

Penningpolitisk rapport

April 2019



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 24 april 2019. 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 tio dagar 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

Svagare inflationsutsikter 5

Den aktuella penningpolitiken 6

Osäkerhet och risker 9

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden 12

Utvecklingen internationellt 12

Finansiella förhållanden i Sverige 14

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget 18

Inflationen i Sverige 18

Global och svensk konjunktur 20

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna 24

Omvärlden 24

Sverige 27

Tabeller 32

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Den goda globala konjunkturen håller i sig men har gått in i en fas med lägre tillväxttakter. Dämpningen av tillväxten i omvärlden har skett ungefär i linje med Riksbankens prognos men inflationen har utvecklats oväntat svagt, särskilt i euroområdet. Osäkerheten om omvärldsutvecklingen är fortsatt stor.

Aktiviteten i svensk ekonomi är hög och inflationen är nära 2 procent. Visserligen väntas inflationen sjunka tillbaka tillfälligt i år eftersom energipriserna inte bedöms öka lika snabbt som under förra året. Men den starka konjunkturen i Sverige och stigande inflationstryck i omvärlden talar för en inflation nära målet även framöver. De senaste månadernas utfall tyder dock på att inflationstrycket är lite svagare än väntat. Tillsammans med lägre inflation i omvärlden tyder detta på att inflationen kommer att bli något lägre de närmaste åren jämfört med föregående prognos.

Direktionen har beslutat att behålla reporäntan oförändrad på $-0,25$ procent. Eftersom inflationsutsikterna ser något svagare ut bedömer direktionen att reporäntan kommer att ligga kvar på denna nivå en något längre tid än vad som bedömdes i februari. Prognosen för reporäntan är därmed nedreviderad och indikerar att nästa höjning sker mot slutet av året eller i början av nästa år. Höjningarna av reporäntan därefter väntas ske i en något långsammare takt jämfört med bedömningen i februari. Direktionen har även beslutat att Riksbanken från juli 2019 till december 2020 ska köpa statsobligationer till ett nominellt belopp om 45 miljarder kronor, vilket motsvarar ungefär hälften av de betalningar från förfall och kuponger som Riksbanken tar emot under denna period. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Svagare inflationsutsikter

God global konjunktur men oväntat dämpad inflation

Efter ett par år med hög global BNP-tillväxt befinner sig världskonjunkturen i en fas med lägre tillväxttakter. Den handelsviktade BNP-tillväxten bedöms bli drygt 2 procent per år de kommande åren, vilket motsvarar det historiska genomsnittet. Trots en lägre tillväxt väntas det genomsnittliga resursutnyttjandet i omvärlden ungefär ligga på en normal nivå. I flera länder som är viktiga för Sveriges handel har den underliggande inflationen utvecklats oväntat svagt på senare tid, vilket indikerar att inflationstrycket är lägre än väntat. Arbetslösheten har dock fallit under flera år och den starka arbetsmarknaden väntas fortsätta bidra till ett ökat kostnadstryck som får den underliggande inflationen att stiga gradvis.

En mildare ton i handelskonflikten mellan USA och Kina indikerar visserligen ett bättre samarbetsklimat men ovissheten kring formerna för Storbritanniens utträde ur EU kvarstår och osäkerheten om styrkan i den internationella ekonomin är fortsatt stor, i synnerhet i euroområdet.

I höstas var utvecklingen på de finansiella marknaderna volatil till följd av osäkerheten om den realekonomiska utvecklingen och den framtida penningpolitiska inriktningen. Sedan årsskiftet har dock flera centralbanker reviderat ned sina konjunktur- och inflationsutsikter och kommunicerat en mer

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
God omvärldskonjunktur men dämpade inflationsutsikter, särskilt i euroområdet. Flera centralbanker kommunicerar nu mer expansiv penningpolitik än tidigare.
Resursutnyttjandet i svensk ekonomi är fortsatt högre än normalt även om tillväxten dämpas.
Inflationen är nära 2 procent men utsikterna ser något svagare ut. Inflationsförväntningarna ligger kring 2 procent.
Slutsats: Reporäntan behålls på $-0,25$ procent. Eftersom inflationsutsikterna ser något svagare ut är prognosen för reporäntan nedreviderad. Den indikerar nu att nästa höjning sker mot slutet av året eller i början av nästa år och att höjningarna därefter kommer att ske i en långsammare takt. Direktionen har även beslutat att Riksbanken ska fortsätta köpa statsobligationer, till ett nominellt belopp om 45 miljarder kronor, från juli 2019 till december 2020.

Tabell 1:2.

Viktiga prognosrevideringar sedan PPR februari
Lite svagare tillväxt- och inflationsutsikter i euroområdet. Globala styrräntor väntas också vara något lägre kommande år.
Inflationen i Sverige har utvecklats svagare än väntat en tid. Genomslaget på konsumentpriserna av den starka efterfrågan, stigande kostnader och tidigare kronförsvagningar har hittills varit mindre än beräknat. Inflationsprognosen är därför nedreviderad trots något svagare krona och fortsatt högt resursutnyttjande kommande år.

expansiv penningpolitik. Dessa mjukare tongångar från centralbankerna har bidragit till att de finansiella förhållandena i omvärlden har blivit mer expansiva. Aktiepriserna har stigit, skillnader mellan räntor på riskfyllda och säkra tillgångar har minskat och räntorna på statsobligationer har fortsatt att sjunka. De finansiella förhållandena i Sverige har i hög grad påverkats av utvecklingen i omvärlden och är fortsatt expansiva och ger stöd till den ekonomiska utvecklingen.

