därmed, liksom i februari, uppgå till strax under 2 procent det närmaste året för att sedan vara nära 2 procent.

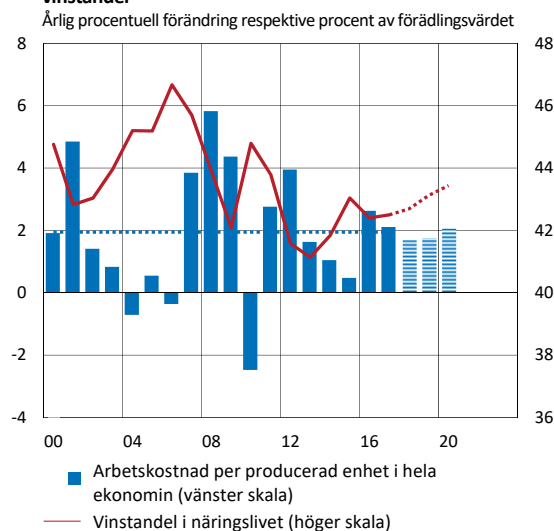
¹⁷ Att vinstandelen fortsatt är relativt låg beror delvis på att näringslivets sammansättning förändrats mot en större andel produktion i arbetskraftsintensiva branscher, se "Struktur-omvandling bakom nedgången i vinstandelen" i *Lönebildningsrapporten 2016*, Konjunkturinstitutet.

Diagram 4:15. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB och Riksbanken

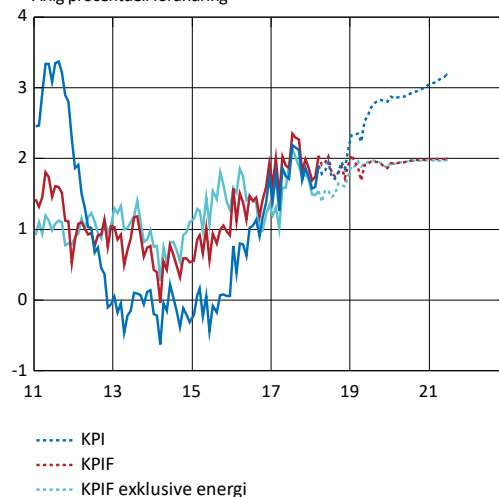
Diagram 4:16. Arbetskostnad per producerad enhet och vinstandel
Årlig procentuell förändring respektive procent av förädlingsvärdet



Anm. Vinstandelen avser driftöverskottet som andel av det totala förädlingsvärdet i näringslivet. Streckad linje avser genomsnitt för ökningstakten i arbetskostnad per producerad enhet (hela ekonomin) sedan 1994.

Källor: SCB, Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Diagram 4:17. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

FÖRDJUPNING – Växelkursen och inflationen

Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har kronans växelkurs försvagats med cirka 5 procent. Växelkursen påverkas av både mer långsiktiga strukturella faktorer och av faktorer av mer tillfällig karaktär. Ett exempel på en mer tillfällig faktor är om många marknadsaktörer börjar se mindre positivt på hur den svenska ekonomin kommer att utvecklas konjunktorellt och därför förväntar sig en mer expansiv penningpolitik i Sverige än i omvärlden. Men kronan kan också försvagas i orostider om marknadsaktörerna hellre väljer tillgångar i större, mer likvida valutor än svenska kronor. Vad som ligger bakom en växelkursförändring och hur länge denna förändring väntas bestå spelar roll för hur inflationen påverkas. Det är inte växelkursens utveckling i sig, utan hur den påverkar inflationen och konjunkturen som är i fokus för Riksbankens penningpolitik.

Växelkursen på kort och lång sikt

Många olika faktorer påverkar växelkursen. Några av dessa är av strukturell karaktär och påverkar därför växelkursen under lång tid. En trendmässigt snabbare produktivitetsutveckling i Sverige relativt omvärlden eller en mer varaktigt förbättring av det svenska bytesförhållandet (förhållandet mellan svenska exportpriser och svenska importpriser) borde till exempel bidra till en långvarigt starkare växelkurs. En annan strukturell faktor som kan påverka växelkursen under lång tid är en demografiskt driven förändring i bytesbalansen. Med en stor andel av befolkningen i åldrar som har högt sparande, blir överskottet i bytesbalansen vanligen större. Detta är förenligt med en svag växelkurs. När sedan sparandet i framtiden minskar förstärks växelkursen. Strukturella förändringar påverkar normalt utvecklingen i ekonomin endast gradvis och ger därför sällan upphov till stora och snabba förändringar i växelkursen.

