

Penningpolitisk rapport

September 2018



Rättelse 7 september 2018

Förtydligande har gjorts i tabell 1:2.

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 5 september 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

Gynnsam konjunktur, svensk inflation vid målet 5

Den aktuella penningpolitiken 7

Osäkerhet och risker 9

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden 13

Utvecklingen internationellt 13

Finansiella förhållanden i Sverige 16

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget 18

Inflationen i Sverige 18

Global och svensk konjunktur 19

FÖRDJUPNING – Små effekter på produktionen och inflationen av sommarens torka och skogsbränder 23

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna 24

Omvärlden 24

Sverige 26

Tabeller 31

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

De samlade konjunkturutsikterna är i stort sett oförändrade sedan den penningpolitiska rapporten i juli och innebär att konjunktoren är fortsatt gynnsam i omvärlden och i Sverige. Men osäkerheten i världsekonomin fortsätter att vara stor. Snabbt stigande energipriser har bidragit till att driva upp KPIF-inflationen. Det höga resursutnyttjandet i svensk ekonomi innebär att förutsättningarna är fortsatt goda för att också den underliggande inflationen ska stiga. KPIF-inflationen väntas därför ligga kvar nära målet på 2 procent även när ökningstakten i energipriserna dämpas. Eftersom det är viktigt att konjunktoren fortsätter att vara stark och sätta avtryck i prisökningarna behöver penningpolitiken vara fortsatt expansiv. Direktionen har därför beslutat att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent. Utvecklas ekonomin som väntat finns det snart utrymme att långsamt minska stödet från penningpolitiken. Prognosen för reporäntan indikerar att reporäntan hålls oförändrad även vid det penningpolitiska mötet i oktober och därefter höjs med 0,25 procentenheter antingen i december eller i februari. Återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen fortsätter tillsvidare, enligt tidigare beslut. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Gynnsam konjunktur, svensk inflation vid målet

Gynnsam omvärldskonjunktur men fortsatt osäkerhet

Den globala konjunktoren är fortsatt gynnsam, även om fjolårets höga tillväxttakter har följts av en mer dämpad utveckling under första halvåret i år. Flera faktorer talar för att den goda globala tillväxten ska bestå. Exempelvis är företagens och hushållens förtroende högt och situationen på arbetsmarknaden fortsätter att förbättras i de flesta länder. De finansiella förhållandena är också generellt sett fortsatt fördelaktiga för tillväxten, med låga räntor och goda kreditvillkor för såväl hushåll som företag.

Det senaste årets stigande oljepris har bidragit till högre inflation i omvärlden. Framöver väntas oljepriset sjunka något, vilket innebär att även inflationen faller tillbaka en del. Men i takt med att resursutnyttjandet blir mer ansträngt och löneökningstakten stiger beräknas inflationstrycket tillta så att inflationen i omvärlden blir strax under 2 procent mot slutet av prognosperioden. I vissa länder, där den ekonomiska utvecklingen varit stark och inflationen är något över centralbankernas inflationsmål, pågår redan en normalisering av penningpolitiken genom styrräntehöjningar och minskade tillgångsinnehav. Den Europeiska centralbanken (ECB) utökar däremot fortfarande sitt tillgångsinnehav och har kommunicerat att den inte kommer att börja höja sin styrränta förrän efter nästa sommar.

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Den globala konjunktoren fortsätter att stärkas men osäkerheten består. Långsam normalisering av penningpolitiken i omvärlden mot bakgrund av måttligt inflationstryck.
Växelkursen förstärks gradvis de kommande åren.
Resursutnyttjandet i svensk ekonomi fortsatt högt framöver.
Inflationsförväntningar och KPIF-inflation nära 2 procent. Men tillfälligt höga energipriser har bidragit till att driva upp KPIF-inflationen. Underliggande inflation är mer dämpad men väntas stiga framöver.
Slutsats: För att inflationen ska vara nära målet även framöver behöver penningpolitiken vara fortsatt expansiv. Reporäntan behålls oförändrad på -0,50 procent och långsamma höjningar av reporäntan väntas inledas i december eller februari, förutsatt att ekonomin utvecklas som förväntat. Återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar i Riksbankens obligationsportfölj fortsätter.

Tabell 1:2.

Viktiga prognosrevideringar sedan den penningpolitiska rapporten i juli
Uppreviderad prognos för svensk BNP-tillväxt 2018, till följd av överraskande högt utfall andra kvartalet. Högre resursutnyttjande under prognosperioden.
Svagare krona under hela prognosperioden.
Snabbare ökningstakt i energipriserna det närmaste året.
Rensat för energipriser är inflationen något nedreviderad, till följd av lägre utfall än väntat och lägre prognos för löneökningstakten.
Sammantaget är prognosen för KPIF-inflationen något uppreviderad 2018 och något nedreviderad andra halvåret 2019. På längre sikt är den oförändrad.

Trots de i grunden gynnsamma konjunkturutsikterna är osäkerheten kring omvärldsutvecklingen är fortsatt stor. Handelskonflikten mellan USA och Kina har förvärrats under sommaren, och även om effekterna på den globala ekonomin bedöms bli begränsade kan konsekvenserna bli mer allvarliga om konflikten eskalerar eller sprider sig till andra länder. Det finns också risker kopplade till hållbarheten i de offentliga finanserna i till exempel Italien och flera tillväxtländer uppvisar problem i termer av bland annat hög inflation, stora underskott i bytesbalansen och politisk instabilitet. Risker som dessa kan, om de inträffar, ha en stor påverkan på den ekonomiska utvecklingen men är mycket svåra att siffrasätta i en prognos. Sådana scenarier ligger därför i huvudsak utanför den prognos som här redovisas.

Fortsatt högt resursutnyttjande i svensk ekonomi

Aktiviteten i svensk ekonomi är fortsatt hög. BNP-tillväxten det andra kvartalet var överraskande snabb och tillsammans med starka indikatorer pekar detta på att konjunkturen ännu inte bromsar in. De senaste årens allt starkare konjunktur baseras till stor del på den globala konjunkturförbättringen och ett lågt ränteläge som drivit på den inhemska efterfrågan. Tillväxten i den utländska efterfrågan förutses dämpas något de kommande åren samtidigt som avmattningen på bostadsmarknaden väntas leda till minskande bostadsinvesteringar. Därmed växlar tillväxttakten ned i svensk ekonomi framöver (se diagram 1:2).

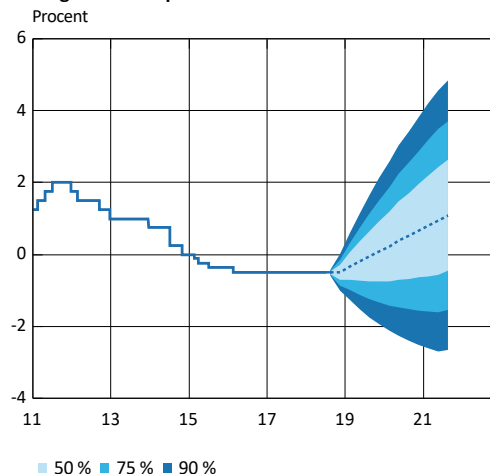
Läget på arbetsmarknaden har förbättrats kontinuerligt sedan början av 2013 med stigande sysselsättningsgrad och sjunkande arbetslöshet. Efterfrågan på arbetskraft är fortsatt stor och antalet sysselsatta bedöms fortsätta att öka ännu en tid. Samtidigt finns det dock tecken på att det är svårt att matcha de arbetssökande med de lediga jobben. Många branscher rapporterar brist på arbetskraft och rekryteringstiderna är långa. Matchningsproblem på arbetsmarknaden och en långsammare ökning av arbetskraften bidrar vartefter till att sysselsättningstillväxten dämpas och arbetslösheten stiger något.

Resursutnyttjandet bedöms vara högre än normalt och fortsätter att vara så även om BNP-tillväxten så småningom sjunker. Löneökningstakten har varit oväntat svag de senaste månaderna och prognosen är därför något nedreviderad. Den starka konjunkturen, högre löneökningstakt i omvärlden och en viss uppgång i produktivitetstillväxten bidrar till att lönerna väntas stiga snabbare framöver. Löneökningstakten blir dock fortsatt måttlig i förhållande till resursutnyttjandet.

Inflation nära målet

Sedan inledningen av 2017 har KPIF-inflationen varit nära 2 procent (se diagram 1:3). Snabbt stigande energipriser har bidragit till detta, och olika mått på underliggande inflation, som ger en indikation om vart inflationen är på väg på lite sikt, ligger fortfarande lägre än KPIF-inflationen. Medianen av

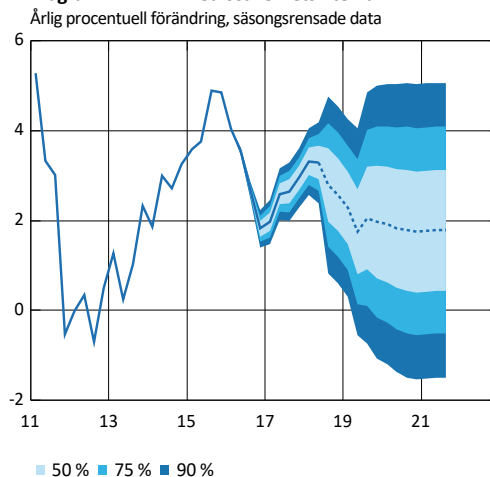
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall



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

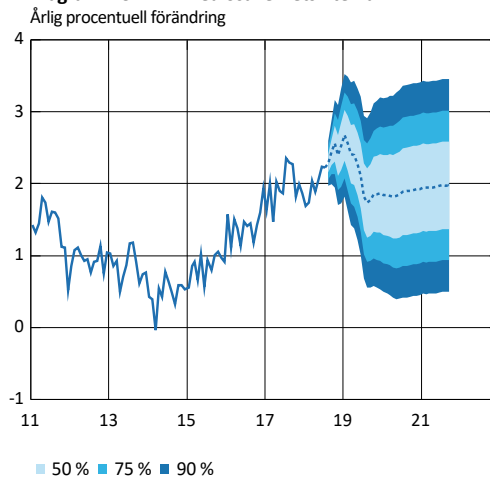
Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

ett flertal olika mått på underliggande inflation ligger för närvarande på 1,5 procent och har varit relativt oförändrad under 2018 (se diagram 3:3). Tjänstepriserna har ökat i långsammare takt efter att trendmässigt ha ökat allt snabbare de senaste åren. Inflationstrycket förefaller således just nu vara måttligt. De överraskande höga energipriserna bidrar till något högre KPIF-inflation det närmaste året jämfört med föregående prognos. Men under 2019 kommer ökningstakten i energipriserna istället att dämpas och inflationen sjunker tillbaka till strax under 2 procent (se diagram 1:4).

De konjunkturella förutsättningarna för inflationsutvecklingen bedöms vara i stort sett oförändrade sedan den förra penningpolitiska rapporten, och den underliggande inflationen väntas stiga de närmaste åren. Inflationsprognosen på längre sikt är därför oförändrad. Det höga resursutnyttjandet i svensk ekonomi fortsätter att vara en drivkraft för inflationen framöver, liksom det stigande inflationstrycket i omvärlden. Kronan har utvecklats svagare än väntat och i ljuset av detta väntas växelkursen vara svagare under de kommande åren jämfört med prognosen i juli (se diagram 1:5). Den gradvisa förstärkningen som ändå väntas ske dämpar dock inflationen från mitten av 2019. Sammantaget bedömer Riksbanken att inflationen kommer att vara nära 2 procent de kommande åren.

Den aktuella penningpolitiken

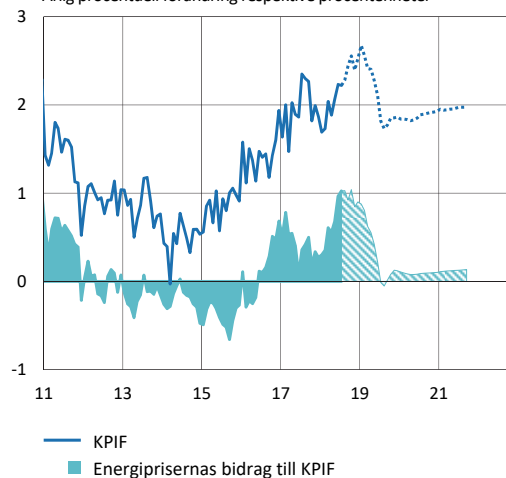
Riksbankens penningpolitik med en negativ styrränta och omfattande köp av statsobligationer har de senaste åren haft ett tydligt genomslag på korta och långa marknadsräntor och på kronans växelkurs. Penningpolitiken har bidragit till att inflationen och inflationsförväntningarna är nära 2 procent, att konjunktureren är stark och att arbetslösheten har fallit tillbaka.

Utvecklas ekonomin som väntat finns det snart utrymme att långsamt minska stödet från penningpolitiken

Svensk ekonomi har under en längre tid utvecklats starkt och inflationen har varit nära målet på 2 procent sedan inledningen av 2017. Inflationsförväntningarna på både kort och lång sikt är också nära inflationsmålet (se diagram 3:6). Olika mått på underliggande inflation, som ger en indikation om vart inflationen är på väg på lite sikt, tyder visserligen på att inflationstrycket fortfarande är måttligt. Men resursutnyttjandet i svensk ekonomi är högre än normalt, och även om det är snabbt stigande energipriser som främst drivit upp KPIF-inflationen i år, är de konjunkturella förutsättningarna fortsatt goda för att också den underliggande inflationen ska stiga. Inflationen väntas därmed ligga kvar nära målet på 2 procent även när energipriser inte längre bidrar lika mycket till inflationen. De samlade konjunktur- och inflationsutsikterna är i stort sett oförändrade sedan den penningpolitiska rapporten i juli.

Diagram 1:4. KPIF och bidrag från energipriser

Årlig procentuell förändring respektive procentenheter

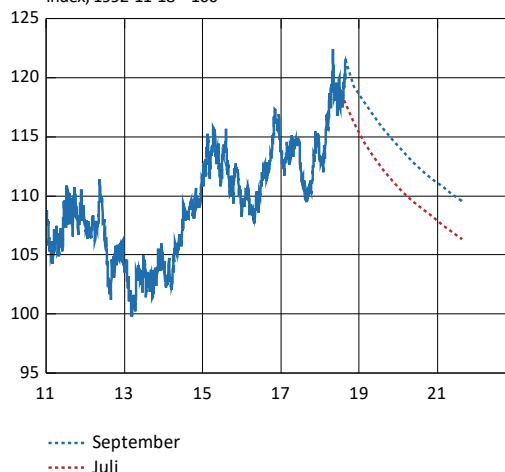


Anm. Energiprisbidraget till KPIF är i prognosen beräknat som årlig procentuell förändring i energipriserna multiplicerat med deras nuvarande vikt i KPIF.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:5. 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

Eftersom inflationstrycket fortfarande är måttligt är det viktigt att konjunkturen fortsätter att vara stark och sätter avtryck i prisökningarna. Penningpolitiken behöver därför vara fortsatt expansiv och direktionen har beslutat att behålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent, i linje med prognosen i juli. Utvecklas ekonomin som väntat bedömer direktionen att det snart finns utrymme att långsamt minska stödet från penningpolitiken. Prognosen för reporäntan indikerar att reporäntan hålls oförändrad även vid det penningpolitiska mötet i oktober och därefter höjs med 0,25 procentenheter antingen i december eller i februari (se diagram 1:6).² Därefter väntas reporäntan höjas gradvis, enligt prognosen ungefär två höjningar med 0,25 procentenheter per år. Sammantaget innebär prognosen för reporäntan att penningpolitiken fortsätter att vara expansiv under en lång tid framöver.

Riksbankens innehav av statsobligationer uppgick i slutet av augusti till drygt 330 miljarder kronor i nominellt belopp (se diagram 1:7).³ Nettoköpen av statsobligationer avslutades vid årsskiftet, men tillsvidare återinvesteras förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen.⁴ I december 2017 beslutade direktionen att i förtid påbörja återinvesteringarna av de stora förfall som sker under första halvåret 2019. Riksbanken inledde återinvesteringarna redan i januari och dessa kommer att pågå fram till och med första halvåret 2019 (se diagram 1:8). Detta innebär att Riksbankens innehav av statsobligationer ökar tillfälligt under 2018 och början av 2019.

Penningpolitiken är, precis som på flera andra håll i världen, expansiv och kommer att så förbli de kommande åren. Till exempel väntas den reala reporäntan vara negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:9).

Penningpolitiska överväganden

Sedan i juli har omvärldskonjunkturen stärkts i linje med förväntan, och utfall och indikatorer pekar på att svensk ekonomi har vuxit snabbare än väntat. Jämfört med föregående prognos bedöms resursutnyttjandet vara något högre och växelkursen svagare under de närmaste åren. Inflationen har blivit lite högre än väntat och prognosen är något uppreviderad det närmaste året (se diagram 1:10). Under 2019 väntas inflationen sjunka tillbaka men den fortsätter även efter det att ligga nära målet. Detta skulle kunna tala för att redan nu göra penningpolitiken mindre expansiv.