Tillväxttakten växlar ner i stark svensk ekonomi

Svensk BNP ökade oväntat snabbt det fjärde kvartalet förra året, vilket delvis var en tillfällig effekt efter ett mycket svagt tredje kvartal. Förtroendeindikatorer har dämpats och ekonomin väntas nu gå in i en period med lägre tillväxt (se diagram 1:2). En långsammare global tillväxt har lett till att ökningstakten i efterfrågan på svenska exportmarknader har mattats av något och denna utveckling väntas fortsätta de närmaste åren. Även den inhemska efterfrågan väntas bli mer måttlig, främst till följd av en fortsatt nedgång i bostadsinvesteringarna.

Efterfrågan på arbetskraft är fortsatt hög. Läget på arbetsmarknaden har förbättrats under flera år med stigande sysselsättningsgrad och fallande arbetslöshet. I många grupper av befolkningen är sysselsättningsgraden mycket hög i ett historiskt perspektiv. Det har därmed blivit allt svårare för företagen att rekrytera den personal de söker. Detta bidrar tillsammans med lägre tillväxt till att arbetslösheten framöver stiger något. Sammantaget bedöms resursutnyttjandet på arbetsmarknaden, och i ekonomin som helhet, vara högre än normalt. Detta väntas också gälla under de närmaste åren även om resursutnyttjandet sjunker tillbaka något.

Inflationen sjunker i år

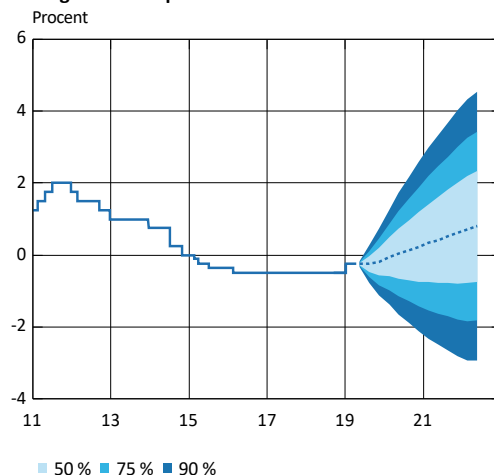
Inflationen har legat kring Riksbankens inflationsmål på 2 procent sedan början av 2017 (se diagram 1:3). Snabbt stigande energipriser är en viktig förklaring till detta, särskilt under fjolåret då inflationen under en tid var högre än 2 procent (se diagram 1:4). Under 2019 väntas ökningstakten i energipriserna bli lägre vilket bidrar till att inflationen sjunker, till som lägst knappt 1,5 procent i höst.

Flera faktorer tyder dock på att nedgången i inflationen blir tillfällig, däribland tidigare kronförsvagning, stigande livsmedelspriser och större hyreshöjningar än under senare år. Konjunkturen är dessutom stark och resursutnyttjandet väntas vara fortsatt högt de kommande åren samtidigt som inflationstrycket i omvärlden stiger. Det talar för att inflationen framöver kommer att vara nära inflationsmålet.

Den aktuella penningpolitiken

Det har krävts en kraftig penningpolitisk stimulans för att få tillbaka inflationen nära inflationsmålet. Riksbankens penning-

Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall

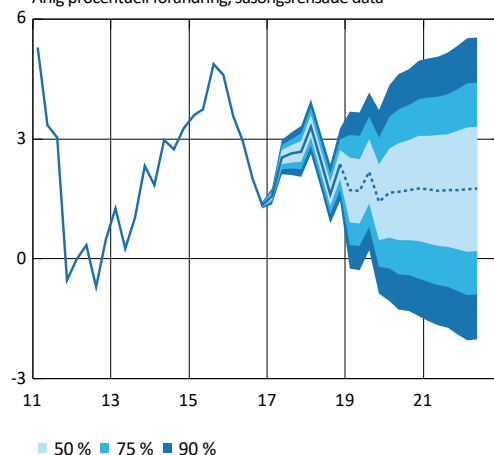


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel samt på riskpremiejusterade terminräntors prognosfel för perioden 1999 till dess att Riksbanken började publicera prognoser för reporäntan under 2007. Osäkerhetsintervallen tar inte hänsyn till att det kan finnas en nedre gräns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

Källa: Riksbanken

Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

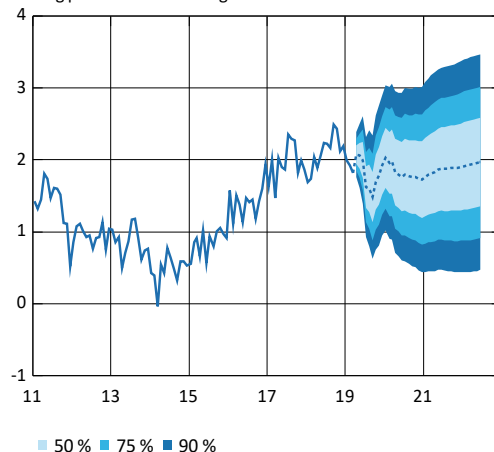


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. För BNP råder det osäkerhet även om rapporterade utfall eftersom nationalräkenskaperna revideras flera år efter första publicering.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

politik har haft ett tydligt genomslag på korta och långa marknadsräntor och på kronans växelkurs.² Penningpolitiken har bidragit till att inflationen och inflationsförväntningarna har varit nära 2 procent de senaste dryga två åren samt till att konjunkturen och arbetsmarknaden är stark. Behovet av en mycket expansiv penningpolitik har minskat något och efter en lång period med en styrränta på -0,50 procent höjde Riksbanken reporäntan till -0,25 procent i december 2018 (se diagram 1:5). Genomslaget av höjningen på de räntor som hushåll och företag möter har varit ungefär som väntat.

Något svagare inflationsutsikter

Den goda konjunkturen håller i sig även om utvecklingen i omvärlden liksom i Sverige är i en fas med lägre tillväxt än tidigare. Dämpningen av tillväxten i omvärlden har skett ungefär i linje med Riksbankens prognos. Samtidigt har inflationen, särskilt i euroområdet, utvecklats svagare än väntat vilket har föranlett en nedrevidering av inflationsprognosen. Den Europeiska centralbanken (ECB) bedömer nu att det kommer att ta längre tid för inflationen i euroområdet att närma sig inflationsmålet och har i samband med sina senaste beslut kommunicerat en mer expansiv penningpolitik. Även den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, har kommunicerat att den avser att föra en mindre åtstramande penningpolitik de närmaste åren än vad den tidigare signalerat. Marknadsaktörers förväntningar på omvärldens styrräntor har därmed justerats ner.