Andra faktorer påverkar växelkursen under en kortare tid.¹⁸ Om exempelvis aktörer på de finansiella marknaderna ändrar sin syn på konjunktur- och inflationsutsikterna i Sverige relativt omvärlden kan detta påverka deras syn på penningpolitiken och växelkursen under en period. Dessutom brukar ökad oro och volatilitet på de finansiella marknaderna göra att kronan för en tid försvagas mot andra större och mer likvida valutor. Riksbanken bedömer att merparten av försvagningen av den svenska kronan som har skett sedan i februari just beror på förändringar i förväntningar på penningpolitiken samt oro och volatilitet på finansiella marknader.

Inget enkelt samband mellan växelkurs och inflation

Hur växelkursrörelser hänger samman med förändringar i inflationen beror på vad som orsakar växelkursrörelsen.¹⁹ Om exempelvis kostnadstrycket i ekonomin visar sig utvecklas svagare än väntat, med lägre inflation som följd, kan detta leda till förväntningar om en mer expansiv penningpolitik och därmed en svagare krona. Då kan kronan försvagas samtidigt som inflationen blir lägre än tidigare. Om växelkursen å andra sidan försvagas på grund av ökad finansiell oro eller andra faktorer som har mindre med svensk ekonomi att göra, kan inflationen istället bli högre framöver eftersom en svag krona då inte motverkas av andra effekter som pressar ned inflationen. I båda fallen bidrar en svagare krona till högre inflation, men i det första exemplet blir den samlade effekten lägre inflation.

Hur inflationen påverkas när kronan försvagas beror också på hur långvarig försvagningen förväntas vara.²⁰ En försvagning som tros hålla i sig under en längre tid gör att svenska företag förväntar sig högre kostnader för importerade insatsvaror under en ganska lång period framöver. För att undvika ett fall i vinstmarginalerna under lång tid kommer företagen sannolikt att vilja föra vidare kostnadsökningarna till sina kunder i Sverige. Dessutom ökar efterfrågan på svensk export i större utsträckning om kronan är svag under en längre tid, vilket får resursutnyttjandet och i förlängningen kostnadstrycket i Sverige att stiga. Därför kan en sådan försvagning få ett relativt stort genomslag på inflationen. En försvagning som väntas bli mer kortvarig kan i stället få företagen att avvakta med prishöjningar och låta vinstmarginalerna minska under en tid, för att behålla sina marknadsandelar. Då kan effekten på inflationen bli mer blygsam.

¹⁸ Resonemanget här avser egentligen den reala växelkursen, det vill säga den relativa prisnivån i gemensam valuta. För enkelhetens skull antas i denna fördjupning att alla variationer i den reala växelkursen orsakas av förändringar i nominell växelkurs. Det är förmodligen en bra approximation i varje fall i ett kortare perspektiv.

¹⁹ Se fördjupningen "Växelkursens genomslag på inflationen" i Penningpolitisk rapport december 2016.

²⁰ Se Penningpolitisk rapport juli 2013, kapitel 2.

Hur en försvagning av växelkursen hänger samman med inflationen beror således på en rad olika faktorer. Och eftersom faktorerna kan vara svåra att observera finns det alltid en hög grad av osäkerhet i bedömningen av sambandet mellan växelkurs och inflation.

Flera orsaker till en svagare krona sedan PPR februari

Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har kronan försvagats med cirka 5 procent, och försvagningen har skett mot många olika valutor (se diagram 4:18). Under samma period har marknadens förväntningar om penningpolitiken i Sverige skiftat i en mer expansiv riktning (se diagram 2:1). Även i vissa andra ekonomier har förväntningarna skiftat i mer expansiv riktning (till exempel euroområdet), men inte lika mycket som i Sverige. Och i andra länder har förändringarna i marknadens förväntningar varit små eller gått åt motsatt håll (till exempel USA).

De penningpolitiska förväntningarna i Sverige förändrades exempelvis när inflationen för januari visade sig vara lägre än vad Riksbanken väntade sig, och när protokollet från det penningpolitiska mötet i februari publicerades. Båda dessa händelser tolkades som att Riksbanken skulle föra en mer expansiv penningpolitik än den som signalerades i den penningpolitiska rapporten i februari. Vid båda dessa tillfällen försvagades kronan (se diagram 4:19).

Men kronan har också försvagats i samband med att volatiliteten på de internationella finansiella marknaderna har ökat. Ett exempel är när den amerikanska administrationen i slutet av mars annonserade tullar på vissa kinesiska varor och detta ledde till fallande börser i många länder. Det är inte ovanligt att kronan försvagas när oron ökar på internationella finansiella marknader eftersom marknadsaktörerna i sådana situationer i större utsträckning väljer tillgångar i större, mer likvida valutor.