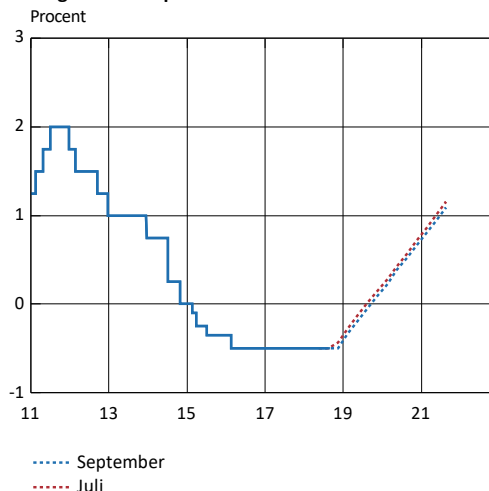
Målet för penningpolitiken är att KPIF-inflationen ska vara 2 procent. Men inflationen påverkas av tillfälliga faktorer och även om KPIF-inflationen nu är strax över 2 procent är den underliggande inflationen inte lika hög. Olika mått indikerar

² Beslutet om reporäntans nivå vid det penningpolitiska mötet 20 december tillämpas från 9 januari 2019.

³ I innehavet ingår, utöver de köp som skett sedan 2015, även den portfölj som byggdes upp under 2012 samt återinvesteringar av förfall och kupongbetalningar.

⁴ Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken innebär att återinvesteringarna fortsätter en tid även efter att reporäntan har börjat höjas. Se fördjupningen "Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport december 2017.

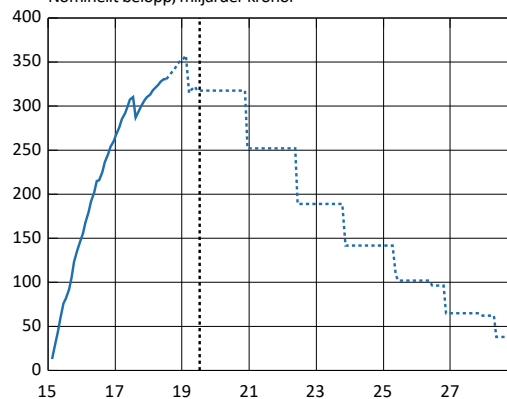
Diagram 1:6. Reporänta



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

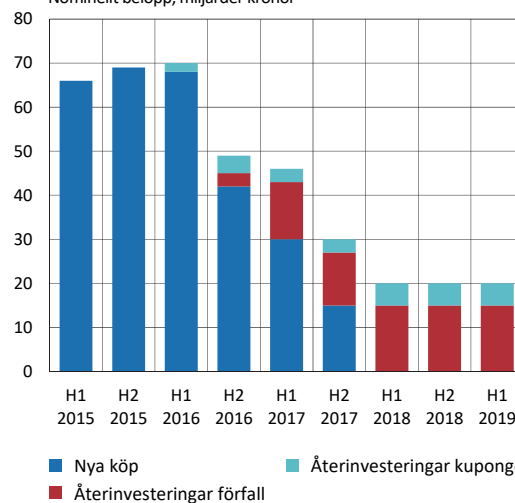
Diagram 1:7. Riksbankens innehav av statsobligationer
Nominellt belopp, miljarder kronor



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

Källa: Riksbanken

Diagram 1:8. Riksbankens köp och återinvesteringar
Nominellt belopp, miljarder kronor



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

Källa: Riksbanken

att underliggande inflation har utvecklats något svagare än väntat. Inflationstrycket är alltså alltjämt måttligt, vilket tyder på att inflationen behöver fortsatt stöd för att ligga kvar runt 2 procent när det positiva bidraget från energipriserna avtar. Detta talar för att det är för tidigt att redan nu börja höja reporäntan.

Direktionen anser därför att det är lämpligt att hålla reporäntan oförändrad på -0,50 procent ännu en tid och bedömer att reporäntan kommer att hållas oförändrad även vid det penningpolitiska mötet i oktober. Prognosen för reporäntan är därmed marginellt nedreviderad och indikerar att långsamma höjningar inleds antingen i december eller i februari.

Riksbanken har fortsatt stor vaksamhet på hur inflationsstrycket i ekonomin utvecklas. Hur kronan utvecklas har också betydelse för inflationen. Det är viktigt att kronans växelkurs utvecklas på ett sätt som är förenligt med att inflationen förblir nära målet. Därtill kvarstår en betydande osäkerhet om omvärldsutvecklingen som kan ha bäring också på konjunktur- och inflationsutvecklingen i Sverige. Om förutsättningarna för inflationen skulle ändras, så att den blir högre eller lägre, har direktionen beredskap att anpassa penningpolitiken.

Osäkerhet och risker

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

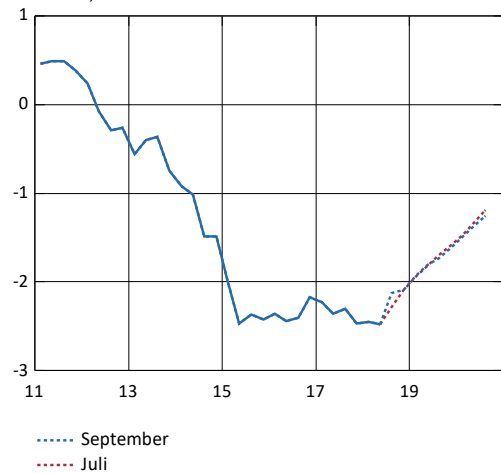
Det är inte heller självklart hur penningpolitiken ska förhålla sig till osäkerhet och risker. Det finns tillfällen då man i den penningpolitiska avvägningen kan vilja ta speciell hänsyn till vissa risker som bedöms kunna få särskilt stora konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen. Men vid andra tillfällen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

Osäkerhet kring tillväxten i omvärlden

Den senaste tidens upptrappade handelskonflikt mellan USA och Kina har ökat osäkerheten kring tillväxtutsikterna i omvärlden. I Riksbankens prognos bedöms effekterna på den globala ekonomin bli begränsade men om konflikten trappas upp ytterligare eller sprider sig till ännu fler länder riskerar effekterna på tillväxten i omvärlden att bli påtagliga.⁵

Tillväxten i den amerikanska ekonomin har annars varit överraskande stark den senaste tiden, och effekterna av den expansiva finanspolitiken kan på kort sikt visa sig bli större än i Riksbankens prognos. På något längre sikt riskerar istället tillväxten att dämpas mer tydligt, särskilt om det skulle uppstå frågetecken kring hållbarheten i de offentliga finanserna.

Diagram 1:9. Real reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



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

Risker med för låg inflation

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 mitten av 1990-talet. Med en gemensam bild av hur priserna kommer att utvecklas i framtiden blir det lättare för ekonomins aktörer att planera långsiktigt och koordineringen av förväntningarna lägger grunden för en välfungerande pris- och lönebildning.

Om inflationen under lång tid ligger under inflationsmålet ökar risken för att aktörerna i ekonomin anpassar sina förväntningar och börjar ställa in sig på att inflationen inte ens på längre sikt kommer att nå tillbaka till målet. Det skulle bland annat försämra lönebildningen.

Med en inflation och inflationsförväntningar som mer varaktigt ligger under målet kommer också den nominella räntan i genomsnitt att bli lägre. Då ökar risken för att reporäntan ska slå i sin nedre gräns, på samma sätt som om inflationsmålet skulle sänkas. Detta innebär att Riksbanken får ett minskat utrymme att sänka reporäntan i framtiden, om inflationen blir låg eller om konjunkturen sviktar. En alltför låg inflation kan dessutom göra det svårt att anpassa reallönerna 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.

⁵ Se marginalrutan "Kina nu fokus i USA:s handelskonflikter" i denna rapport.

Utvecklingen i euroområdet är fortsatt stark. Förtroendet bland hushåll och företag är högt, även om det har dämpats den senaste tiden. Samtidigt finns en betydande osäkerhet kring prognosen. En osäkerhetsfaktor rör utvecklingen i Italien, där företrädare för regeringspartierna tidigare signalerat omfattande ofinansierade reformer, som kan visa sig problematiska att genomföra mot bakgrund av det statsfinansiella utgångsläget och EU:s regelverk inom ramen för stabilitets- och tillväxtpakten. Räntorna på italienska statsobligationer har legat kvar på höga nivåer under sommaren. De italienska bankernas stora innehav av inhemska statsobligationer förhöjer ytterligare riskerna. En annan osäkerhetsfaktor för den europeiska ekonomin som kvarstår sedan tidigare rör de ekonomiska effekterna av Storbritanniens utträde ur EU.

Det finns även en betydande osäkerhet kring utvecklingen i flera tillväxtekonomier. Bland annat hög inflation, stora underskott i bytesbalansen och politiska risker medför sårbarheter för dessa länder i en miljö där räntorna i omvärlden är på väg upp och den amerikanska dollarn förstärks. Den senaste tiden har framförallt utvecklingen i Turkiet varit en källa till oro, vilket illustreras av att den turkiska valutan försvagats kraftigt under sommaren. De direkta ekonomiska konsekvenserna för Sverige i termer av utrikeshandel och svenska bankers exponeringar är små. Den främsta risken är istället spridningseffekter via de finansiella marknaderna i andra europeiska länder, där vissa banker har större exponeringar mot den turkiska ekonomin.

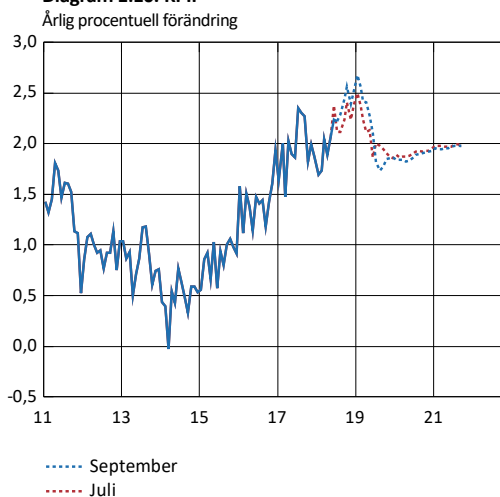
Osäkerhet kring inflationen i omvärlden

De risker som finns för tillväxtutsikterna kan även leda till att inflationen i omvärlden visar sig bli annorlunda än i Riksbankens prognos.

En annan källa till osäkerhet kring inflationen i omvärlden gäller sambandet mellan resursutnyttjandet och inflationen. Riksbankens prognos innebär att det stigande resursutnyttjandet gradvis leder till att inflationstrycket ökar. Men det går inte att utesluta att sambandet mellan resursutnyttjandet och inflationen har försvagats på ett mer varaktigt sätt, så att inflationen stiger långsammare än i prognosen. Det har tagit lång tid och krävs en mycket expansiv penningpolitik på många håll för att få inflationen att börja stiga mot mer normala nivåer.

Skulle å andra sidan inflationen visa sig följa mer normala historiska samband med resursutnyttjandet skulle inflationen i omvärlden istället kunna bli högre än vad som nu väntas. Det gäller kanske i särskilt hög grad i USA, där arbetslösheten är den lägsta på nästan 20 år, samtidigt som den expansiva finanspolitiken bidrar till att driva upp tillväxten i en redan stark konjunktur. Om inflationen i USA blir högre än i Riksbankens prognos kan de amerikanska räntorna också stiga snabbare. En följdverkning av detta skulle kunna vara att problemen förvärras ytterligare för de tillväxtekonomier som

Diagram 1:10. KPIF



Källor: SCB och Riksbanken

Sidoeffekter av penningpolitiken

Det finns farhågor för att det kan uppstå oönskade sidoeffekter av den historiskt ovanliga penningpolitiken som bedrivits de senaste åren. Riksbanken analyserar kontinuerligt effekterna av den negativa 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 och risker felaktigt prissatta och olika aktörers skuldsättning kan öka på ett ohållbart sätt. Under en lång tid har uppgången i de svenska hushållens skuldsättning oroat. Många år av snabbt stigande bostadspriser och kraftigt ökad skuldsättning har gjort hushållen känsliga för både prisfall på bostadsmarknaden och stigande räntekostnader. Det är därför angeläget att på olika sätt öka hushållens motståndskraft och begränsa riskerna med hushållens höga skuldsättning.

En annan möjlig sidoeffekt är att de finansiella marknadernas funktionssätt försämrats av negativ reporänta och statsobligationsköp. Hittills har dock marknaderna kunnat hantera negativ ränta relativt friktionsfritt. Vad gäller statsobligationsköpen har Riksbankens köp inneburit 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. Riksgäldens återförsäljare bidrar dock positivt till likviditeten i marknaden.

De negativa räntorna förefaller inte heller ha lett till ökad efterfrågan på kontanter, värdet av utestående sedlar och mynt är avsevärt lägre nu än när reporäntan först blev negativ. Det är fortfarande bara en mindre del av inlåningen som sker till negativa räntor och då endast från vissa större företag och delar av offentlig sektor. 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. Inte heller bankernas resultat och utlåningskapacitet har påverkats nämnvärt. Bankerna har kompenserat ökade kostnader genom ökade intäkter, bland annat med hjälp av större bolånemarginaler.

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

redan påverkats av ränteuppgångar i omvärlden och förstärkningen av den amerikanska dollarn.

Osäkerhet kring inflationen i Sverige

Som beskrivs ovan kan inflationen i omvärlden bli såväl högre som lägre än i prognosen. Historiska samband talar för att en lägre inflation i omvärlden allt annat lika leder till lägre inflation även i Sverige, och omvänt.⁶

I Riksbankens inflationsprognos antas energipriserna öka betydligt långsammare framöver än de gjort den senaste tiden. Det beror bland annat på att kraftigt stigande elpriser i Sverige det torra vädret har bidragit till, vilket bedöms vara tillfälligt. Det finns dock en risk för att de prisuppgångar som redan inträffat får en mer varaktig effekt på inflationen och inflationsförväntningarna framöver, vilket i så fall skulle kunna leda till att inflationen blir högre än väntat.

Förändringar i kronans växelkurs är som alltid svåra att prognostisera. I Riksbankens prognos förutspås en gradvis förstärkning av kronan. Om kronan skulle förstärkas snabbare än väntat skulle importpriserna dämpas ytterligare, vilket skulle göra det svårare att stabilisera inflationen kring målet. Kronan kan också visa sig bli svagare än i Riksbankens prognos, såsom har varit fallet i år. Detta skulle i så fall kunna bidra till en högre inflation än i prognosen.

Det finns också en betydande osäkerhet kring utvecklingen i det inhemska kostnadstrycket framöver. Trots försvagningen av kronan har olika mått på den underliggande inflationen utvecklats svagare än förväntat. Ökningstakten i tjänstepriserna, som till stor del påverkas av det inhemska kostnadstrycket, har varit överraskande låg och haft betydelse i sammanhanget. En omständighet som skulle kunna dämpa företagets kostnader även framöver är en oväntat svag löneutveckling. Men kostnadstrycket beror även på produktivitetens utvecklingen och låga löneökningar behöver därför inte betyda att inflationen blir lägre.⁷

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. Problemen skulle kunna bli särskilt allvarliga om förtroendet för inflationsmålet på nytt försvagas och inflationsförväntningarna sjunker.

Riskerna på bostadsmarknaden måste hanteras

Under 2017 började bostadspriserna att falla i Sverige (se diagram 1:11). Under senare tid har prisutvecklingen stabilise-

Inflationsmålet och mått på underliggande inflation

Inflationsmålet är formulerat i termer av KPIF, och penningpolitiken inriktas normalt på att inflationen ska vara nära målet på ett par års sikt. Därför baseras penningpolitiken på prognoser för KPIF-inflationen. Inflationen påverkas hela tiden av tillfälliga prisrörelser, som har liten betydelse för inflationsutvecklingen längre fram. För att få en bättre förståelse för den mer trendmässiga, eller underliggande, inflationen analyserar Riksbanken också andra inflationsmått än KPIF. Mått på underliggande inflation ger en indikation om vart inflationen är på väg på lite sikt.

Många centralbanker använder mått på underliggande inflation i sin analys och kommunikation men det finns ingen entydig definition av detta begrepp. Det är vanligt att konstruera mått på underliggande inflation genom att rensa bort enskilda komponenter, vars prisförändringar bedöms vara tillfälliga, från det ordinarie inflationsmättet. Eftersom dessa tillfälliga variationer tenderar att ta ut varandra över tid får man då en jämnare tidsserie som kan avspegla underliggande inflation på ett bättre sätt.