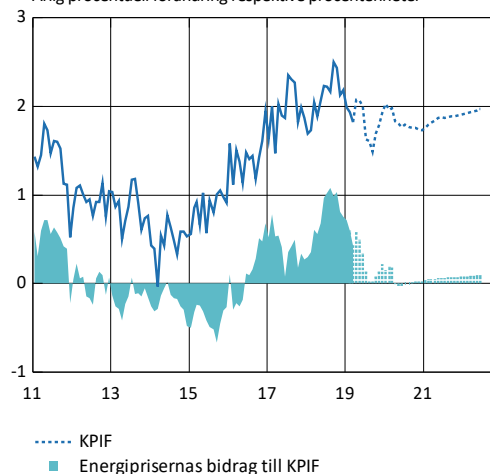
Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har aktiviteten i svensk ekonomi varit fortsatt hög. BNP-tillväxten blev oväntat snabb fjärde kvartalet och resursutnyttjandet bedöms vara högre än normalt. Den sedan flera år tillbaka höga efterfrågan har genererat en stark utveckling på arbetsmarknaden med en sysselsättningsgrad som är historiskt hög. Konjunktursiktorna ser fortsatt goda ut och har för svensk del inte ändrats i någon större utsträckning sedan bedömningen i februari.

Inflationen har stigit sedan 2014 och har de senaste dryga två åren legat nära inflationsmålet. Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har utfallen fortsatt att vara nära 2 procent, men liksom i föregående bedömning väntas inflationen sjunka tillbaka i år. Olika mått på den underliggande, mer varaktiga delen, av den uppmätta inflationen har stigit och medianen av dessa mått ligger nu på 2 procent (se diagram 1:6). Utfallen för inflationen har dock varit lägre än väntat de senaste månaderna. De oväntat låga utfallen för inflationen beror delvis på tillfälliga faktorer men bedöms också ha att göra med att genomslaget från den starka konjunkturen, de stigande kostnaderna och den svaga kronan har blivit något mindre än väntat.

² För en analys av effekterna på bolåneräntor, se Erikson, H. och Vestin, D., "Pass-through at mildly negative policy rates: The Swedish case", Staff memo, januari 2019, Sveriges riksbank.

Diagram 1:4. KPIF och bidrag från energipriser

Årlig procentuell förändring respektive procentenheter

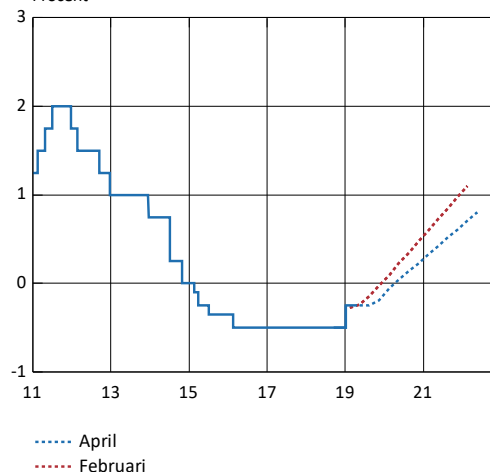


Anm. Energiprisernas bidrag till KPIF är i prognosen beräknat som årlig procentuell förändring i energipriserna multiplicerat med deras nuvarande vikt i KPIF.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:5. Reporänta

Procent

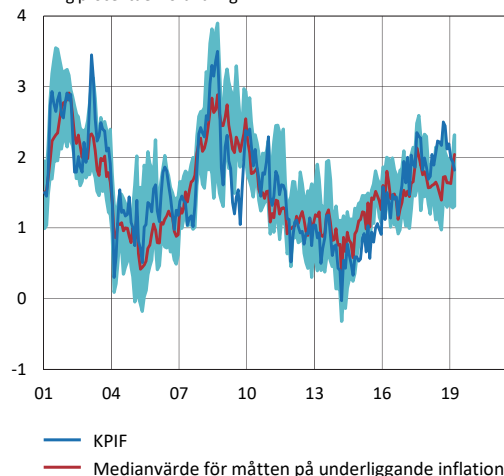


Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:6. KPIF och olika mått på underliggande inflation

Årlig procentuell förändring



Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland olika mått på underliggande inflation. Inkluderade mått är KPIF exkl. energi, UND24, Trim85, KPIF exkl. energi och färskvaror, persistensviktad inflation (KPIFPV), faktor från principalkomponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1).

Källor: SCB och Riksbanken

Tillsammans med lägre inflation i omvärlden talar detta för att inflationen kommer att bli något lägre de närmaste åren jämfört med föregående prognos (se diagram 1:7).

Räntehöjningar i något långsammare takt

Inflationen är sedan ett par år tillbaka nära målet och även inflationsförväntningarna har legat nära 2 procent (se diagram 1:7 och 1:8). Måluppfyllelsen har därmed varit god. Men penningpolitiken behöver hela tiden vara framåtblickande och utformas efter konjunktur- och inflationsutsikterna. Den senaste tidens utveckling talar nu för att inflationen framöver blir något lägre jämfört med bedömningen i februari (se diagram 1:7).

Oväntat låg inflation i både Sverige och omvärlden, låga räntor i omvärlden och osäkerhet om den globala utvecklingen understryker att det finns ett behov av att gå försiktigt fram med penningpolitiken. Direktionen har därför beslutat att lämna reporäntan oförändrad på $-0,25$ procent och bedömer att reporäntan kommer att ligga kvar på denna nivå en något längre tid än vad som bedömdes i februari. Prognosen för reporäntan är därmed nedreviderad och indikerar att nästa höjning av reporäntan kommer att ske mot slutet av året eller i början av nästa år (se diagram 1:5). Höjningarna av reporäntan därefter väntas ske i en något långsammare takt jämfört med bedömningen i februari.