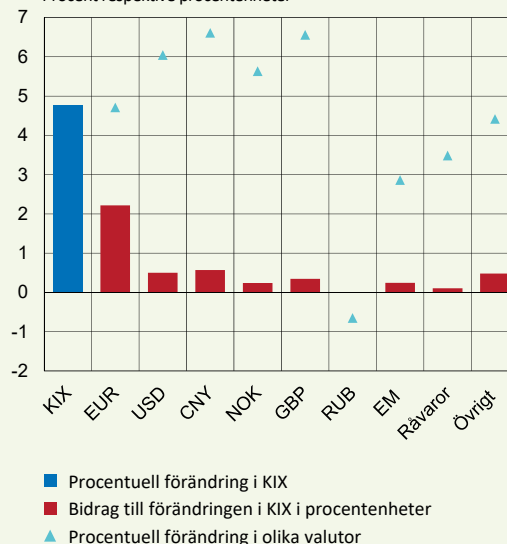
Försvagningen sedan den penningpolitiska rapporten i februari beror alltså på flera olika faktorer. Hur mycket respektive faktor har bidragit till att försvaga kronan är dock svårt att bedöma, och den samlade konsekvensen för inflationen framöver är osäker.

Kronan väntas vara svagare än i tidigare prognos de närmaste åren

Riksbankens prognos innebär att kronan väntas återhämta en del av de senaste månadernas försvagning under våren och sedan gradvis fortsätta att förstärkas under de närmaste åren. Jämfört med föregående bedömning är kronan dock svagare under hela prognosperioden. Det bidrar till att inflationen bedöms bli något högre än i föregående prognos, framförallt under 2019. Men bedömningen är mycket osäker, och genomslaget på inflationen kan både bli större och mindre än i prognosen.

Bedömningen att kronan på längre sikt bör vara starkare än dagens nivå delar Riksbanken med många andra bedömare. Hur snabbt kronan kommer att förstärkas och vilken nivå som är rimlig att vänta sig på längre sikt är dock också osäkert. Men det är inte kronans utveckling i sig, utan hur den påverkar inflationen och konjunkturen som är i fokus för Riksbankens penningpolitik.

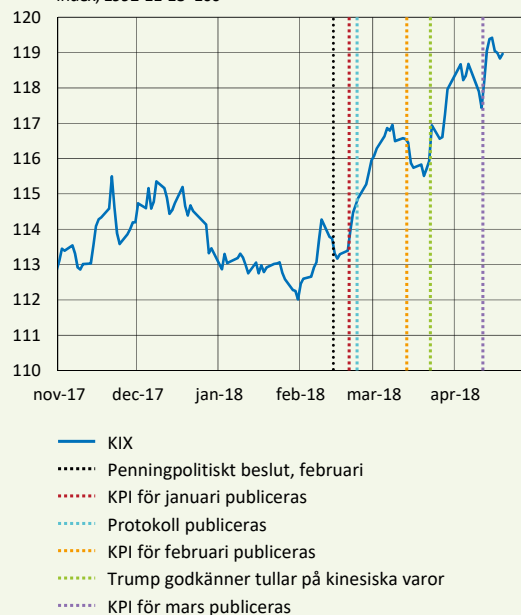
Diagram 4:18. Bidrag och förändring i KIX-växelkurser
Procent respektive procentenheter



Anm. Diagrammet visar förändring i KIX och bidrag från olika valutor mellan 2018-02-14 och 2018-04-24. EM avser Brasilien, Indien, Mexiko, Polen, Turkiet och Ungern. Råvaror avser Australien, Kanada och Nya Zeeland. Övrigt avser Danmark, Island, Japan, Schweiz, Sydkorea och Tjeckien.