Ett exempel på en komponent, som ofta varierar kraftigt och därmed får ett stort genomslag på den uppmätta inflationen, är energipriser. Förändringar i energipriserna kan dock ibland få effekter på inflationen som inte enbart är tillfälliga. En mer varaktig global förstärkning av konjunkturen leder ofta till trendmässigt högre energipriser. En ökning i energipriserna kan även resultera i högre priser på andra produkter, och därigenom så småningom också påverka löner och inflationsförväntningar. Precis som andra mått på underliggande inflation bör ett mått som exkluderar energipriser därför ses enbart som en indikator.

Andra sätt att mäta underliggande inflation är att med hjälp av statistiska metoder systematiskt exkludera eller minska betydelsen av priser som historiskt har visat sig variera kraftigt. De av Riksbanken publicerade måtten TRIM85 och UND24 är exempel på detta men Riksbanken beräknar även regelbundet andra mått.

Inflationen mätt med KPIF har det senaste året legat nära målet på 2 procent medan flera mått på underliggande inflation vände ner under det andra halvåret i fjol. Detta ser Riksbanken som en indikation på att den trendmässiga inflationen är lägre än KPIF-inflationen och att det behövs en fortsatt expansiv penningpolitik för att inflationstakten mätt med KPIF ska förbli nära 2 procent framöver.

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

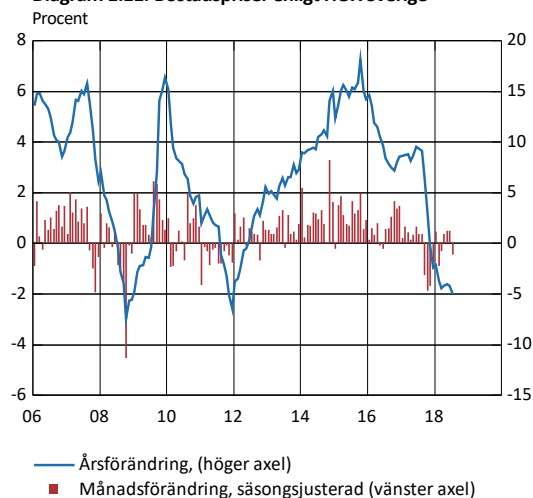
⁷ Se fördjupningen "Phillipskurvan och penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport, juli 2018, Sveriges riksbank.

rats, men osäkerheten är fortsatt stor och en svagare utveckling av bostadspriserna än i Riksbankens prognos kan inte uteslutas. Detta skulle kunna leda till en kraftigare inbromsning i bostadsinvesteringarna än vad som antas i prognosen. Även hushållens konsumtion skulle i så fall kunna påverkas negativt, speciellt eftersom hushållssektorn har stora skulder, som huvudsakligen utgörs av bolån. Riksbankens prognos innebär att hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna fortsätter att öka de kommande åren, även om ökningen sker i en långsammare takt än de senaste åren (se diagram 1:12).

På senare tid har ett antal nya aktörer börjat etablera sig på den svenska bolånemarknaden. Dessa nya aktörer leder till att konkurrensen på marknaden ökar, och kommer sannolikt bidra till att bolåneräntor blir lägre än de annars skulle ha varit. Utvecklingen skulle på så vis också kunna öka efterfrågan på nya bolån och därigenom bidra till ökad skuldsättning bland hushållen. Hur mycket låntagaren får låna beror visserligen även på låntagarens inkomst och andra kreditvillkor. Men bolåneaktörer som inte är banker omfattas idag inte av makrotillsynsåtgärder. Det är därför viktigt att alla framtida bolån, oavsett långivare, omfattas av en gedigen kreditprövning samt av nuvarande och kommande relevant makrotillsynsreglering.⁸

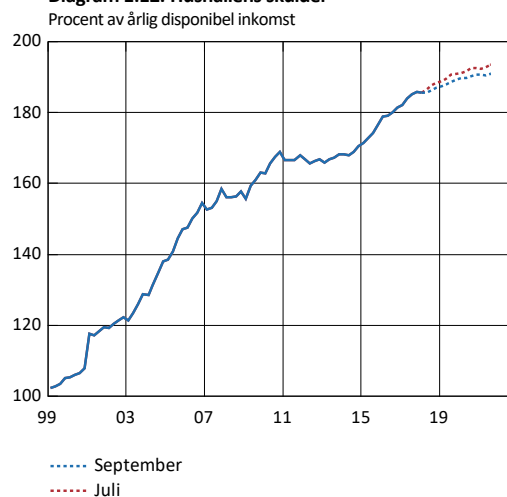
Finansinspektionens beslut om ett skärpt amorteringskrav trädde i kraft i mars. Riksbanken bedömer att detta kommer att bidra till att hushållens motståndskraft ökar något. Samtidigt kvarstår de grundläggande orsakerna till att hushållens skuldsättning har blivit så hög. Dessa har att göra med långsiktiga 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. Några exempel på tänkbara åtgärder är att se över hyressättningsystemet, beskattningen av kapitalvinster vid bostadsförsäljningar samt fastighetsskatten och ränteavdragen.

Diagram 1:11. Bostadspriser enligt HOX Sverige



Källor: Valueguard och Riksbanken

Diagram 1:12. 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 "Nya aktörer på bolånemarknaden" i Finansiell stabilitetsrapport 2018:1, Sveriges riksbank.

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

De finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt expansiva och de räntor som hushåll och företag möter är alltså låga samtidigt som kredittillväxten är på en fortsatt hög nivå. Marknadsaktörer har enligt marknadsprissättningen i viss mån reviderat ned sina förväntningar på reporäntans nivå de kommande åren. Detta i kombination med en ökad osäkerhet om ekonomiska utvecklingen i Turkiet och Italien, har bidragit till att kronan försvagats över sommaren. Sedan höjningen av styrräntan i juni har Federal Reserve lämnat penningpolitiken oförändrad, men kommunikationen i samband med det senaste beslutet i augusti förstärkte bilden av fortsatta styrräntehöjningar under hösten. De finansiella förhållandena i USA har blivit något mindre expansiva under 2018. Den Europeiska centralbanken ECB har behållit penningpolitiken oförändrat expansiv under sommaren medan Bank of England har höjt sin styrränta.

Utvecklingen internationellt

Fortsatta höjningar av styrräntan i USA att vänta under hösten

Under sommaren har centralbankerna i USA, euroområdet och Storbritannien fattat penningpolitiska beslut. Den Europeiska centralbanken (ECB) meddelade redan vid det penningpolitiska mötet i början av sommaren att man avser att hålla inlåningsräntan, som uppgått till -0,4 procent sedan mars 2014, på samma nivå åtminstone över sommaren nästa år. Det senaste penningpolitiska beslutet i juli innebar inga förändringar av inriktningen, och även det tidigare beslutet om att dra ned på takten i tillgångsköpen efter september till 15 miljarder euro per månad ligger fast. Nettoköpen av tillgångar väntas avslutas vid årsskiftet. Förväntningarna på ECB:s styrränta har, enligt marknadspriser, varit relativt oförändrade sedan juli (se diagram 2:1). Enligt marknadsprissättningen väntas styrräntan hållas oförändrad åtminstone ett år framöver, vilket är i linje med ECB:s kommunikation. Kommunikationen från ECB har bidragit till att hålla nere räntor i euroområdet, och kortare räntor upp till två år är på ungefär samma nivåer idag som vid årsskiftet.

Till skillnad från i euroområdet är centralbankerna i USA och Storbritannien inne i en höjningsfas. I Storbritannien höjde Bank of England styrräntan från 0,5 procent till 0,75 procent i augusti, men kommunicerade som vid tidigare penningpolitiska beslut att eventuella framtida räntehöjningar

Tabell 2:1.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i juli

Marknadsaktörers förväntningar om framtida styrräntor är ungefär oförändrade i USA och euroområdet men har sjunkit i Sverige.

Statsobligationsräntor är ungefär oförändrade i USA, euroområdet, Storbritannien och Sverige.

Kronan är något svagare än prognosen i juli.

Aktieindex har stigit i USA och Sverige men har sjunkit i tillväxtekonomier.

Utlåningsräntor till företag har sjunkit något medan utlåningsräntor till hushåll endast är marginellt lägre.

Fortsatt god kredittillväxt till hushåll och icke-finansiella företag.

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.



kommer att vara begränsade i antal och ske gradvis. I samband med beskedet skiftade marknadsförväntningarna på den framtida styrräntan uppåt, men de har sedan dess skiftat tillbaka och är endast marginellt högre än förväntningarna i juli (se diagram 2:1). Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, började höja styrräntan redan i december 2015 och har sedan dess höjt räntan ytterligare sex gånger. Medlemmarna i den penningpolitiska kommittén, FOMC, räknar med fortsatta höjningar från dagens intervall på 1,75 till 2,00 procent, och vid det penningpolitiska mötet i augusti konstaterade Federal Reserve att arbetsmarknaden har fortsatt att stärkas och att den ekonomiska aktiviteten har ökat i snabb takt. Vidare konstaterades att finansiella förhållanden var alltjämt expansiva även om inga större förändringar av dessa skett under sommaren.

Medianprognosen från ledamöterna i den penningpolitiska kommittén indikerade enligt det senaste beslutet ytterligare två räntehöjningar med 0,25 procentenheter i år, tre höjningar nästa år och ytterligare en under 2020. Förväntningarna på den framtida styrräntan i USA, enligt marknadsprissättningen, är i stort sett i linje med förväntningarna i juli (se diagram 2:1). Förväntningarna indikerar fortsatt något färre räntehöjningar än ledamöternas medianprognos.

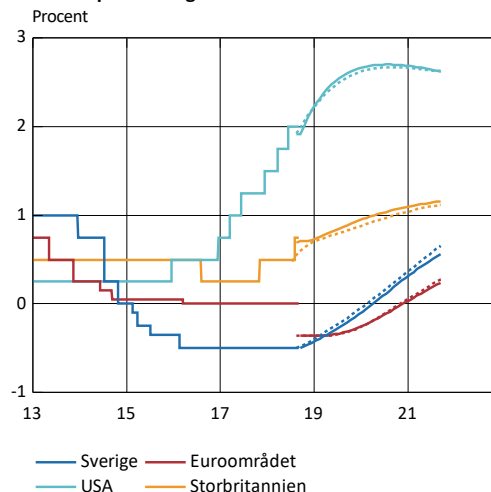
Obligationsräntorna speglar skillnaden i penningpolitiken

Utvecklingen för statsobligationsräntor i omvärlden har speglat skillnaden i penningpolitiska förväntningar mellan länderna, något som varit särskilt tydligt vad det gäller utvecklingen av de tvååriga obligationsräntorna. Europeiska och svenska tvååriga räntor är på ungefär samma nivåer som vid årsskiftet medan den amerikanska tvååriga räntan har stigit (se diagram 2:2). Bidragande orsaker till uppgången i USA har varit förväntningar om högre framtida korträntor, förväntningar om högre inflation och tillväxt mot bakgrund av den makroekonomiska statistik som överlag varit god samt ökad finanspolitisk stimulans.

De längre obligationsräntorna i omvärlden har utvecklats stabilt över sommaren och är nu på ungefär samma nivåer som i juli (se diagram 2:3). Skillnaden i nivå mellan länderna är tydlig och återspeglar skillnaden i den penningpolitiska inriktningen, där de längre amerikanska obligationsräntorna är över två procentenheter högre än motsvarande räntor i euroområdet och i Sverige.

Utvecklingen av obligationsräntor i Europa har under året påverkats av den politiska osäkerheten i framförallt Italien. I samband med tillträdet för den nya regeringen i Italien tolkade marknadsaktörerna en del av budgetförslagen som något som på sikt kunde hota den finanspolitiska stabiliteten med följd effekter för den italienska banksektorn. Under våren uppstod därför kraftiga rörelser på obligationsmarknaderna och räntorna steg i Italien, men även i andra länder där det råder en osäkerhet om den ekonomiska politiken (se diagram 2:4). Samtidigt sjönk statsobligationsräntorna i länder inom

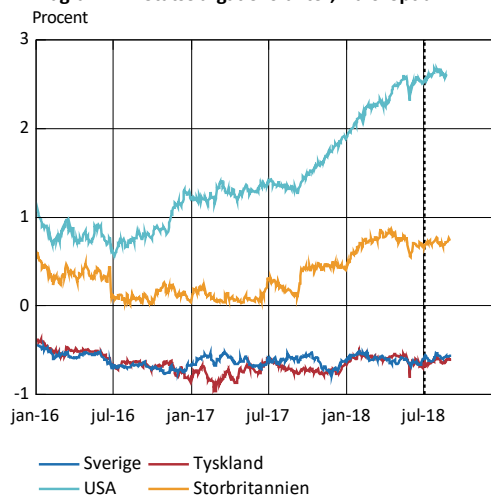
Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan (för euroområdet refräntan). Hålldragna linjer är skattade 2018-09-03, streckade linjer är skattade 2018-07-03.

Källor: Nationella centralbanker, Macrobond och Riksbanken

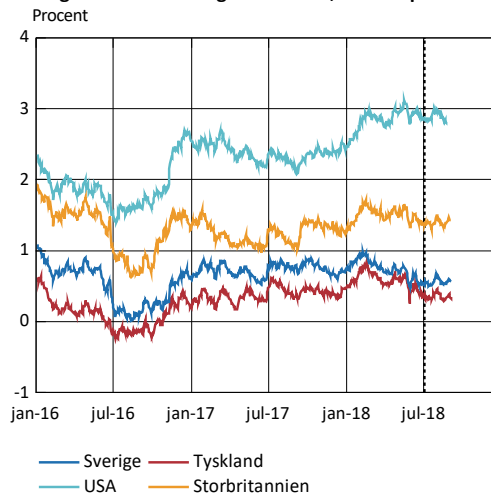
Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 2 års löptid



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

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

Diagram 2:3. Statsobligationsräntor, 10 års löptid



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

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

euroområdet som uppfattas som mer säkra, exempelvis i Tyskland. Under sommaren sjönk ränteskillnaderna tillbaka något samtidigt som den politiska situationen successivt stabiliserades. Den senaste tiden har ränteskillnader återigen ökat, en utveckling som kan knytas till den oro på de finansiella marknaderna som följt efter tilltagande problem för vissa tillväxtekonomier (se diagram 2:4).

Dollarns förstärkningstrend har stannat av

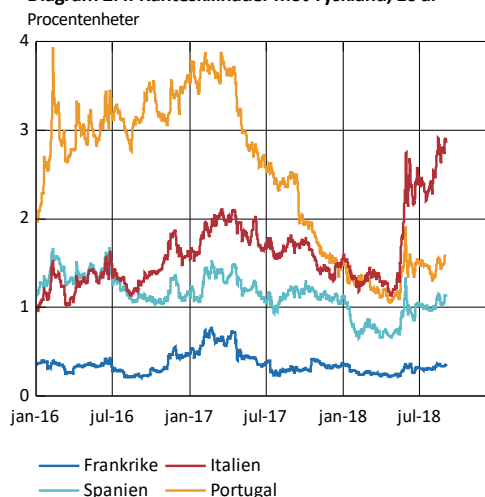
Under våren har dollarn fortsatt att stärkas mot flertalet valutor, en utveckling som har understöts av ökade ränteskillnader mellan USA och andra ekonomier. Sedan juli har den här tendensen stannat av, även om dollarn har fortsatt att förstärkas mot vissa av tillväxtekonomiernas valutor (se diagram 2:5). Försvagningen av tillväxtländernas valutor har varit särskilt påtaglig för de länder där det finns fundamentala makroekonomiska obalanser, som hög inflation, stor statskuld och stora bytesbalansunderskott. Den här problematiken har varit särskilt tydlig i länder såsom Turkiet och Argentina vars valutor har fortsatt sjunka i värde under sommaren (se diagram 2:5).

Fortsatt expansiva finansiella förhållanden i USA trots räntehöjningar

Sedan juli har aktiemarknaderna i de utvecklade ekonomierna generellt sett stigit, trots oro för effekterna av utökade handelshinder (se diagram 2:6). Det amerikanska börsvärdet har stigit mer än det europeiska, till stor del beroende på en fortsatt god vinstutveckling för företagen i USA och förväntningar om en högre tillväxt. I USA har såväl företagens intjäning som vinster fortsatt att öka under sommaren. Till följd av Federal Reserves räntehöjningar och den starkare dollarn har de finansiella förhållandena i USA blivit något stramare under 2018. De är dock fortfarande expansiva och bidrar därmed till en fortsatt god ekonomisk utveckling i den amerikanska ekonomin. Utöver effekter på enskilda tillväxtekonomier ser höjningarna av den amerikanska styrräntan än så länge ut att ha haft relativt blygsamma spridningseffekter till andra länder. I tillväxtekonomier har aktiemarknaderna utvecklats svagt sedan årsskiftet, och denna tendens har fortsatt under sommaren (se diagram 2:6).

Det finns en nära koppling mellan de finansiella marknaderna i Sverige och i omvärlden. Ett exempel på denna koppling är den höga samvariationen mellan svenska och utländska statsobligationsräntor (se diagram 2:2 och 2:3). De expansiva finansiella förhållandena i omvärlden bidrar därmed till expansiva finansiella förhållanden även i Sverige.