Den reala reporäntan väntas vara negativ under hela prognosperioden, och mot slutet av perioden något lägre än i föregående prognos (se diagram 1:9).

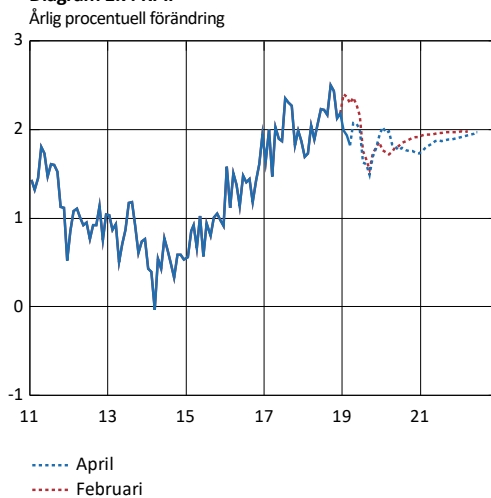
Att inflationsprognosen är lägre skulle kunna motivera en ännu mer expansiv penningpolitik. Men penningpolitiken är redan mycket expansiv och aktiviteten i den svenska ekonomin hög. Efter en tid med god måluppfyllelse och inflationsförväntningar vid 2 procent kan penningpolitiken bedrivas med mer tålamod. I och med att prisutvecklingen globalt är måttlig skulle det sannolikt krävas en betydligt mer expansiv penningpolitik i Sverige för att snabbt föra inflationen till målet. I nuläget är direktionsens sammantagna bedömning att detta vare sig behövs eller är lämpligt.

Riksbanken fortsätter köpa statsobligationer

Reporäntan är det primära verktyget för penningpolitiken. Men som en kompletterande penningpolitisk åtgärd har Riksbanken sedan 2015 också köpt en stor mängd nominella och reala svenska statsobligationer. Nettoköpen avslutades i december 2017 men förfall och kupongbetalningar har återinvesterats sedan dess. Innehavet uppgick i slutet av mars till 316 miljarder kronor.

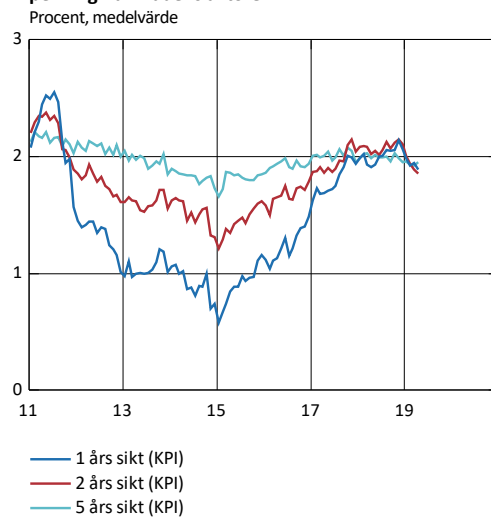
För att bibehålla en lämplig nivå på innehavet och Riksbankens närvaro i marknaden har direktionen beslutat att Riksbanken från juli 2019 till december 2020 ska köpa statsobligationer till ett nominellt belopp om 45 miljarder kronor (se diagram 1:10). Detta motsvarar ungefär hälften av de betalningar från förfall och kuponger som Riksbanken tar emot

Diagram 1:7. KPIF



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:8. Inflationsförväntningar bland penningmarknadens aktörer



Källa: Kantar Sifo Prospera

Diagram 1:9. Real reporänta



Anm. Den reala reporäntan är Riksbankens förväntade realränta, beräknad som ett medelvärde av Riksbankens reporänteprognos för det kommande året minus inflationsprognosen (KPIF) för motsvarande period. Utfall baseras på vid tidpunkten aktuella prognoser.

Källa: Riksbanken

under denna period. Beslutet innebär att Riksbanken upprätthåller innehavet nära den genomsnittliga nivån sedan början av 2018, efter att nettoköpen avslutades (se diagram 1:11). Att Riksbanken fortsätter köpa statsobligationer för att upprätthålla nivån på innehavet är i linje med den tidigare kommunicerade strategin för en gradvis normalisering av penningpolitiken.³

Direktionen kommer i god tid att avgöra om det är lämpligt att fortsätta köpa statsobligationer efter december 2020. På lång sikt väntas innehavet vara mindre än idag, men exakt hur stort det kommer att vara beror på flera faktorer som är svåra att bedöma idag. Riksbanken avser att hela tiden anpassa detaljerna kring normaliseringen av penningpolitiken med hänsyn till hur ekonomin utvecklas.

Osäkerhet och risker

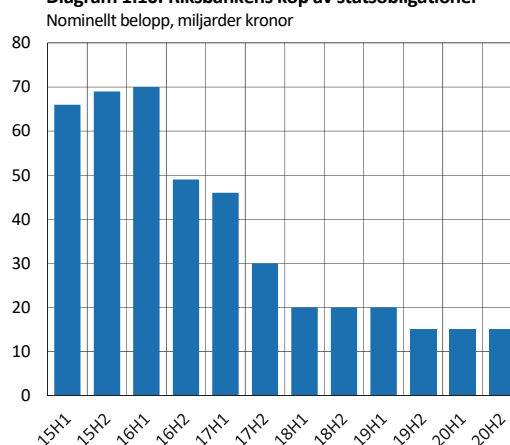
Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra, vilket osäkerhetsintervallen i diagram 1:1–1:3 illustrerar. I Riksbankens prognoser är riskerna för en starkare respektive svagare utveckling i princip balanserade. Det är dock svårt att bedöma hur sannolika olika framtida händelser 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.