Källor: Thomson Reuters och Riksbanken

Diagram 4:19. Kronans utveckling vid några händelser
Index, 1992-11-18=100



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

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos
Procent, kvartalsmedelvärden

	2017 kv 4	2018 kv 1	2018 kv 2	2019 kv 2	2020 kv 2	2021 kv2
Reporänta	-0,50	-0,50 (-0,50)	-0,50 (-0,50)	-0,13 (-0,02)	0,42 (0,49)	1,01

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2016	2017	2018	2019	2020
KPIF	1,4	2,0	1,9 (1,8)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)
KPIF exkl. energi	1,4	1,7	1,6 (1,7)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)
KPI	1,0	1,8	1,8 (1,7)	2,6 (2,6)	2,9 (3,1)
HIKP	1,1	1,9	1,8 (1,7)	1,9 (1,8)	1,9 (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)	-0,1 (0,0)	0,5 (0,6)
10-årsränta	0,5	0,7	0,9 (1,2)	1,7 (2,0)	2,4 (2,6)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	111,7	112,9	114,5 (111,6)	110,8 (108,7)	108,1 (106,9)
Offentligt finansiellt sparande*	1,2	1,1 (1,2)	0,9 (0,9)	0,9 (0,9)	0,8 (0,8)

** Procent av BNP. Utfallet för offentlig sparande 2017 reviderades upp till 1,3 procent av BNP i samband med att SCB publicerade EDP-statistik i slutet av mars. För att statistiken ska vara konsistent med andra prognosvariabler avser utfallet det som publicerades i samband med nationalräkenskaperna i slutet av februari.

Källor: SCB och Riksbanken

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

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

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen för 2018 enligt IMF. KIX-vikter avser vikter i Riksbankens kronindex (KIX) för 2018. Prognosen för BNP i världen är baserade på IMF:s prognoser för PPP-vikter. Prognosen för KIX-vägd BNP baseras på ett antagande om att KIX-vikterna kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de tidigare fem åren.

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

	2016	2017	2018	2019	2020
Styrränta i omvärlden, procent	-0,1	-0,1	0,1 (0,1)	0,3 (0,3)	0,7 (0,8)
Råoljepris, USD/fat Brent	45,1	54,8	67,8 (68,0)	64,1 (63,9)	60,7 (60,8)
Svensk exportmarknad	3,9	5,0 (4,7)	4,6 (4,5)	4,1 (3,9)	3,9 (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	2,4 (2,5)	2,5 (2,9)	2,5 (2,5)	2,5 (2,5)
Offentlig konsumtion	3,1	0,4 (0,4)	1,2 (1,4)	1,0 (1,0)	1,2 (1,2)
Fasta bruttoinvesteringar	5,6	6,0 (7,4)	3,3 (4,0)	0,9 (1,2)	2,8 (2,0)
Lagerinvesteringar*	0,0	0,1 (-0,1)	0,0 (-0,1)	0,2 (0,0)	-0,1 (0,0)
Export	3,3	3,7 (3,6)	5,9 (5,1)	4,1 (3,8)	4,1 (4,1)
Import	3,4	5,0 (5,1)	5,5 (5,0)	4,0 (3,8)	4,2 (4,2)
BNP	3,2	2,4 (2,5)	2,6 (2,8)	2,0 (1,8)	2,1 (2,1)
BNP, kalenderkorrigerad	3,0	2,7 (2,8)	2,7 (2,9)	2,0 (1,9)	1,9 (1,8)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	3,1	2,6 (3,0)	2,2 (2,6)	1,6 (1,7)	2,1 (1,9)
Nettoexport*	0,1	-0,3 (-0,4)	0,4 (0,3)	0,2 (0,2)	0,2 (0,1)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	4,7	4,0 (4,6)	4,0 (4,5)	4,0 (4,5)	3,9 (4,4)

* 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	0,8 (0,8)	0,5 (0,5)	0,3 (0,3)
Potentiellt arbetade timmar	1,0	0,9 (0,8)	0,8 (0,7)	0,6 (0,6)	0,5 (0,5)
Potentiell BNP	2,2	2,2 (2,2)	2,1 (2,1)	2,0 (2,0)	2,0 (1,9)
BNP, kalenderkorrigerad	3,0	2,7 (2,8)	2,7 (2,9)	2,0 (1,9)	1,9 (1,8)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	2,1	1,9 (1,8)	1,6 (1,6)	0,5 (0,5)	0,4 (0,4)
Sysselsatta, 15–74 år	1,5	2,3	1,4 (1,4)	0,5 (0,5)	0,4 (0,4)
Arbetskraft, 15–74 år	1,0	2,0	1,0 (1,1)	0,6 (0,5)	0,5 (0,5)
Arbetslöshet, 15–74 år*	6,9	6,7	6,3 (6,4)	6,4 (6,4)	6,4 (6,5)
BNP-gap**	0,5	0,9 (0,9)	1,5 (1,7)	1,4 (1,6)	1,3 (1,5)
Timgap**	-0,2	0,7 (0,6)	1,6 (1,5)	1,4 (1,4)	1,3 (1,4)

* Procent av arbetskraften. ** Avvikelse från Riksbanken bedömda trender.

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

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

* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken



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

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