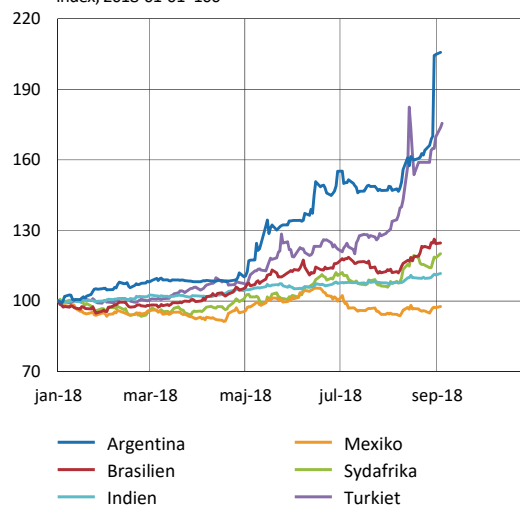
Diagram 2:4. Ränteskillnader mot Tyskland, 10 år



Anm. Ränteskillnaderna avser 10-åriga benchmark-obligationer.

Källa: Macrobond

Diagram 2:5. Tillväxtekonomiers valutor mot dollarn
Index, 2018-01-01=100

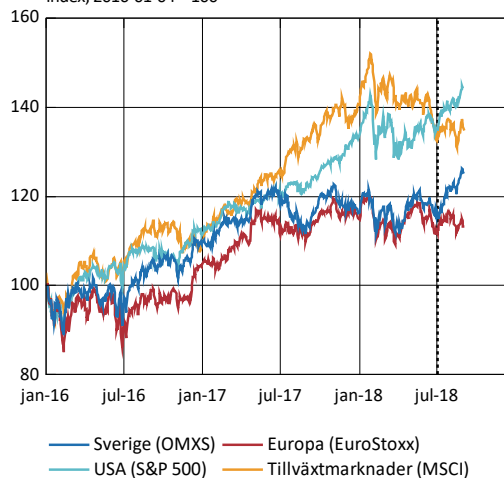


Anm. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

Källa: Macrobond

Diagram 2:6. Börsutveckling i lokal valuta

Index, 2016-01-04 = 100



Anm. Vertikal linje markerar det penningpolitiska mötet i juli.

Källa: Macrobond

Finansiella förhållanden i Sverige

Marknadsförväntningar om fortsatt expansiv penningpolitik

Sedan det penningpolitiska beslutet i juli har förväntningarna på den framtida reporäntans nivå sjunkit enligt prissättningen på de finansiella marknaderna och ligger lägre än Riksbankens reporänteprognos, framförallt på längre sikt (se diagram 2:1 och 2:8). Marknadsaktörers förväntningar på reporäntan enligt enkätundersökningar har dock varit mer i linje med Riksbankens reporäntebana (se diagram 2:8).

Räntorna på längre statsobligationer i Sverige är på ungefär samma nivåer som i juli (se diagram 2:3). På kreditmarknaderna har räntorna på bostadsobligationer och företagsobligationer med framför allt längre löptider sjunkit relativt statsobligationsräntorna. Detta stärker bilden av att dämpningen av bostadspriserna inte inneburit ökade riskpremier för bostadsobligationer (se diagram 2:9).

Riksbankens obligationsköp bidrar till en expansiv penningpolitik

Riksbankens köp av statsobligationer syftar till att pressa ned det allmänna ränteläget i ekonomin. Obligationsköpen bidrar till lägre räntor på statsobligationer men även till sjunkande räntor på andra obligationer såsom företagsobligationer. Köpen har således understött den expansiva penningpolitiken och bidragit till en stigande inflation och fallande arbetslöshet.

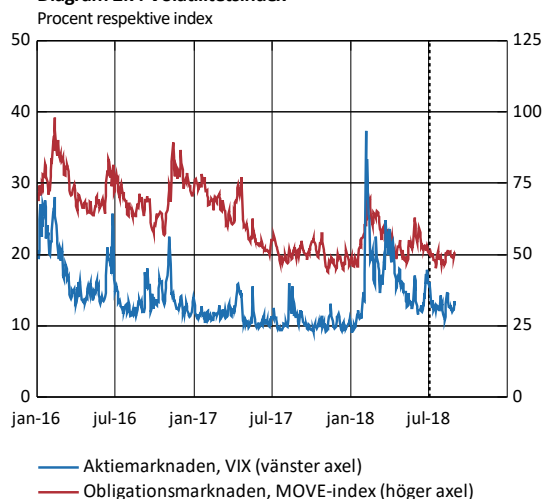
Under 2018 räknar Riksbanken med att köpa statsobligationer för ungefär 40 miljarder kronor. Enligt Riksgäldens senaste prognos kommer emissionsvolymen i svenska statsobligationer uppgå till 41 miljarder kronor under 2018.⁹ Den takt i vilken Riksbanken köper obligationer är således jämförbar med den takt i vilken Riksgälden ger ut obligationer. Riksgälden upprätthåller emissionsvolymen i svenska statsobligationer trots fortsatt överskott i de offentliga finanserna.

De stora obligationsköp Riksbanken genomfört skulle kunna leda till icke önskvärda sidoeffekter. Riksbanken följer därför noga hur statsobligationsmarknaden och närliggande marknader fungerar, både genom analys av data och genom löpande kontakt med marknadens aktörer.

De senaste åren har omsättningen i den svenska statsobligationsmarknaden sjunkit. Trots en något lägre omsättning bedömer Riksbanken att svenska investerare i statsobligationer kan omsätta de obligationer de har behov av. Detta då Riksgäldens återförsäljare hela tiden erbjuder sig att köpa och sälja obligationer och därmed bidrar med likviditet. Återförsäljarna har dock uppgett att en lägre omsättning påverkat dem negativt och medfört att de fått svårare att hantera sina innehav.

⁹ Dessa 41 miljarder kronor utgörs av 32 miljarder kronor nominella obligationer och 9 miljarder kronor reala obligationer.

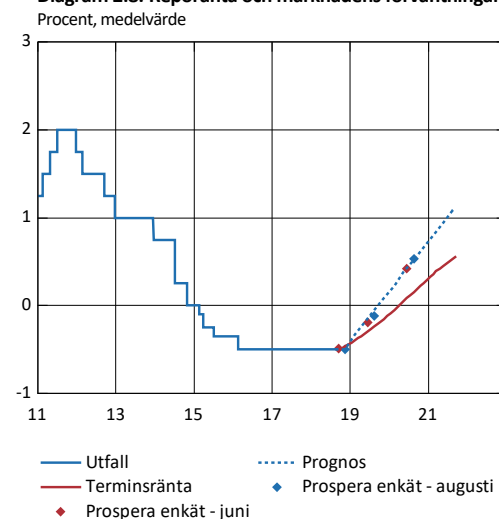
Diagram 2:7. Volatilitetsindex



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

Källor: Chicago Board Operations Exchange och Merrill Lynch

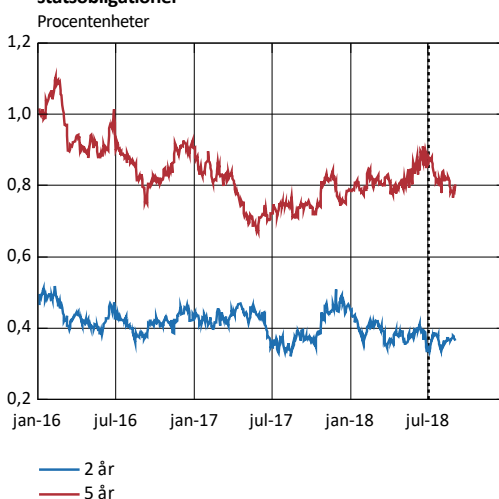
Diagram 2:8. Reporänta och marknadens förväntningar



Anm. Terminräntan är skattad 2018-09-03 och är ett mått på förväntad reporänta. Enkätsvaren visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer 2018-05-30 respektive 2018-07-25.

Källor: Macrobond, TNS Sifo Prospera och Riksbanken

Diagram 2:9. Ränteskillnad mellan bostads- och statsobligationer



Anm. Bostadsobligationsräntan och statsobligationsräntan är nollkupongsräntor beräknade med Nelson-Siegel metoden. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i juli.

Källor: Macrobond och Riksbanken

Kronan något svagare än prognosen i juli

I samband med det penningpolitiska beslutet i juli förstärktes kronan med över en procent (se diagram 2:10). Den senaste tiden har dock kronan försvagats och enligt kronindex, KIX, är kronan nu svagare än Riksbankens prognos från juli. Ett flertal faktorer kan ha bidragit till denna utveckling. Exempelvis försvagades kronan i samband med inflationsutfallet för juli, och förväntningarna på reporäntans framtida nivå har sjunkit över sommaren. Till den senaste tidens försvagning kan även den internationella utvecklingen, med en tilltagande ekonomisk osäkerhet i Turkiet och Italien, bidra.

Lägre utlåningsräntor och ökad skuldsättning hos hushåll och företag

När en centralbank sänker styrräntan, eller på andra sätt bedriver expansiv penningpolitik, blir de finansiella förhållandena förr eller senare mer gynnsamma. Utlåningsräntor till hushåll och företag sjunker samtidigt som efterfrågan på krediter ökar. Sedan Riksbanken för första gången sänkte reporäntan under noll har utlåningen till både hushåll och företag fortsatt att öka samtidigt som utlåningsräntorna sjunkit.

Räntor på hushållens bolån har hittills inte sjunkit i samma utsträckning som Riksbankens reporänta (se diagram 2:11). Det kan finnas flera förklaringar till detta. Exempelvis kan banker ha kompenserat lägre inlåningsmarginaler med något högre utlåningsmarginaler på bolån. Utlåningsmarginaler på lån för bostadsändamål kan även hållits uppe av den starka efterfrågan som funnits på bostäder och därmed bolån. Dessa utlåningsräntor har dock fortsatt sjunka under sommaren. En del av detta kan bero på att efterfrågan på bolån har dämpats då den svenska bostadsmarknaden har gått in i en något lugnare fas, vilket också fått hushållens lånestock att öka långsammare. Utlåningen till hushållen ökar dock fortfarande snabbare än inkomsterna och skuldkvoten fortsätter därmed att stiga (se diagram 1:12). En annan förklaring till att utlåningsräntorna har sjunkit kan vara ökad konkurrens både mellan befintliga långgivare och till följd av nya aktörer, även om de senare har en begränsad marknadsandel.

Lån till företag har anpassats snabbare till den allt lägre reporäntan. Vissa större företag har en alternativ finansieringskälla i obligationsmarknaden som utgör konkurrens till traditionell bankutlåning. Banker måste således anpassa sina räntor efter ränteläget i obligationsmarknaden.

Den del av utlåningen som sker i form av emitterade värdepapper har också vuxit mycket kraftigt det senaste året, även om tillväxttakten har minskat något den senaste tiden. Det senaste utfallet i juni visar en tillväxt på 9 procent i årstakt. Låga räntenivåer i obligationsmarknaden kan således ha bidragit till att hålla nere utlåningsräntor till företag, och resulterat i att företagens lånestock ökat från såväl banker som obligationsmarknad (se diagram 2:12). Tillgängligheten till krediter för företag och hushåll är fortsatt goda samtidigt som räntorna är låga.

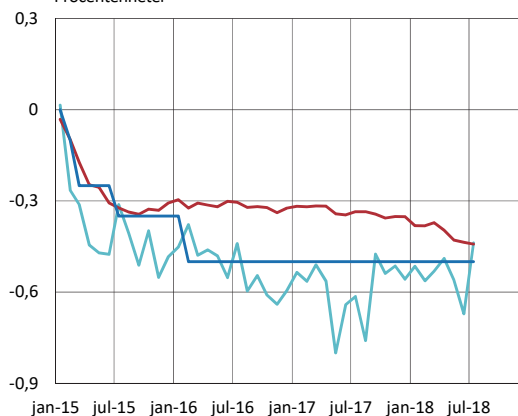
Diagram 2:10. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i juli. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2:11. Förändring av reporäntan samt utlåningsräntor till hushåll och företag sedan 2015
Procentenheter

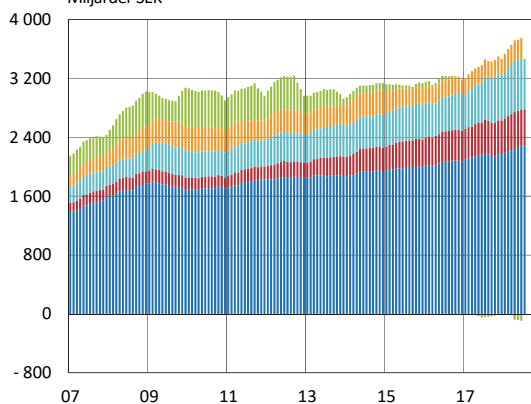


— Reporänta — Lån till företag
— Lån till hushåll, bolån

Anm. De kumulativa förändringarna i respektive ränta sedan den första januari 2015. Utfall är månadsdata och upplåningsräntorna är värdeviktade genomsnitt av de faktiska utlåningsräntorna som bankerna rapporterar.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:12. Svenska företags räntebärande låneskuld
Miljarder SEK



■ Lån från svenska banker m.fl.
■ Värdepappersutlåning i Sverige
■ Värdepappersutlåning i utlandet
■ Lån från utländska banker m.fl.
■ Koncernlån nettoskuld, FIR

Anm. Utfallen för lån från utländska banker samt koncernlån sträcker sig fram till juni. Utfallen för övrig statistik sträcker sig fram till juli.

Källor: SCB och Riksbanken

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

I de länder som är viktigast för svensk handel följs den höga tillväxten 2017 av något lägre tillväxt i år, i linje med en mer dämpad utveckling i förtroendeindikatorerna. Även om tillfälliga faktorer till viss del bedöms förklara den överraskande starka tillväxten i Sverige under andra kvartalet talar fortsatt optimism i näringslivet för att BNP växer något snabbare än normalt i år. Arbetslösheten väntas inte minska ytterligare då företagen har svårt att hitta rätt kompetens bland de arbetslösa. Det varma och torra vädret har bidragit till att elpriserna har ökat mer än väntat och inflationen väntas bli över 2 procent resten av året, högre än i prognosen i juli. Olika mått pekar på att den underliggande inflationen är lägre.

Inflationen i Sverige

Inflationen 2,2 procent i juli

I juli uppgick inflationen mätt med KPIF till 2,2 procent (se diagram 3:1). Det var något högre än i prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli, till följd av att i synnerhet elpriserna ökade snabbare än väntat. Rensat för energipriser uppgick KPIF-inflationen till 1,3 procent.

Det allt bättre konjunkturläget i svensk ekonomi har bidragit till stigande inflation de senaste åren. Kronförsvagningar, som påverkar bland annat priserna på livsmedel och andra importerade varor, har också bidragit till inflationsuppgången.

Under 2017 berodde inflationsuppgången till viss del på tillfälligt höga ökningstakter i tjänstepriserna. Exempelvis ökade priserna på utrikes resor och banktjänster ovanligt snabbt. Mot bakgrund av detta har tjänstepriserna därefter ökat något långsammare, men även ökningstakten i livsmedels- och varupriserna har sjunkit något under sommaren (se diagram 3:2). Mått på den underliggande inflationen följer en liknande utveckling och medianvärdet för de olika måtten sjönk något till 1,5 procent i juli, vilket i stort sett motsvarar nivån för medianvärdet under 2016 (se diagram 3:3).

Inflationen över 2 procent resten av året

Det varma och torra vädret har gjort att nivån i vattenkraftsmagasinen är ovanligt låg för den här tiden på året, vilket har drivit upp elpriserna. Terminsprissättningen tyder på fortsatt höga elpriser och priset på drivmedel väntas dessutom bli fortsatt högt den närmaste tiden. Sommarens torka väntas också bidra till något högre priser på livsmedel mot slutet av året (se fördjupningen "Små effekter på produktionen och inflationen av sommarens torka och skogsbränder"). Sammantaget innebär detta att inflationen nu väntas bli över 2 procent resten av året, vilket innebär en upprevidering den närmaste tiden jämfört med prognosen i juli.

Riksbankens kortsiktsmodeller, som sammanfattar informationen i ett stort antal indikatorer, tyder på att KPIF

Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR juli	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 2,1 procent och KPIFxe-inflationen 1,4 procent i juli.	KPIF-inflationen blev 2,2 procent och KPIFxe-inflationen blev 1,3 procent.
BNP-tillväxten 2,6 procent andra kvartalet.	BNP-tillväxten blev 4,2 procent.
Arbetslösheten 6,2 procent andra kvartalet.	Arbetslösheten blev 6,2 procent.
BNP-tillväxten i euroområdet 1,6 procent andra kvartalet.	BNP-tillväxten blev 1,5 procent.
BNP-tillväxten i USA 3,0 procent andra kvartalet.	BNP-tillväxten blev 4,2 procent.