Flera osäkerhetsfaktorer kring konjunkturutvecklingen i omvärlden och Sverige

I och med att Sverige är en liten öppen ekonomi har utvecklingen i omvärlden stor betydelse. Utöver den allmänna konjunkturbedömningen är det viktigt att förhålla sig till olika risker i omvärlden. De tre faktorer som dominerat riskbilden sedan en tid är effekterna av Storbritanniens utträde ur EU, handelskonflikten mellan USA och Kina samt utvecklingen i Italien.

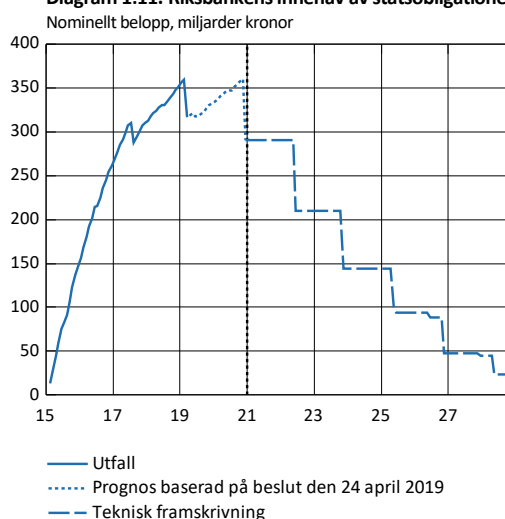
Europeiska rådet beslutade vid ett extrainsatt möte den 10 april att ge Storbritannien en förlängd tidsfrist till den 31 oktober att godkänna avtalet om utträde ur EU. En utvärdering kommer att göras vid nästa möte i Europeiska rådet i juni. Det finns fortfarande en risk för att Storbritannien lämnar EU utan ett avtal, men den bedöms vara liten. Ovissheten kring hur ett framtida avtal kommer att se ut innebär dock fortsatt osäkerhet för hushåll, företag och finansiella institut (se marginalrutan "Storbritanniens utträde ur EU skjuts upp" i kapitel 4).

Diagram 1:10. Riksbankens köp av statsobligationer



Källa: Riksbanken

Diagram 1:11. Riksbankens innehav av statsobligationer



Anm. Prognos fram till december 2020, därefter en teknisk framskrivning under antagandet att inga ytterligare köp görs. Vertikal linje markerar skiftet mellan prognos och teknisk framskrivning.

Källa: Riksbanken

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

När det gäller handelskonflikten mellan USA och Kina har riskerna på kort sikt minskat något den senaste tiden i och med att förhandlingsklimatet har förbättrats och USA har valt att skjuta upp höjningar av tullar på kinesisk import. Men likasom tidigare finns farhågor för att konflikten kan komma att omfatta fler länder och regioner. Den senaste händelseutvecklingen har riktat fokus på relationen mellan EU och USA, där risken för ökade handelshinder består, mot bakgrund av utspelen om eventuella nya tullar från USA och motåtgärder från EU. Den ekonomiska utvecklingen i Italien utgör också en risk för konjunkturen i Europa. Även om EU-kommissionens godkännande av den italienska budgeten gav ett visst andrum på kort sikt kvarstår betydande utmaningar både när det gäller de offentliga finanserna och banksektorn.

Alla dessa osäkerhetsfaktorer har sannolikt haft en negativ inverkan på tillväxten i euroområdet, som har dämpats det senaste året. En del av nedgången under andra halvåret 2018 bedöms visserligen vara av tillfällig karaktär. Men det finns en risk för att den avspeglar en mer bestående svaghet och att tillväxten i euroområdet blir lägre än i Riksbankens prognos.

I Sverige innebär utvecklingen på bostadsmarknaden fortsatt en betydande risk. Efter att ha fallit under hösten 2017 har bostadspriserna återhämtat sig något det senaste året (se diagram 1:12). Enligt Riksbankens prognos kommer priserna att fortsätta att stiga svagt, och fallet i bostadsinvesteringarna bedöms upphöra de kommande åren. Men den framtida utvecklingen av bostadspriserna är mycket osäker. Det kan inte uteslutas att prisutvecklingen på bostadsmarknaden blir svagare än i Riksbankens prognos. Detta skulle kunna medföra att inte bara bostadsinvesteringarna utan även hushållens konsumtion utvecklas svagare än förväntat.

Osäkerhet kring inflationsprognosen

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

En annan källa till osäkerhet kring inflationen är utvecklingen av kronans växelkurs. Kronan kan bli både starkare och svagare än i Riksbankens prognos. Av betydelse i sammanhanget är också svårigheterna att uppskatta växelkursens genomslag på inflationen. Hur kronan i slutändan påverkar konsumentpriserna bestäms av en mängd faktorer, vilket gör sambandet mellan växelkursen och inflationen komplicerat.⁴ En illustration av det är att inflationen den senaste tiden blivit överraskande låg, trots att kronan under förra året överlag blivit betydligt svagare än Riksbankens prognoser.

En ytterligare osäkerhetsfaktor rör utvecklingen av det inhemska kostnadstrycket. Trots en stark ekonomisk utveckling har löneökningarna i Sverige förblivit låga.⁵ Den låga öknings-

⁴ Se fördjupningen "Kronans betydelse för inflationen" i Redogörelse för penningpolitiken 2018, Sveriges riksbank.

⁵ Se fördjupningen "Phillipskurvan och penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport, juli 2018.

Sidoeffekter av penningpolitiken

Riksbanken analyserar kontinuerligt effekterna på ekonomin av den negativa reporäntan och de omfattande obligationsköpen.