Anm. PPR avser Penningpolitisk rapport. Inflationen avser årlig procentuell förändring. BNP-tillväxten avser säsongsrensad kvartalsförändring i procent uppräknat 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. Den streckade linjen avser prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

exklusive energi kommer att öka i något snabbare takt under slutet av året (se diagram 3:4). Enligt Konjunkturbarometern förväntar sig också fler företag än normalt, i synnerhet inom handeln, att priserna kommer att öka de närmaste tre månaderna (se diagram 3:5). Ökningstakten i hemmamarknadspriserna på konsumtionsvaror i producentledet har stigit något de senaste månaderna. Prisökningstakten på importerade konsumtionsvaror i producentledet har också stigit i takt med att kronan har försvagats.

KPIF exklusive energi väntas i stort sett öka i linje med modellprognoserna och ökningstakten stiger till ungefär 1,7 procent mot slutet av året, vilket är något lägre än prognosen i juli. Det beror främst på att inflationen enligt detta mått var oväntat låg under sommaren.

Inflationsförväntningarna nära 2 procent

Inflationsförväntningarna ligger nära 2 procent på samtliga tidshorisonter. Förväntningarna på längre sikt har varit nära 2 procent det senaste åren och i takt med att inflationen har blivit högre har förväntningarna stigit även på kortare sikt.

Enligt TNS Sifo Prosperas undersökning i augusti var inflationsförväntningarna bland penningmarknadens aktörer i stort sett oförändrade sedan mätningen i juli. På fem års sikt förväntar sig respondenterna att inflationen mätt som KPI är 2,0 procent (se diagram 3:6). De långsiktiga inflationsförväntningarna för KPIF uppgick i samma undersökning till 1,9 procent.

Global och svensk konjunktur

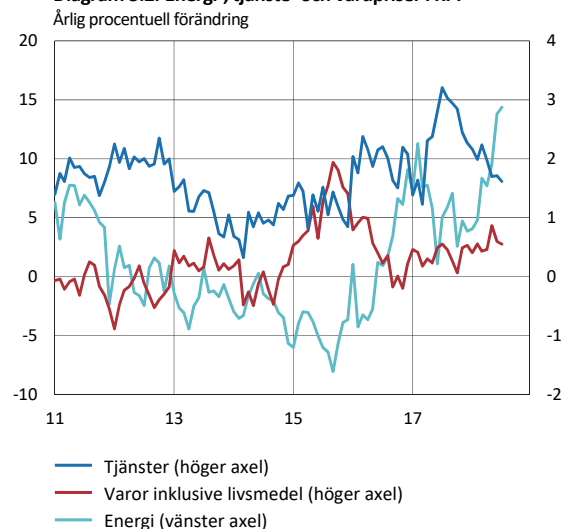
Svag omvärldsutveckling i början av 2018

Fjölårets höga BNP-tillväxt i omvärlden har följts av en lite svagare utveckling under första halvåret i år. Tillväxten i världshandeln har dämpats sedan årsskiftet. Tillsammans med lägre exportorderindikatorer är detta förenligt med en mer normal BNP-tillväxt framöver. Osäkerheten kring USA:s handelspolitik och dess konsekvenser består (se faktarutan "Kina nu fokus i USA:s handelskonflikter" i kapitel 4).

BNP-tillväxten var lägre i de flesta länder under första och andra kvartalet jämfört med sista kvartalet i fjol. I euroområdet ökade BNP andra kvartalet med 1,5 procent jämfört med första kvartalet, uppräknat till årstakt. Industriproduktionen har utvecklats svagt sedan årsskiftet medan detaljhandeln återhämtat sig under andra kvartalet. Företagens optimism kring den framtida utvecklingen har också fortsatt att dämpas medan optimismen alltjämt är stor bland hushållen. De närmaste kvartalen väntas BNP växa i ungefär samma takt som under andra kvartalet.

I USA var tillväxten högre, över 4 procent, andra kvartalet jämfört med första kvartalet, uppräknat till årstakt. Det var oväntat starkt och kan bero på att den expansiva finanspolitiken gett något större effekter än väntat. Indikatorer över

Diagram 3:2. Energi-, tjänste- och varupriser i KPI



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

Tjänstepriserna och energipriserna utgör 45 respektive 7 procent av KPI.

Källor: SCB och Riksbanken

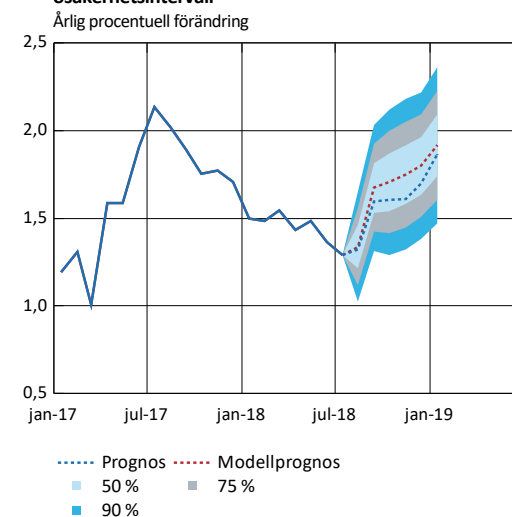
Diagram 3:3. KPIF och olika mått på underliggande inflation



Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland olika mått på underliggande inflation. Från och med denna rapport utgår beräkningarna från KPIF istället för KPI. Inkluderade mått är KPIF exkl. energi, UND24, Trim85, KPIF exkl. energi och icke förädlade livsmedel, persistensviktad inflation, faktor från principalkomponentanalys och viktad median-inflation. Linjen avser KPIF. Den röda punkten avser medianvärdet i juli 2018 för inkluderade mått.

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

förtroendet bland företag och hushåll är på fortsatt höga nivåer, även om en viss dämpning har syns på sista tiden. De närmaste kvartalen väntas tillväxten därmed dämpas något jämfört med andra kvartalet.

Flera faktorer talar samtidigt för en god global tillväxt under andra halvåret i år. Företagens och hushållens förtroende är fortsatt högt, trots något svagare utfall på senare tid. Situationen på arbetsmarknaden har också fortsatt att förbättras i de flesta länder. De finansiella förhållandena är dessutom generellt sett fortsatt gynnsamma för tillväxten vad gäller såväl hushållens som företagens räntor och kreditvillkor.

Underliggande inflation i euroområdet fortsatt låg

Oron för skärpta handelshinder har bidragit till att råvarupri- serna sjunkit sedan början av året. Minskade produktionsbe- gränsningar inom OPEC har också bidragit till att oljepriset, som ökat det senaste året, har fallit tillbaka något de senaste månaderna.

Inflationen har sammantaget ändå ökat den senaste tiden i de för Sverige viktigaste regionerna (se diagram 4:4). I euro- området uppgick inflationen till 2,0 procent i augusti, enligt preliminär statistik, framförallt till följd av stigande energipri- ser. Inflationen exklusive energi- och livsmedelspriser var lägre och uppgick till 1,0 procent (se diagram 3:7) men be- döms stiga något de närmaste kvartalen tack vare fortsatt för- stärkning av arbetsmarknadsläget och högre lönetillväxt.

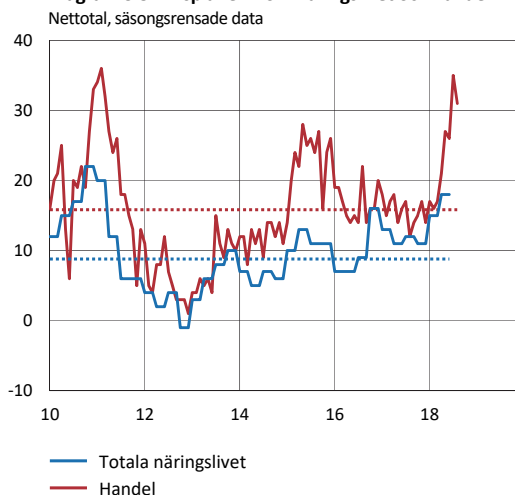
I USA har inflationen stigit de senaste åren och i juli ökade KPI-inflationen ytterligare till 2,9 procent. Den underliggande inflationen, mätt med konsumtionsdeflatorn exklusive energi och livsmedel, uppgick till 2,0 procent (se diagram 3:7).

Överraskande hög svensk tillväxt

Den tidiga sammanställningen av nationalräkenskaperna visar att svensk BNP växte med drygt 4 procent andra kvartalet jämfört med första kvartalet uppräknat till årstakt. Den höga tillväxttakten överraskade de flesta bedömare, inklusive Riksbanken. En del av tillväxten bedöms dock bero på tillfäl- liga faktorer. Antalet nyregistrerade personbilar ökade till ex- empel kraftigt i juni för att sjunka i nästan samma utsträck- ning i juli när ändrade skatteregler trädde i kraft. Riksbankens sammantagna bedömning är ändå att utvecklingen i den svenska ekonomin under 2018 är något starkare än prognosen i den penningpolitiska rapporten i juli.

Konjunkturbarometern ökade något i juli och augusti och är högre än sitt historiska genomsnitt (se diagram 3:8). Bilden av utvecklingen inom tillverkningsindustrin skiljer sig mellan Konjunkturbarometern och Inköpschefsindex, där barome- tern visar betydligt starkare förtroende. Efter att ha sjunkit sju månader i rad har även hushållens konfidensindikator vänt uppåt de senaste månaderna. Hushållens tillförsikt vad gäller den ekonomiska utvecklingen är därmed nära men något

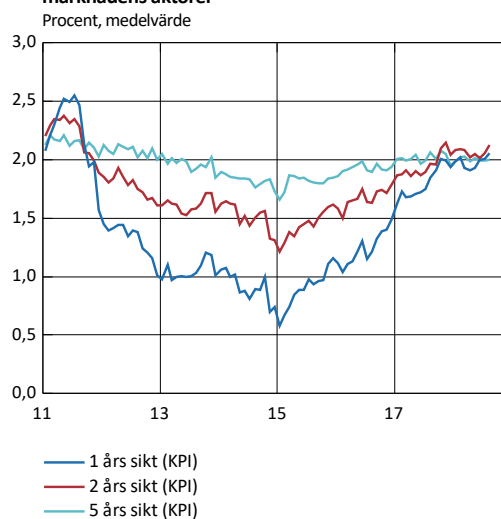
Diagram 3:5. Prisplaner inom näringslivet och handeln



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

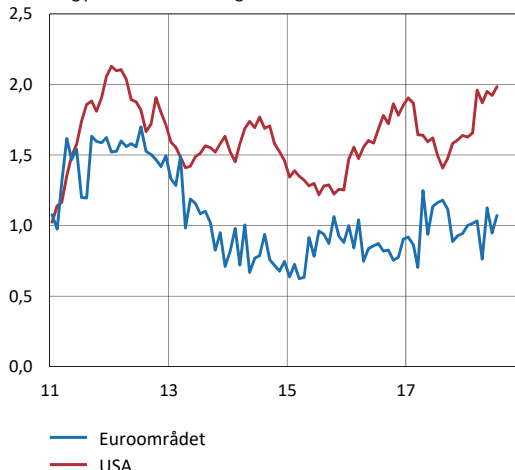
Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:6. Inflationförväntningar bland penning- marknadens aktörer



Källa: TNS Sifo Prospera

Diagram 3:7. Underliggande inflation i omvärlden



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

Källor: Bureau of Economic Analysis och Eurostat

högre än normal. Däremot utvecklades detaljhandels omsättning svagt i juli, vilket till viss del bedöms bero på det varma vädret.

Riksbankens modeller för prognoser på kort sikt, som använder informationen i ett stort antal indikatorer, tyder på att BNP växer med knappt 3 procent, något snabbare än den trendmässiga tillväxten, tredje kvartalet (se diagram 3:9). Riksbankens prognos är dock lägre än modellprognosen – främst för att modellerna inte bedöms kunna ta full hänsyn till alla faktorer, men till viss del också för att utfallet andra kvartalet är osäkert då det beräknas på ett ofullständigt dataunderlag. Riksbanken gör bland annat bedömningen att såväl de ändrade skattereglerna för personbilar som det ovanligt varma vädret i juli med kraftiga skogsbränder och skördebortfall kommer att bidra till lägre tillväxt tredje kvartalet (se fördjupningen "Små effekter på produktionen och inflationen av sommarens torka och skogsbränder"). Modellerna bedöms heller inte till fullo kunna fånga den pågående avmattningen i bostadsbyggandet. BNP-tillväxten för helåret 2018 bedöms sammantaget ändå växa något snabbare än normalt och är något uppjusterad i förhållande till prognosen i juli.

Prisstabilisering på bostadsmarknaden

Bostadspriserna har utvecklats svagt sedan förra hösten, även om de stabiliserats de senaste månaderna. Mätt med prisindexet HOX har priserna på småhus och bostadsrätter fallit med drygt 5 procent sedan toppnoteringen i augusti 2017.

Den senaste tidens svaga prisutveckling väntas följas av ett lägre bostadsbyggande i år i linje med Boverkets prognos i juni för antalet påbörjade bostäder. Indikatorer som antalet påbörjade bostäder, antalet bygglov och framåtblickande indikatorer för byggindustrin i Konjunkturbarometern talar också för en nedgång i byggandet.

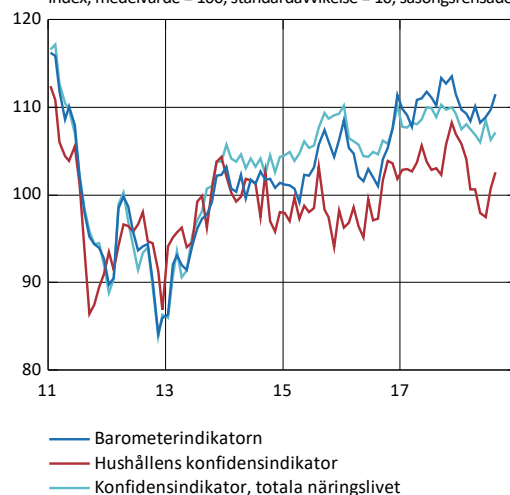
Fortsatt hög efterfrågan på arbetskraft, men arbetslösheten väntas inte sjunka ytterligare

Under 2018 har utvecklingen på svensk arbetsmarknad varit fortsatt stark, såväl antalet sysselsatta som antalet i arbetskraften ökat och arbetslösheten har sjunkit till 6,2 procent. Detta är den lägsta arbetslösheten sedan början av 2008. I juli ökade arbetskraften snabbare än sysselsättningen och arbetslösheten steg något. Utvecklingen i juni var överraskande stark men utfall under sommarmånader bör dock tolkas med försiktighet, bland annat till följd av att bortfallet i arbetskraftsundersökningarna är större än normalt.

Indikatorer för utvecklingen på arbetsmarknaden framöver är fortsatt positiva. Antalet varsel om uppsägning är mycket litet och det finns både många nyanmälda lediga platser och lediga jobb enligt Arbetsförmedlingen respektive SCB. Konjunkturbarometern visar på historiskt sett omfattande anställningsplaner i näringslivet, vilket tyder på att sysselsättningstillväxten blir fortsatt god (se diagram 3:10).

Diagram 3:8. Konfidensindikatorer

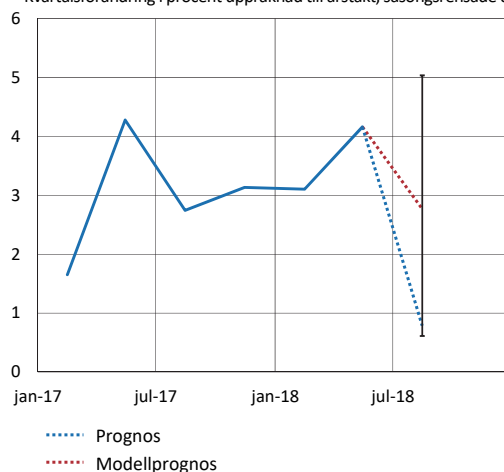
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10, säsongrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:9. BNP, modellprognos och osäkerhetsintervall

Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data

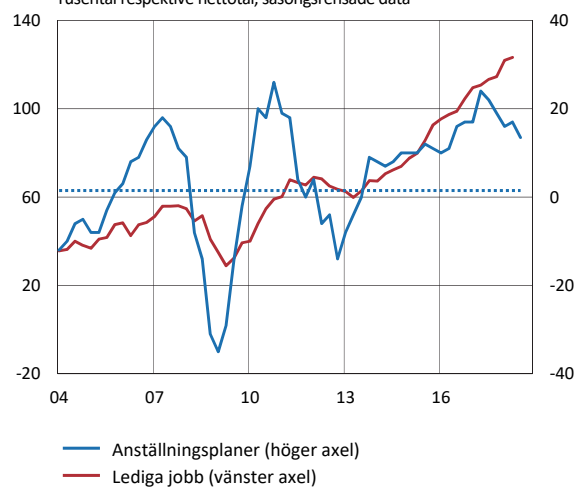


Anm. Modellprognosen är ett medelvärde av prognoser gjorda med olika statistiska modeller. Den vertikala linjen avser ett 50-procentigt osäkerhetsintervall baserat på modellernas historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:10. Lediga jobb och anställningsplaner

Tusental respektive netttotal, säsongrensade data



Anm. Anställningsplaner avser förväntningar om antal anställda i näringslivet på tre månaders sikt. Anställningsplaner för kv3 2018 avser ett genomsnitt av månadsutfallen för juli-augusti 2018. Streckad linje avser genomsnittet av anställningsplaner sedan 1996.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

Sysselsättningen bedöms således fortsätta öka under det andra halvåret, om än i något långsammare takt än under första halvåret. I takt med att arbetslösheten har blivit lägre de senaste åren har företagen fått allt svårare att hitta den kompetens de söker bland de arbetslösa, en omständighet som bidrar till att arbetslösheten inte väntas sjunka ytterligare.

Högt resursutnyttjande i svensk ekonomi

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar utvecklingen av löner och priser med viss eftersläpning. Då resursutnyttjandet i ekonomin inte är observerbart bygger Riksbankens analys på en bedömning baserad på en mängd olika indikatorer.

Enligt Konjunkturbarometern uppger företagen att det råder stor brist på arbetskraft. Även vakansgraden, som mäter andelen obemannade jobb som behöver tillsättas omedelbart, är på en hög nivå. Kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin, enligt både Konjunkturinstitutet och SCB, är dessutom högt i ett historiskt perspektiv (se diagram 3:11). Sammantaget bedömer Riksbanken att resursutnyttjandet i ekonomin är högre än normalt. Trots en mindre nedgång de senaste kvartalen stödjer Riksbankens RU-indikator denna bedömning (se diagram 3:12).

Fortsatt låg löneökningstakt

Trots att resursutnyttjandet har varit högt under en tid och att arbetsmarknadsläget har blivit alltmer ansträngt, var den årliga procentuella löneökningstakten fortsatt dämpad under andra kvartalet enligt Konjunkturlönestatistiken. Medlingsinstitutets skattningar indikerar att den årliga procentuella löneökningstakten enligt denna statistik i genomsnitt var cirka 2,5 procent under första halvåret i år, vilket i stort sett är samma ökningstakt som under 2016 och 2017 (se diagram 3:13). För näringslivet är dock utvecklingen hittills i år något starkare än under fjolåret.

Enligt den tidiga sammanställningen av nationalräkenskaperna ökade timlöner och arbetskostnader per timme i hela ekonomin något snabbare än lönerna enligt konjunkturlönestatistiken under andra kvartalet. Produktiviteten har, i likhet med lönerna, ökat relativt långsamt under senare år och arbetskostnaderna per producerad enhet väntas i genomsnitt utvecklas i en historiskt sett normal takt under tredje och fjärde kvartalet.

Riksbanken bedömer att löneökningstakten, mot bakgrund av oväntat svag konjunkturlönestatistik i maj och juni, blir något lägre under andra halvåret än i prognosen i juli.

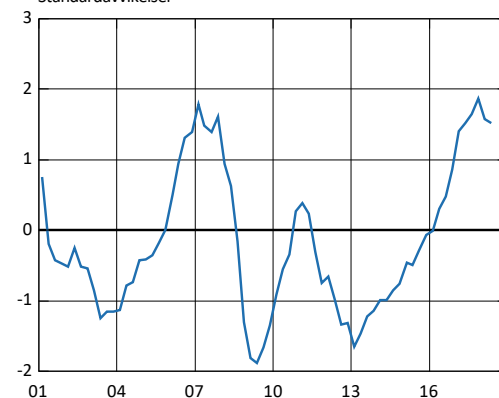
Diagram 3:11. Kapacitetsutnyttjande inom industrin
Procent, säsongrensade värden



Anm. Streckade linjer avser medelvärde sedan 1996.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

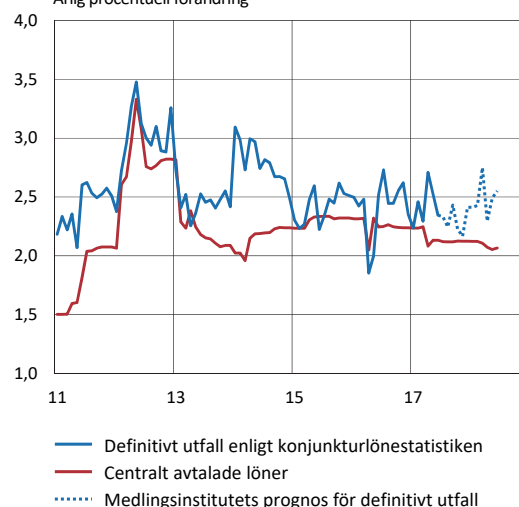
Diagram 3:12. Resursutnyttjandeindikatorn
Standardavvikelser



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

Källa: Riksbanken

Diagram 3:13. Löner och löneavtal i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring



Källa: Medlingsinstitutet

FÖRDJUPNING – Små effekter på produktionen och inflationen av sommarens torka och skogsbränder

Torkan sommaren 2018 har drabbat jord- och skogsbruket hårt med små skördar och skogsbränder. För enskilda bönder och skogsägare har stora värden gått förlorade, men de makroekonomiska effekterna bedöms bli små. Sammantaget väntas torkan innebära att BNP-tillväxten tredje kvartalet blir något lägre än om vädret hade varit mer normalt. Avsaknaden av regn har också inneburit onormalt låga nivåer i vattenmagasinen, vilket bidragit till stigande elpriser och högre KPIF-inflation under sommaren. Sommarens värder väntas inte ge några effekter på BNP-tillväxten och inflationen på lite sikt.

Stora skogsbränder, men begränsad påverkan på BNP

Stora skogsbränder har härjat i Gävleborgs, Jämtlands och Dalarnas län under sommaren. Uppskattningsvis 25 000 hektar skog och mark, eller 2,6 miljoner skogskubikmeter till ett värde av cirka 900 miljoner kronor, har brandskadats.¹⁰ Det är därmed betydande ekonomiska värden som gått förlorade även om de berörda områdena bara utgör ungefär en promille av de svenska skogarna.

BNP syftar till att mäta värdet av de varor och tjänster som produceras i ett land under en viss period. Skogsproduktionen sker kontinuerligt allteftersom skogen växer och bokförs i nationalräkenskaperna (NR) som lager av växande skog. När skog på något sätt förstörs, till exempel vid brand eller storm, så minskar därmed lagren av växande skog, vilket allt annat lika får en negativ effekt på tillväxten.¹¹ All skog har dock inte förstörts i bränderna utan vissa träd kan användas som sågtimmer och bränsle. Det innebär att lagren av timmer, en annan post i NR, ökar och nettoeffekten på företagets lager blir därför mindre. Därtill ökar BNP som en följd av det arbete som utförs på grund av bränderna: släckningsinsatser, röjningsarbeten och reparationer. Sammantaget bedöms effekterna på BNP-tillväxten av sommarens skogsbränder bli svagt negativa.

Som jämförelse kan man studera hur den kraftiga storm som drabbade Sverige 2005 och kom att kallas Gudrun, påverkade lagren av skog och BNP. Gudrun påverkade väsentligt större arealer och närmare 30 gånger så många skogskubikmeter berördes jämfört med sommarens bränder. Det första kvartalet 2005 minskade lagren av växande skog och bidrog påtagligt negativt till BNP-tillväxten. Detta motverkades dock nästan till fullo av att lagren av timmer också ökade. Den negativa nettoeffekten på BNP-tillväxten blev därmed mycket liten.

Minskade skördar bidrar till stigande livsmedelspriser

Sommarens torka har slagit både mot jordbruket och djurhållningen. Jordbruksverket har uppskattat att spannmåls-skörden blir närmare 30 procent mindre än förra året.¹² Jordbrukssektorn har dock över tiden minskat i betydelse för svensk BNP och står i dagsläget för cirka 0,3 procent av produktionen. Effekten på BNP av lägre jordbruksproduktion i år väntas därmed bli liten.

De små skördarna har bidragit till att priserna på vete och andra spannmål stigit. Detta väntas leda till att priserna på spannmålsbaserade livsmedel ökar något snabbare under hösten. Samtidigt har foderbristen inneburit att man på sina håll varit tvungen att nödslakta boskap, vilket medför att utbudet av svenskt kött ökar och att priserna kan dämpas. Sammantaget väntas stigande livsmedelspriser till följd av dåliga skördar bidra till att den uppmätta inflationstakten blir cirka 0,1 procentenheter högre än vad den annars skulle bli mot slutet av året.

Temporärt höga energipriser

Torkan har också inneburit att nivån i de nordiska vattenmagasinen är på mycket låga nivåer. Som en följd av detta har elpriserna stigit.

De stigande elpriserna bidrar till att förstärka skillnaderna mellan inflationen mätt med KPIF respektive KPIF exklusive energi. Det närmaste året väntas ökningstakten i KPIF överstiga ökningstakten i KPIF exklusive energi. Uppgången är däremot övergående och från och med slutet på nästa år ökar KPIF och KPIF exklusive energi i ungefär samma takt.

¹⁰ Se "Skog för över 900 miljoner kronor har brunnit", Pressmeddelande 23 juli 2018, Skogsstyrelsen.

¹¹ Det är fortfarande oklart om SCB kommer att definiera skogsbränderna som en naturkatastrof. Enligt Europeiska national- och regionalräkenskapssystemets manual

skulle i så fall inte den förstörda skogen bokföras i nationalräkenskaperna och de minskade lagren av skog skulle därmed inte påverka BNP-tillväxten negativt.

¹² Se "Skördeprognos för spannmål och oljevaxter", Statistiska meddelanden, JO 29 SM 1801, Statens Jordbruksverk, 2018.

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Konjunktoren i omvärlden är fortsatt gynnsam. I takt med att resursutnyttjandet i de utvecklade ekonomierna stiger framöver väntas även löneökningstakten och den underliggande inflationen stiga gradvis. Så småningom dämpas dock tillväxten i omvärlden då allt fler ekonomier uppnår normalt resursutnyttjande och penningpolitiken successivt normaliseras. Den svenska konjunktoren har blivit allt starkare under de senaste åren och bedöms vara starkare än normalt. Detta förklaras både av den goda globala tillväxten och av den goda inhemska efterfrågan som bland annat stigit till följd av den expansiva penningpolitiken. Även den svenska tillväxten väntas dämpas något de närmaste åren, men konjunktoren fortsätter att vara stark. Den allt starkare arbetsmarknaden väntas bidra till att löneökningstakten stiger gradvis vilket bidrar till stigande inflation i Sverige. Däremot väntas energipriserna framöver inte bidra till inflationen i samma utsträckning som de gjort de senaste två åren. Därtill väntas kronan stärkas gradvis, vilket också dämpar inflationen. Sammantaget bedöms KPIF-inflationen vara kring 2 procent under prognosperioden.

Omvärlden

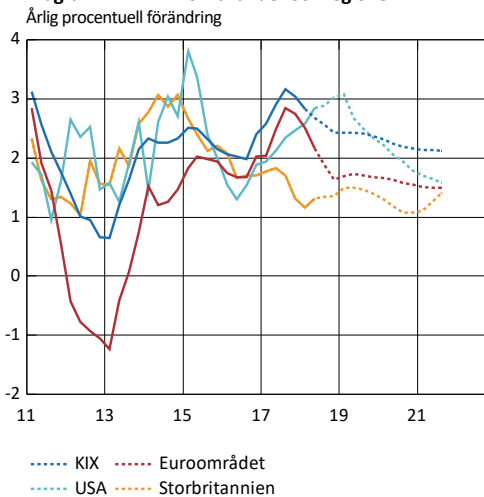
Fortsatt gynnsam internationell konjunktur

Efter stark BNP-tillväxt under 2017 har tillväxttakten under det första halvåret i år sammantaget dämpats något i de länder som är viktigast för svensk handel (se diagram 4:1). Det gäller bland annat euroområdet, medan USA är det främsta undantaget där tillväxten istället har stigit. Även om tillväxten har dämpats har den alltså goda konjunktoren medfört att arbetslösheten i euroområdet och flera andra utvecklade ekonomier fortsätter att minska (se diagram 4:2). Såväl hushåll som företag är fortsatt optimistiska, även om förtroendet dämpats något under de senaste månaderna. Att resursutnyttjandet ökar väntas bidra till att den underliggande inflationen i omvärlden stiger framöver. Samtidigt blir penningpolitiken successivt mindre expansiv och tillväxten i Sveriges viktigaste handelspartners (KIX-viktat) dämpas gradvis, från 2,6 procent i år till 2,2 procent 2020. I tillväxtekonomierna väntas en fortsatt hög tillväxt och den köpkraftjusterade sammanvägda globala tillväxten väntas uppgå till knappt 4 procent per år 2018–2020.

Stark konjunktur i USA

Förtroendet bland de amerikanska företagen och hushållen är på en fortsatt hög nivå. Detta indikerar en god BNP-tillväxt på kort sikt. Konjunktoren är stark och arbetslösheten är den lägsta på nästan 20 år. Den expansiva finanspolitiken i form av skattesänkningar och ökade offentliga utgifter väntas bidra till högre BNP-tillväxt i år och nästa år. De finansiella förhållandena är fortsatt gynnsamma för tillväxten även om de blir mindre expansiva när Federal Reserve fortsätter att höja styrräntan och minska sina tillgångsinnehav. BNP-tillväxten

Diagram 4:1. BNP i olika länder och regioner

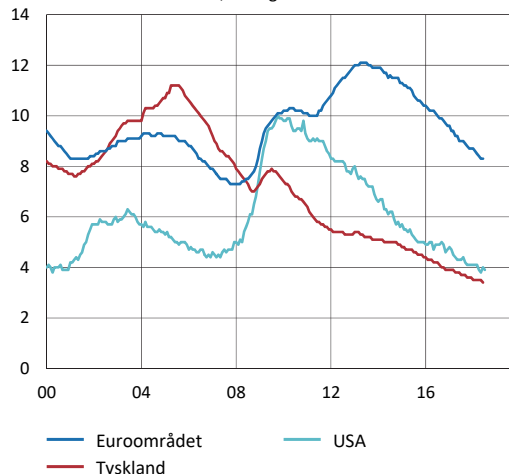


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

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

Diagram 4:2. Arbetslöshet i olika länder och regioner

Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Källa: OECD

väntas bli knappt 3 procent i år för att minska till ungefär 2 procent 2020.

Handelskonflikten mellan USA och Kina har tilltagit under juli och augusti (se faktarutan ”Kina nu fokus i USA:s handelskonflikter”). De hittills införda tullarna omfattar en relativt liten del av ekonomin och bedöms därför endast ha en liten dämpande effekt på den amerikanska och kinesiska tillväxten. Om handelskonflikten mellan USA och andra länder eskalerar eller sprider sig skulle dock denna effekt bli större för såväl USA som andra länder.

Gradvis lägre tillväxt i euroområdet

Tillväxten i euroområdet har växlat ned under det första halvåret i år jämfört med 2017. Tidigare indikationer på att inbromsningen var tillfällig har inte bekräftats av ny statistik. Detaljhandeln och industriproduktionen har visserligen återhämtat sig något, men tillväxten är alltjämt lägre än i fjol. Även förtroendet bland företag och hushåll har dämpats. Arbetslösheten, som minskat stadigt sedan den statsfinansiella krisen, fortsätter att sjunka framöver men detta sker långsammare då resursutnyttjandet nu är nära normala nivåer. Tillväxttakten i konsumtion och investeringar dämpas i takt med att uppdämda behov har tillgodosetts. Sammantaget bedöms BNP-tillväxten i år bli fortsatt relativt hög, men det är nu mer tydligt att tillväxttoppen är passerad. Kommande år växlar BNP-tillväxten ned ytterligare mot en mer normal takt. I Italien väntas den politiska oron bidra till att dämpa tillväxten, men oron bedöms endast marginellt påverka tillväxten för euroområdet som helhet.

Tilltagande utmaningar för vissa tillväxtländer

De senaste månaderna har tillväxtekonomier påverkats av det stigande oljepriset, den starkare dollarn och USA:s handelsrestriktioner. Oljeexporterande ekonomier som Ryssland har gynnats av att oljepriset stigit (se diagram 4:3). En starkare dollar och stigande amerikanska räntor har bidragit till oro i de länder som är beroende av dollarfinansiering som exempelvis Argentina och Turkiet. Oron i Turkiet har dessutom förstärkts av lågt förtroende för den ekonomiska politiken och amerikanska sanktioner. Detta har bidragit till att den turkiska valutan försvagats kraftigt. Även i Argentina och Brasilien hämmas utvecklingen av ett minskat förtroende för den ekonomiska politiken.