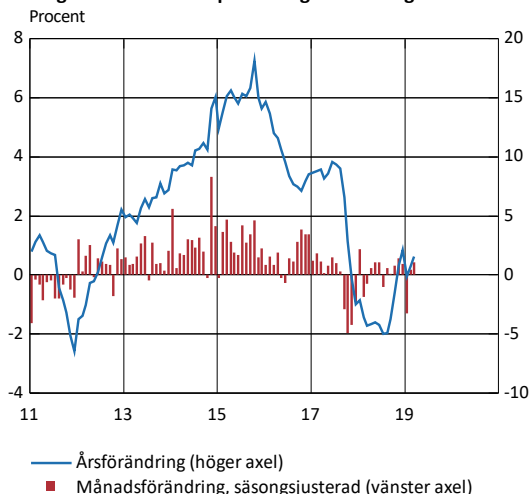
Låga räntor kan skapa incitament till ett för stort risktagande i ekonomin. Tillgångar kan bli övervärderade, risker felaktigt prissatta och olika aktörers skuldsättning kan öka på ett ohållbart sätt. Under en lång tid har uppgången i de svenska hushållens skuldsättning oroat. Uppgången beror bland annat på strukturella problem på bostadsmarknaden och på att realräntorna fallit trendmässigt i Sverige och omvärlden, men även den expansiva penningpolitiken har bidragit. 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 deras höga skuldsättning.

De finansiella marknadernas funktionssätt kan påverkas av negativ reporänta och statsobligationsköp. Hittills har marknaderna kunnat hantera negativ ränta relativt friktionsfritt. Men Riksbankens köp av statsobligationer har inneburit att en relativt stor andel av stocken inte finns tillgänglig för handel på marknaden. Enligt Finansmarknadsenkäten som Riksbanken publicerade i december ansåg cirka två tredjedelar av de svarande att statsobligationsmarknaden fungerar dåligt men andra marknader där aktörerna kan hantera ränterisker ansågs fungera bra. Enligt den enkätundersökning som Riksgälden publicerade i februari anser respondenterna att likviditeten i marknaden för nominella statsobligationer har förbättrats något under det senaste året.

De negativa räntorna har inte 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. De svenska bankernas vinster har de senaste åren varit höga och stabila och även om det skiljer sig åt något mellan banker så är lönsamheten sammantaget god. Bankernas resultat och utlåningskapacitet har inte påverkats nämnvärt av låga och negativa räntor och de eventuella sidoeffekterna av negativ ränta borde dessutom bli mindre när reporäntan har börjat höjas.

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

Diagram 1:12. Bostadspriser enligt HOX Sverige



Källor: Valueguard och Riksbanken

takten i lönerna hänger till en del samman med att produktiviteten utvecklats svagt, vilket gjort att arbetskostnaderna per producerad enhet har ökat i en historiskt sett ganska snabb takt de senaste åren.⁶ Men produktiviteten varierar mycket och är svår att prognostisera. Osäkerheten kring såväl lönerna som produktiviteten bidrar till att göra det svårt att bedöma det framtida inhemska kostnadstrycket.

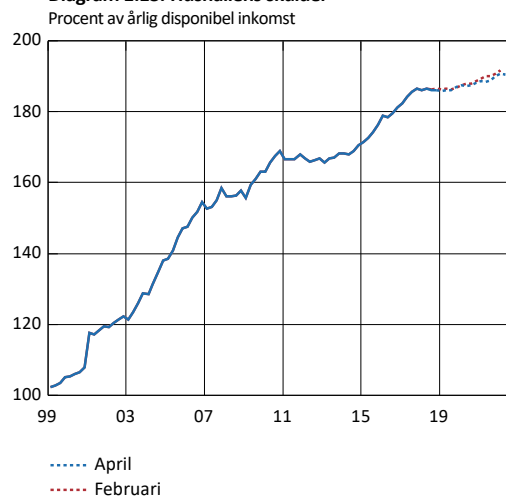
Det finns alltså sammantaget ett antal faktorer som skulle kunna leda till både lägre och högre inflation än vad som nu antas, och Riksbanken har beredskap att anpassa penningpolitiken om inflationsutsikterna skulle förändras. Riskerna för lägre inflation bedöms fortfarande förtjäna särskilt stor uppmärksamhet.

Riskerna förknippade med hushållens skuldsättning måste hanteras

Hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna bedöms fortsätta öka de kommande åren (se diagram 1:13). De högt skuldsatta hushållen är känsliga för flera typer av ändrade ekonomiska förutsättningar, exempelvis stigande räntor, sjunkande bostadspriser och stigande arbetslöshet. Finansinspektionens amorteringskrav, som syftar till att begränsa antalet hushåll med höga skulder i förhållande till bostadens värde och inkomsten, är ett exempel på åtgärd för att minska riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. En utvärdering som Finansinspektionen gjort indikerar att kraven i stort sett har haft avsedd effekt.⁷ Men utvärderingen visar också att eftersom kraven bara omfattar nya bolånetagare har amorteringstakten i hela stocken av bolån inte påverkats så mycket. Den har ökat från cirka 1,5 procent per år 2013 till cirka 1,8 procent per år 2018.

Att hushållens skulder under lång tid har ökat betydligt snabbare än deras disponibla inkomster beror bland annat på att den svenska bostadsmarknaden kännetecknas av en rad allvarliga strukturella problem. För att komma tillrätta med dessa krävs framför allt åtgärder inom bostads- och skattepolitiken. Exempel på tänkbara åtgärder är att se över regelverket kring nyproduktion av bostäder, hyressättningsystemet, beskattningen av kapitalvinster vid bostadsförsäljningar, fastighetsskatten och ränteavdragen.

Diagram 1:13. Hushållens skulder



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

Källor: SCB och Riksbanken

⁶ Se även fördjupningen "Utvecklingen av svenska arbetskostnader och vinster i ett internationellt perspektiv" i Penningpolitisk rapport, februari 2019.

⁷ Nya bolånetagare har köpt billigare bostäder och lånat mindre jämfört med om kraven inte hade införts. Se Finansinspektionen, "Den svenska bolånemarknaden", 2019.