I Kina ses tecken på en något dämpad inhemsk efterfrågan. En bidragande orsak är att nya regleringar bidragit till att kreditillväxten avtagit. Handelskonflikten mellan USA och Kina har också förvärrats under sommaren. Försvagningen av den kinesiska växelkursen gentemot dollarn kan dock i viss mån motverka de negativa effekterna på handeln av högre handelshinder. Handelshindren och dämpningen i efterfrågan har medfört att myndigheterna nu väntas föra en mer expansiv finanspolitik. Sammantaget väntas BNP-tillväxten i år vara i linje med regeringens tillväxtmål på runt 6,5 procent. Därefter

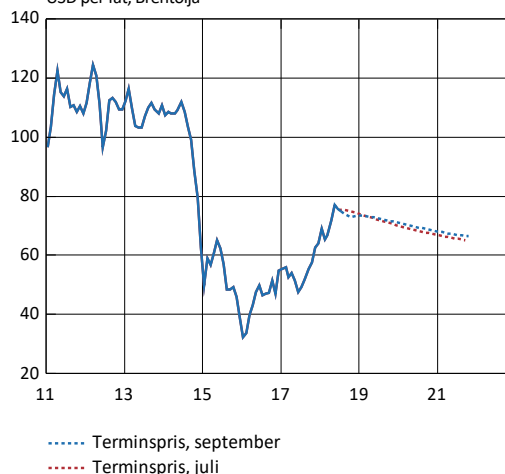
Kina nu fokus i USA:s handelskonflikter

Den 23 mars införde USA importtullar på stål och aluminium på 25 respektive 10 procent. Flera länder, däribland medlemmarna i EU beviljades initialt undantag, men sedan den 1 juni gäller tullarna även för dessa länder. Den 22 juni införde EU motåtgärder som bland annat inkluderar utökade tullar på motorcyklar och stål-, aluminium- och jordbruksprodukter. USA utreder även att införa tullar på import av fordon och fordonskomponenter. Dessa väntas inte införas så länge förhandlingar i syfte att minska införda handelshinder mellan EU och USA pågår.

USA införde också 25-procentiga tullar för importvaror från Kina för 34 miljarder dollar från den 6 juli och för ytterligare 16 miljarder från den 23 augusti. Kina svarade med motsvarande tullhöjningar på varor från USA. Därutöver överväger USA att införa ytterligare importtullar med upp till 25 procent på kinesiska varor för 200 miljarder dollar. Kina har svarat att de då avser att höja importtullarna på varor från USA för 60 miljarder dollar. Värdet av de varor som omfattas kan jämföras med USA:s import av varor från Kina som var cirka 505 miljarder dollar 2017, medan motsvarande export till Kina var cirka 130 miljarder dollar. Sammantaget bedöms de åtgärder som introducerats ha begränsade effekter på den globala tillväxten. Men om handelskonflikten mellan USA och andra länder skulle eskalera eller sprida sig, kan effekterna bli större för den globala ekonomin.

Diagram 4:3. 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

väntas tillväxttakten bli gradvis lägre i takt med att ombalanseringen mot en mer konsumtionsdriven tillväxt fortgår. År 2020 väntas tillväxten uppgå till cirka 6 procent.

Långsamt stigande inflationstryck i omvärlden

Ett högre oljepris under första halvåret 2018 har bidragit till att inflationen stigit i omvärlden (se diagram 4:3 och 4:4). I euroområdet väntas stigande oljepriser bidra till att inflationen fortsätter vara kring 2 procent under andra halvåret. Framöver väntas oljepriset sjunka något, och då blir bidraget från energipriserna till inflationen gradvis mindre.

Kärninflationen, mätt som inflationstakten exklusive energi- och livsmedelspriser, väntas stiga något i omvärlden men ändå förbli relativt måttlig. I euroområdet är kärninflationen fortsatt låg. Ett mer ansträngt resursutnyttjande gör att lönerna väntas stiga lite snabbare framöver vilket bedöms bidra till att kärninflationen stiger gradvis, från omkring 1 procent nu till strax under 2 procent i slutet av prognosperioden. I USA är kärninflationen i linje med Federal Reserves inflationsmål. Prognosen är att den ska förbli så, bland annat till följd av ett fortsatt högt resursutnyttjande under de kommande åren.

Svag krona förstärks gradvis

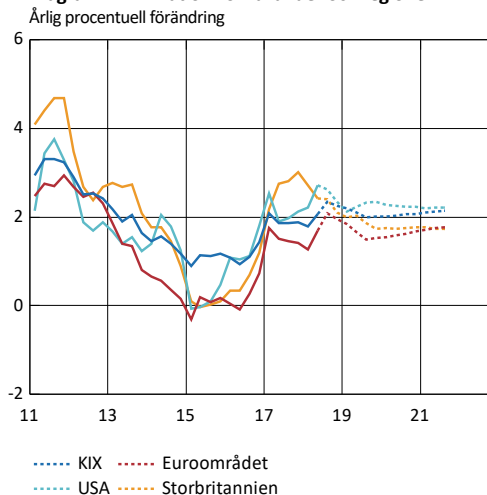
Kronans växelkurs har försvagats under året i såväl reala som nominella termer (se diagram 4:5). Kronan tenderar att försvagas i tider av förhöjd osäkerhet om den internationella utvecklingen. Oro för utvecklingen i Turkiet och Italien kan därför ha bidragit till kronförsvagningen. Att förväntningarna på den svenska penningpolitiken gått i mer expansiv riktning än förväntningarna på penningpolitiken i omvärlden kan också ha spelat en roll. I reala termer är kronan nu historiskt svag trots att Sverige under en längre tid haft en starkare realekonomisk utveckling än omvärlden. Det talar för att kronkursen kommer att stärkas på sikt, men det är osäkert till vilken nivå och hur snabbt det kommer att ske. Mot bakgrund av att kronan under den senaste tiden blivit svagare än Riksbankens prognoser, bedöms förstärkningen av växelkursen nu ske i något långsammare takt än i föregående prognos.

Sverige

Stark konjunktur består

En stark global konjunktur har tillsammans med den expansiva penningpolitiken och det omfattande bostadsbyggandet lagt grunden för en allt starkare konjunktur de senaste åren. Resursutnyttjandet bedöms även framöver vara högre än normalt, men den svenska tillväxten mattas av i takt med att byggandet och tillväxten på viktiga svenska exportmarknader minskar. Sammantaget väntas BNP-tillväxten uppgå till knappt 3 procent i år för att därefter sjunka till ungefär 2 procent 2019 och 2020 (se diagram 4:6). Då befolkningen

Diagram 4:4. Inflation i olika länder och regioner

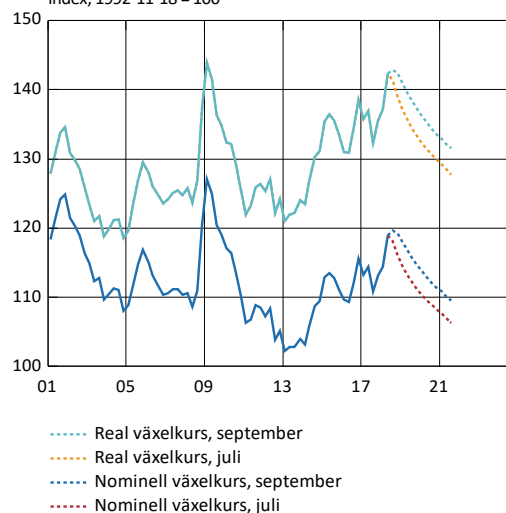


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

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

Diagram 4:5. Real och nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100

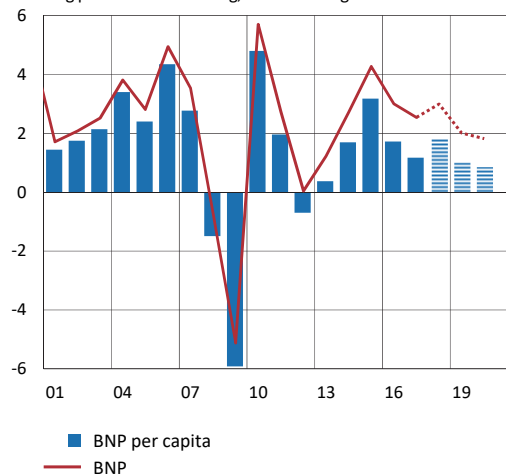


Anm. Real växelkurs är beräknad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. Utfall för real växelkurs, nominell växelkurs och prognoser avser kvartalsmedelvärden. KIX är en sammanvägning av 32 länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

Diagram 4:6. BNP och BNP per capita

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Källor: SCB och Riksbanken

samtidigt växer väntas tillväxten i BNP per capita bli ungefär en procentenhet lägre. Den, jämfört med tidigare år, svaga tillväxten i BNP per capita de kommande två åren beror på flera olika faktorer. Produktivitetstillväxten väntas bli jämförelsevis svag och konjunkturläget fortsätter inte att förstärkas, vilket dämpar tillväxten i total BNP. Samtidigt växer befolkningen utanför arbetsför ålder snabbare än populationen som helhet, vilket inte påverkar BNP särskilt mycket, men innebär att BNP per capita växer långsammare.

Tillväxten i den utländska efterfrågan dämpas något de kommande åren

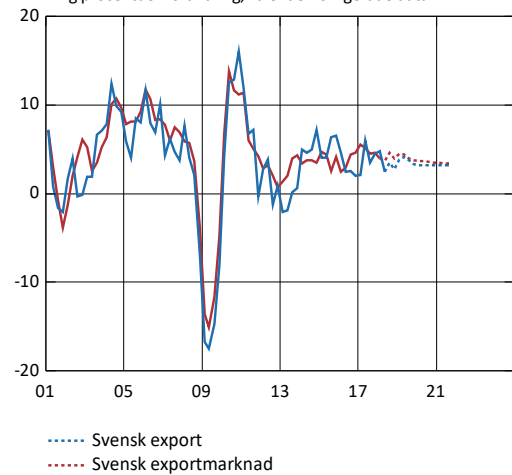
Många viktiga svenska exportmarknader har upplevt en stark konjunkturåterhämtning de senaste åren. Framöver väntas dock deras tillväxt mattas av något, vilket i sin tur bidrar till att efterfrågan på svensk export blir något svagare. Effekterna på svensk export av den senaste tidens svaga krona bedöms samtidigt bli måttliga, bland annat eftersom kronförsvagningen bedöms vara tillfällig och svenska exportvaror innehåller en stor andel importerade insatsvaror. Sammantaget bedöms exporten av svenska varor och tjänster växa med 3 till 4 procent per år de kommande åren (se diagram 4:7).

Avmattningen på bostadsmarknaden dämpar utvecklingen i inhemsk efterfrågan

Det höga kapacitetsutnyttjandet i industrin tillsammans med växande efterfrågan på svenska varor och tjänster ökar näringslivets behov av nyinvesteringar. Samtidigt verkar utvecklingen på bostadsmarknaden i motsatt riktning, då flera år av mycket snabbt växande bostadsinvesteringar har mättat efterfrågan på vissa typer av bostäder och bidragit till lägre bostadspriser. Prisnedgången är visserligen måttlig jämfört med uppgången åren innan, men den bedöms ändå bidra till att utbudet av nya bostäder växer långsammare framöver. Då antalet nybyggda hyresrätter, i linje med Boverkets bedömning i juni, inte väntas minska i någon större utsträckning, är det framförallt antalet påbörjade bostadsrätter och småhus som väntas minska. Nedgången för dessa bostäder uppgår sammantaget till knappt 30 procent under 2018 och 2019 jämfört med 2017. Antalet påbörjade bostäder fortsätter ändå att vara högt i ett historiskt perspektiv, då en god sysselsättnings-tillväxt och ett lågt ränteläge lägger grunden för en fortsatt hög efterfrågan på bostäder. Bostadsinvesteringarna, som utöver produktion av nya bostäder också utgörs av bland annat ombyggnation, minskar sammantaget endast marginellt i år, men minskar med mer än tio procent 2019. Utvecklingen i bostadsinvesteringarna tynger därmed den årliga BNP-tillväxten med början 2019 i kontrast till betydande positiva bidrag till BNP-tillväxten de fyra senaste åren. 2020 väntas bostadsinvesteringarna utgöra drygt 4,5 procent av BNP, vilket trots nedgången är högt i ett historiskt perspektiv (se diagram 4:8), men inte i en internationell jämförelse.

Diagram 4:7. Export och svensk exportmarknad

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data

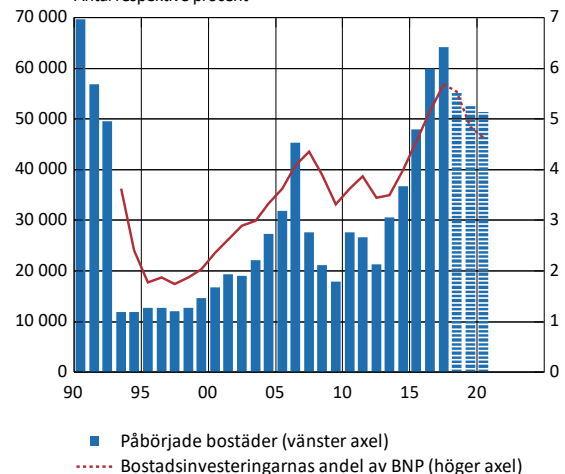


Anm. Index över svensk exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av importen i de länder som inkluderas i KIX och täcker cirka 85 procent av den totala svenska exportmarknaden.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:8. Påbörjade bostäder och bostadsinvesteringar

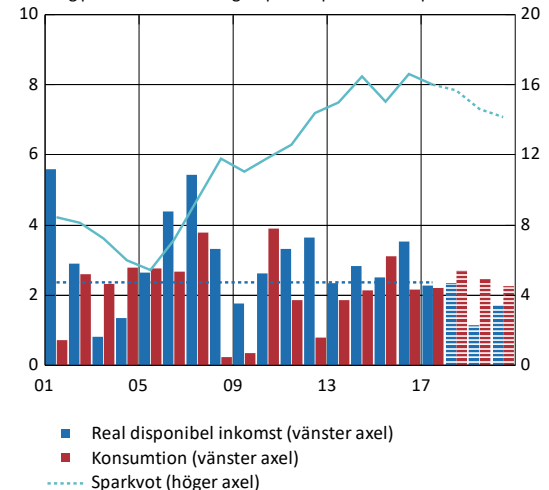
Antal respektive procent



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:9. Hushållens reala disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



Anm. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator. Streckad linje avser genomsnitt av konsumtionstillväxten 1994–2017.

Källor: SCB och Riksbanken

Avmattningen på bostadsmarknaden bedöms ha bidragit till att dämpa hushållens förtroende, men väntas ha måttlig betydelse för konsumtionsutvecklingen de kommande åren. Hushållen har under en längre tid sparat en allt större del av sina inkomster. Då hushållens disponibla inkomster ökar långsammare, när sysselsättningstillväxten dämpas och bolåneräntorna börjar stiga, väntas hushållens genomsnittliga sparande minska något för att upprätthålla en fortsatt god tillväxt i konsumtionen de kommande åren (se diagram 4:9).

Skulderna fortsätter öka trots lägre priser på bostäder

Trots nedgången i bostadspriserna fortsätter skulderna att öka, om än i en långsammare takt. Detta beror på att den som köper en bostad idag i genomsnitt betalar ett betydligt högre pris än säljaren gjorde tidigare. Lånen för att finansiera bostadsköp idag blir då också större än det genomsnittliga lånet hos de som säljer sin bostad. Omsättningen på bostäder bidrar därmed till att hushållssektorns samlade skulder ökar. Den historiskt höga nyproduktionen av bostadsrätter och småhus bidrar också till att antalet bostadsägare med bostadslån ökar relativt snabbt.

Den senaste tidens mer dämpade utveckling vad gäller priser, omsättning och nyproduktion väntas bidra till en lägre tillväxt i hushållens skulder de kommande åren. Skulderna växer dock fortfarande något snabbare än hushållens disponibla inkomster och den så kallade skuldkvoten fortsätter därför att öka (se diagram 1:12).

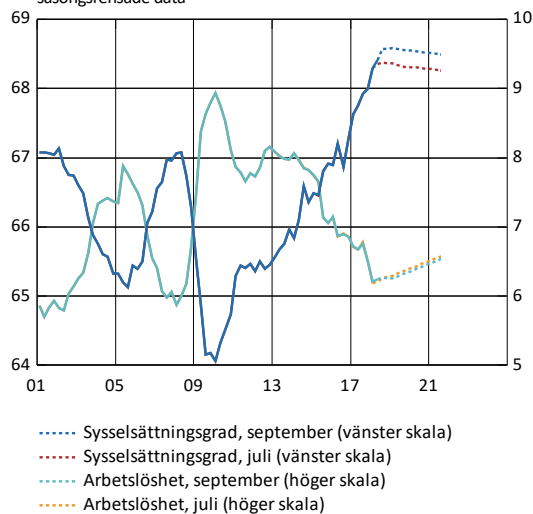
Dålig matchning på arbetsmarknaden

Läget på arbetsmarknaden har förbättrats kontinuerligt sedan början av 2013 med stigande sysselsättningsgrad och sjunkande arbetslöshet (se diagram 4:10). Efterfrågan på arbetskraft är fortsatt stor och antalet sysselsatta bedöms öka med nästan 2 procent i år. Utbudet av arbetskraft har ökat snabbt i flera år, men väntas de kommande åren dämpas när befolkningstillväxten minskar i gruppen personer i arbetsför ålder.

Samtidigt som utvecklingen på arbetsmarknaden har varit gynnsam finns det tecken på att det är svårt att matcha de arbetssökande med de lediga jobben. Bland annat är bristtalen på en hög nivå och rekryteringstiderna långa. Ett vanligt sätt att illustrera hur väl matchningen på arbetsmarknaden fungerar är den så kallade Beveridgekurvan som visar sambandet mellan arbetslöshet och vakansgrad. Stigande vakansgrad brukar vara kopplat till sjunkande arbetslöshet och vice versa. Efter finanskrisen har arbetslösheten varit högre för en given nivå på vakansgraden, vilket illustreras av att Beveridgekurvan skiftat utåt, ett tecken på att matchningen på arbetsmarknaden har försämrats jämfört med tiden före finanskrisen (se diagram 4:11). En förklaring till detta är sannolikt att inflödet i arbetskraften, i synnerhet av utomeuropeiskt födda, har varit stort sedan finanskrisen. Det har även medfört att andelen inskrivna arbetslösa som tillhör så kallade utsatta grupper ökat

Diagram 4:10. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet

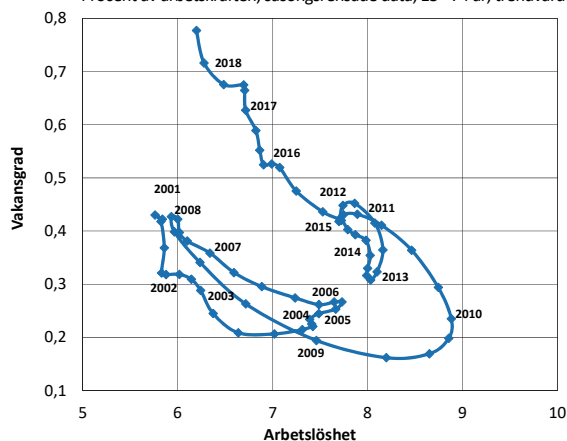
Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15 - 74 år, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:11. Beveridgekurvan

Procent av arbetskraften, säsongsrensade data, 15 - 74 år, trendvärden

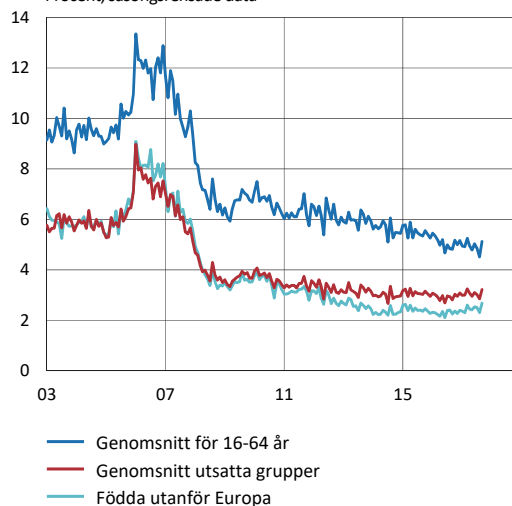


Anm. Årtalen markerar första kvartalet respektive år. Vakanser i näringslivet

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:12. Jobbchans

Procent, säsongsrensade data



Anm. Jobbchansen är beräknad som andelen personer som lämnat arbetslöshet eller program för ett osubventionerat arbete av antalet inskrivna föregående månad.

Källa: Arbetsförmedlingen

och nu utgör drygt 75 procent.¹³ Andelen av de inskrivna arbetslösa som får ett osubventionerat arbete per månad, den så kallade jobbchansen, har fallit de senaste åren (se diagram 4:12). För utomeuropeiskt födda och övriga arbetslösa som tillhör en utsatt grupp på arbetsmarknaden är jobbchansen relativt låg. Att andelen utomeuropeiskt födda i arbetskraften förväntas öka den närmaste tiden gör att Riksbanken bedömer att arbetslösheten kommer att stiga något de kommande åren.

Resursutnyttjandet bedöms för tillfället vara högre än normalt. Företagens svårigheter att hitta personal trots att det finns många arbetslösa, samt en långsammare ökning av arbetskraften bidrar till att sysselsättningstillväxten dämpas de kommande åren. Den starka utvecklingen på arbetsmarknaden bidrar till att resursutnyttjandet väntas vara relativt högt även framöver. Men efterfrågan växer långsammare framöver och resursutnyttjandet minskar något de kommande åren (se diagram 4:13).

Lönerna stiger i måttlig takt

Den allt starkare arbetsmarknaden bedöms bidra till att löneökningstakten enligt konjunkturlönestatistiken stiger gradvis under prognosperioden, men den bedöms ändå bli fortsatt måttlig i förhållande till resursutnyttjandet (se diagram 4:14). Flera andra faktorer talar också för högre löneökningar framöver, exempelvis har inflationen stigit och lönerna i euroområdet väntas stiga lite snabbare framöver. Produktivitetstillväxten väntas också stiga även om den bedöms förbli förhållandevis låg under prognosperioden. Enligt undersökningarna av Riksbanken respektive TNS Sifo Prospera har förväntningarna på löneökningstakten hos företagen och arbetsmarknadens parter trendmässigt stigit de senaste åren (se diagram 4:15). För en stor del av arbetsmarknaden löper de nuvarande kollektivavtalen ut under 2020, vilket gör det svårare att bedöma löneutvecklingen under detta år.

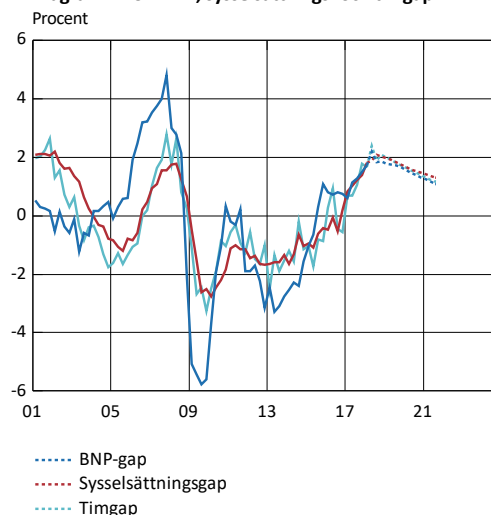
Medan konjunkturlönerna räknas som det officiella måttet på löneutvecklingen i svensk ekonomi, så är nationalräkenskapernas arbetskostnader, det vill säga summan av lönerna och arbetsgivaravgifterna, ett bredare mått på företagens faktiska kostnader för arbetskraften. Under prognosperioden bedöms såväl båda dessa liksom nationalräkenskapernas timlöner stiga ungefär lika snabbt. De kommande åren bedöms tillväxttakten i produktiviteten bli lägre än ett historiskt genomsnitt, och arbetskostnaderna per producerad enhet ökar med ungefär 2 procent per år, en relativt normal ökningstakt (se diagram 4:16).

Inflationen nära 2 procent de närmaste åren

I juli uppgick inflationen mätt med KPIF till 2,2 procent (se diagram 4.17). Högre energipriser än väntat bidrog till att detta var något högre än i prognosen i den penningpolitiska

¹³ Utsatta grupper avser arbetslösa som saknar gymnasieutbildning, är utomeuropeiskt födda, har ett funktionshinder och/eller är i åldersgruppen 55–64 år.

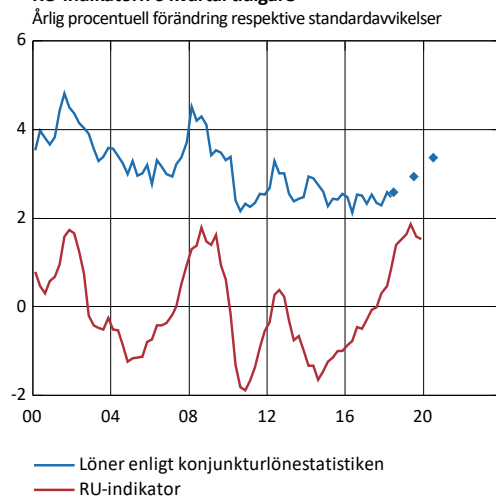
Diagram 4:13. BNP-, sysselsättnings- och timgap



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

Källor: SCB och Riksbanken

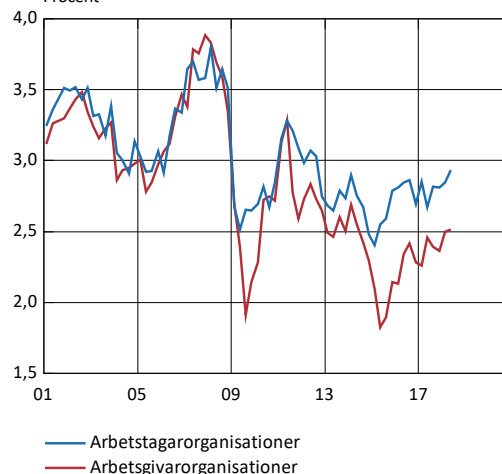
Diagram 4:14. Lönerna enligt konjunkturlönestatistiken och RU-indikatorn 6 kvartal tidigare



Anm. Medlingsinstitutets prognos på definitivt utfall för konjunkturlönerna 2017kv3–2018kv2. RU-indikatorn är ett mått på resursutnyttjandet. Den är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 4:15. Förväntningar om årlig löneökningstakt på två års sikt hos arbetsmarknadens parter



Källa: TNS Sifo Prospera

rapporten i juli. Olika mått pekar på att den underliggande inflationen, som ger en indikation på vart inflationen är på väg, är lägre. Medianen av ett flertal sådana mått var i juli 1,5 procent (se diagram 3:3). Ett av dessa mått, KPIF-inflationen exklusive energi, uppgick i juli till 1,3 procent, något lägre än i Riksbankens prognos (se diagram 4:18).

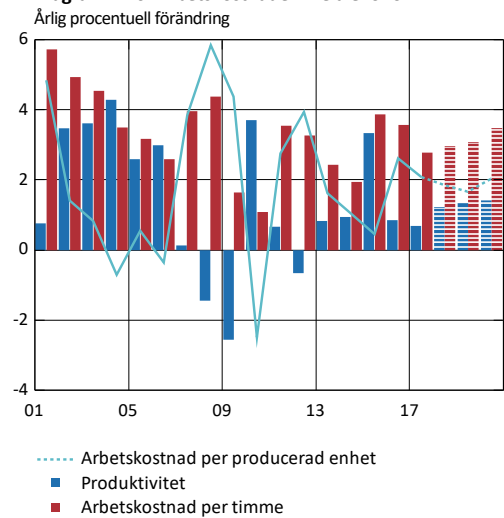
Det allt bättre konjunkturläget i svensk ekonomi har bidragit till stigande inflation de senaste åren. Kronförsvagningar, som påverkar bland annat priserna på livsmedel och andra importerade varor, har också bidragit till inflationsuppgången. Även högre energipriser har bidragit till stigande KPIF-inflation. Under 2017 berodde inflationsuppgången till viss del på tillfälligt höga ökningstakter i tjänstepriserna. Mot bakgrund av detta har tjänstepriserna därefter ökat något långsammare, men även ökningstakten i livsmedels- och varupriserna har sjunkit något under sommaren (se diagram 3:2). Det senaste året har därför uppgången i KPIF-inflationen avstannat och legat runt 2 procent. Att tjänstepriser ökat i en långsammare takt har motverkats av att energipriserna stigit allt snabbare.

Under de kommande åren väntas det höga resursutnyttjandet i Sverige fortsätta att fungera som en drivkraft för inflationen. Därutöver stiger den underliggande inflationen i omvärlden. Samtidigt väntas kronan stärkas gradvis vilket har en återhållande effekt på inflationstakten. Energipriserna väntas inte heller bidra i samma utsträckning som de gjort de senaste åren. Sammantaget bedömer Riksbanken att KPIF-inflationen kommer att vara nära 2 procent de närmaste åren (se diagram 4:17). När reporäntan, och därmed bolåneräntorna, börjar stiga mot slutet av 2018 ökar hushållens räntekostnader snabbare vilket medför att inflationen mätt med KPI ökar snabbare än inflationen mätt med KPIF.

Små revideringar av inflationsprognosen

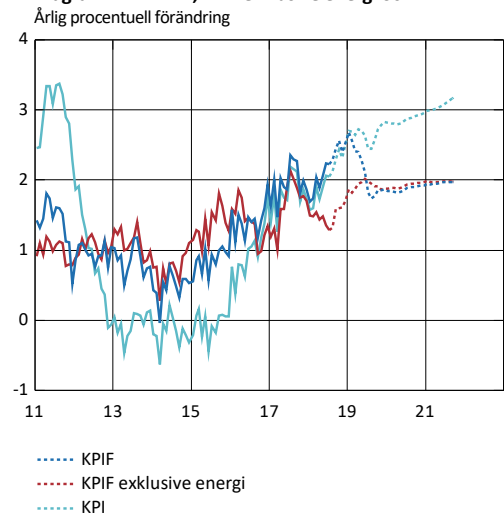
De konjunkturrella förutsättningarna för inflationsutvecklingen bedöms vara i stort sett oförändrade sedan den förra penningpolitiska rapporten. Resursutnyttjandet väntas vara fortsatt högt de närmaste åren. Trots en svagare krona bidrar den något lägre löneökningstakten i kombination med lägre utfall än väntat till att KPIF-inflationen rensat för energiprisförändringar blir något lägre i år och nästa år. På längre sikt är prognosen för KPIF exklusive energipriser oförändrat nära 2 procent. Jämfört med prognosen i juli väntas energipriserna vara högre det närmaste året. Det gör att KPIF-inflationen väntas öka snabbare jämfört med prognosen i juli. Men under 2019 kommer ökningstakten i energipriserna istället att dämpas och inflationen sjunker tillbaka till strax under 2 procent. På lite sikt är dock prognosen oförändrad (se diagram 1:10).

Diagram 4:16. Arbetskostnader i hela ekonomin



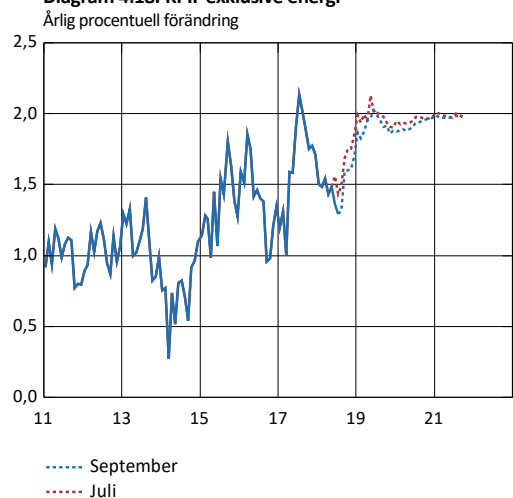
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:17. KPIF, KPIF exklusive energi och KPI



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:18. KPIF exklusive energi



Källor: SCB och Riksbanken

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2018 kv 2	2018 kv 3	2018 kv 4	2019 kv 3	2020 kv 3	2021 kv 3
Reporänta	-0,50	-0,50 (-0,50)	-0,50 (-0,43)	-0,05 (0,01)	0,52 (0,57)	1,09 (1,15)

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2016	2017	2018	2019	2020
KPIF	1,4	2,0	2,2 (2,1)	2,1 (2,1)	1,9 (1,9)
KPIF exkl. energi	1,4	1,7	1,5 (1,6)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)
KPI	1,0	1,8	2,0 (2,0)	2,7 (2,7)	2,9 (2,9)
HIKP	1,1	1,9	2,1 (2,0)	2,1 (2,0)	1,8 (1,8)

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 (-0,5)	-0,1 (-0,1)	0,4 (0,5)
10-årsränta	0,5	0,7	0,7 (0,8)	1,4 (1,5)	2,1 (2,2)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	111,7	112,9	118,0 (116,9)	116,3 (112,8)	112,6 (109,3)
Offentligt finansiellt sparande*	1,2	1,3	1,0 (0,8)	0,9 (0,9)	0,7 (0,9)

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

	2016	2017	2018	2019	2020
Styrränta i omvärlden, procent	-0,1	-0,1	0,1 (0,1)	0,2 (0,2)	0,5 (0,5)
Råoljepris, USD/fat Brent	45,1	54,8	72,3 (72,9)	72,4 (72,1)	69,6 (68,4)
Svensk exportmarknad	3,6	4,9 (5,1)	4,1 (3,8)	4,1 (3,9)	3,6 (3,5)

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

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

* Procent av arbetskraften

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

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