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Marknadsaktörers förväntningar om en sämre makroekonomisk utveckling och frågetecken kring den framtida penningpolitiska inriktningen i flera stora ekonomier bidrog under det fjärde kvartalet i fjol till lägre aktiepriser, lägre räntor på säkra tillgångar och större ränteskillnader mellan riskfyllda och säkra tillgångar. Sedan början av 2019 har aktiepriserna stigit, ränteskillnaderna minskat och statsobligationsräntorna har fortsatt att falla i takt med att centralbankerna har kommunicerat en mer expansiv penningpolitik jämfört med tidigare. De finansiella förhållandena i omvärlden har därmed gradvis blivit mer expansiva sedan årsskiftet. I december förra året höjde Riksbanken reporäntan från –0,50 procent till –0,25 procent. Marknadsräntor och utlåningsräntor till företag har stigit ungefär lika mycket som reporäntan medan utlåningsräntor till hushåll har stigit något mindre än reporäntan. Kronan är svagare än prognosen i februari och de räntor som företag och hushåll möter är låga samtidigt som tillgången på krediter är god. De finansiella förhållandena i Sverige är därmed fortsatt expansiva och ger stöd till den ekonomiska utvecklingen.

Utvecklingen internationellt

Mer expansiva finansiella förhållanden i omvärlden

Det har varit stora svängningar på de finansiella marknaderna under det senaste halvåret. Under det fjärde kvartalet i fjol föll aktiepriser påtagligt, riskpremier i form av ränteskillnader mellan riskfyllda och säkra tillgångar ökade och räntor på statsobligationer sjönk. Det viktigaste skälet till detta var indikationer om försämrade makroekonomiska utsikter. Samtidigt fanns en osäkerhet om hur pass allvarlig konjunkturdämpningen skulle bli och hur penningpolitiken skulle reagera på de försämrade finansiella och makroekonomiska förhållandena. Sedan årsskiftet har flera centralbanker reviderat ned sina tillväxt- och inflationsprognoser och kommunicerat en mer expansiv penningpolitik. Detta har bidragit till att aktiepriserna har stigit och riskpremierna har minskat medan räntorna på statsobligationer har fortsatt att sjunka.

Men trots att penningpolitiken förväntas förbli expansiv under en lång tid framöver präglar osäkerheten om den realekonomiska utvecklingen fortfarande de finansiella marknaderna. Även om volatiliteten på marknaderna inte är anmärkningsvärt hög i ett historiskt perspektiv så finns en tendens till att rörelserna på finansiella marknader är stora i sam-

Tabell 2:1.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i februari

Marknadsaktörernas förväntningar på nivån på framtida styrräntor har sjunkit något i USA, Euroområdet och i Sverige men stigit något i Storbritannien.

Statsobligationsräntor har sjunkit något i USA, Euroområdet och i Sverige men stigit något i Storbritannien.

Kronans växelkurs är svagare än prognosen i februari.

Aktieindex har stigit både i Sverige och i omvärlden.

Utlåningsräntor till hushåll och företag har stigit sedan reporäntehöjningen i december.

Tillväxten i bankernas utlåning till hushållen har dämpats något medan utlåningen till icke-finansiella företag fortsätter att växa i ungefär samma takt som de senaste åren.

Transmissionsmekanismen – från reporäntan till räntor för hushåll och företag

Reporäntan har en direkt effekt på de korta interbank- och statsobligationsräntorna via dagslåneräntan. Förväntningar om den framtida reporäntan och statsobligationsköp påverkar utvecklingen i statsobligationsräntor med längre löptid, 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.



band med oväntat svaga utfall för makroekonomiska variabler. Sammantaget är de finansiella förhållandena i omvärlden mer expansiva än i februari.

Centralbankerna signalerar mer expansiv penningpolitik

I samband med det penningpolitiska mötet i mars reviderade Europeiska centralbanken (ECB) ned sina prognoser för tillväxt och inflation. ECB bedömde att de ekonomiska svaghets-tecken man hade observerat tidigare var mer varaktiga än man hade räknat med och att dessa faktorer skulle bidra till lägre tillväxt framöver. Dessutom poängterade ECB att det kommer att ta längre tid innan inflationen når målet. ECB lämnade sina styrräntor oförändrade och kommunicerade att styrräntorna kommer att ligga kvar på dessa nivåer åtminstone året ut. Tidigare hade ECB signalerat att styrräntorna skulle ligga kvar på de nuvarande nivåerna åtminstone över sommaren i år. Återinvesteringar av obligationer som förfaller bedöms fortsätta under en längre tid efter att styrräntan har höjts eller så länge det behövs för att bibehålla en expansiv penningpolitik. I samband med mötet lanserades även nya långfristiga lån till banker med start i september, så kallade Targeted longer-term refinancing operations (TLTRO-III). Den penningpolitiska inriktningen som ECB kommunicerade i samband med det penningpolitiska mötet i mars behölls även i april. Prissättningen indikerar att marknadsaktörers styrränteförväntningar har reviderats ned sedan februari och att en första höjning inte väntas förrän 2021 (se diagram 2:1).

Även den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, reviderade ned sina prognoser för tillväxt och inflation i samband med sitt penningpolitiska möte i mars. Federal Reserve noterade att även om arbetsmarknaden fortfarande är stark har tillväxten bromsat in och såväl inflationen som inflationsförväntningarna har sjunkit. Intervallet för styrräntan lämnades oförändrat på 2,25–2,50 procent. Medianprognoserna för styrräntan bland ledamöterna i den penningpolitiska kommittén (FOMC) justerades ned och signalerar nu oförändrad styrränta i år och endast en höjning nästa år. I samband med mötet kommunicerade Federal Reserve även sin långsiktiga strategi avseende storleken och sammansättningen av sin balansräkning. Nedtrappningen av innehavet i statsobligationer avslutas vid utgången av september i år, och på lång sikt är avsikten att tillgångsportföljen huvudsakligen ska bestå av statsobligationer. Marknadsförväntningarna på den framtida styrräntan har skiftat ned något sedan februari. Marknadsaktörerna ser det som mer sannolikt att nästa förändring av styrräntan blir en sänkning snarare än en höjning (se diagram 2:1).

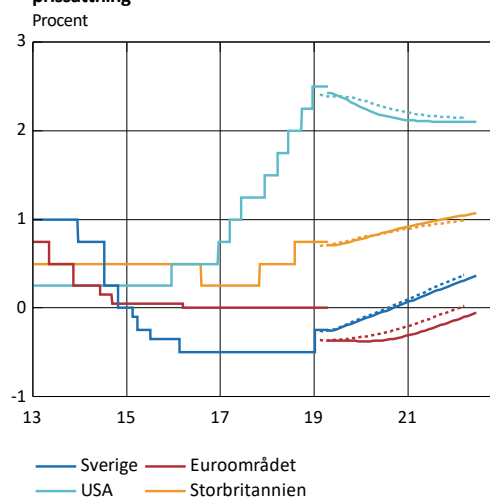
I Storbritannien har centralbanken meddelat att den penningpolitiska inriktningen i hög grad kommer att påverkas av utträdet från EU och vad det får för konsekvenser för brittisk ekonomi. Enligt marknadsprissättningen väntas

ECB:s Targeted longer-term refinancing operations

ECB:s Targeted longer-term refinancing operations (TLTRO) är riktade refinansieringstransaktioner eller lån till kreditinstitut med längre löptider än ett år. Det är en av ECB:s extraordinära penningpolitiska åtgärder. Lånen syftar till att bevara gynnsamma bankutlåningsvillkor och säkerställa transmissionen av penningpolitiken. De första TLTRO-transaktionerna lanserades 2014 och var åtta stycken totalt. Den andra serien lån, som kallas TLTRO II, gavs vid fyra tillfällen under perioden mars 2016 till mars 2017. Hur mycket en enskild bank eller ett enskilt kreditinstitut kunde låna i dessa program avgjordes av bankens eller institutets totala utlåning till privata sektorn exklusive bolån.

I samband med det penningpolitiska mötet i mars 2019 lanserade ECB den tredje serien med långfristiga lån, TLTRO III. Under perioden september 2019 till mars 2021 kommer de nya lånen att ges ut vid sju tillfällen. Löptiden för varje lån kommer att vara två år, till en rörlig ränta som kommer att följa ECB:s styrränta, det vill säga referäntan. Dessutom kommer TLTRO III, som tidigare, innehålla incitament för bankerna att använda lånen som finansiering av lån till den privata sektorn. För TLTRO II innebar detta att räntan blev lägre ju större andel av lånet som användes till utlåning till hushåll och företag. ECB kommer att kommunicera detaljerna om TLTRO III vid ett av de nästkommande penningpolitiska mötena.

Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan (för euroområdet referäntan). Heldragna linjer avser 2019-04-18, streckade linjer avser 2019-02-08.

Källor: Nationella centralbanker, Macrobond och Riksbanken

Bank of England behålla styrräntan oförändrad de närmaste två åren (se diagram 2:1).

Fortsatt låga statsobligationsräntor

Statsobligationsräntorna i omvärlden har fallit sedan årsskiftet men nedgångarna har inte varit lika kraftiga som i höstas. Rörelserna har drivits främst av förväntningar om en mer expansiv penningpolitik men även den fortsatta osäkerheten om den makroekonomiska utvecklingen framöver har bidragit (se diagram 2:2).

Minskad politisk oro, förväntningar om en mer expansiv penningpolitik och annonseringen av nya långfristiga lån från ECB har bidragit till att statsobligationsräntorna i Italien har fallit sedan årsskiftet. Ränteskillnaderna mot de tyska obligationerna har därmed minskat sedan toppnivån i höstas, men de är fortfarande påtagligt större än samma period förra året (se diagram 2:3).

Stigande tillgångspriser sedan årsskiftet

Uppgången på aktiemarknaderna som började efter årsskiftet har till stor del fortsatt i omvärlden och den förväntade volatiliteten på den amerikanska aktiemarknaden har sjunkit tillbaka (se diagram 2:4 och 2:5). Det beror främst på signaler om en mer expansiv penningpolitik och bättre utsikter för handeln mellan USA och Kina. I Europa har bankaktierna stigit och bankernas möjligheter att skaffa marknadsfinansiering med förmånliga finansieringsvillkor har förbättrats bland annat tack vare god efterfrågan från investerare. Villkoren för marknadsfinansiering har också påverkats av ECB:s beslut att förlänga de långfristiga lånen till bankerna. Ränteskillnaderna mellan obligationer med kreditrisk och statsobligationer har sjunkit tillbaka till de nivåer som rådde i USA i höstas (se diagram 2:6). Utvecklingen i Europa har följt ungefär samma mönster.

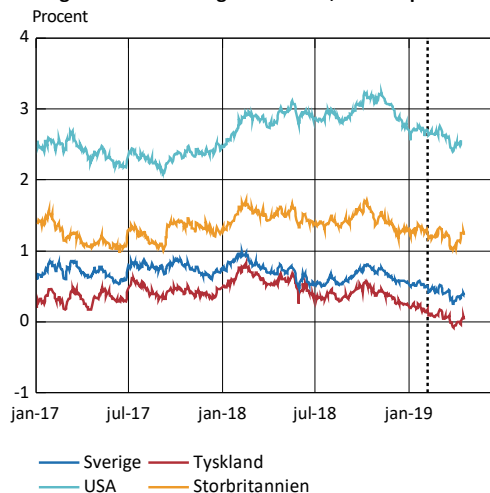
De finansiella förhållandena i omvärlden har gradvis blivit mer expansiva sedan årsskiftet; aktiepriserna har stigit, ränteskillnaderna mellan riskfyllda och säkra tillgångar har minskat, penningpolitiken förväntas vara expansiv under en längre tid framöver och räntorna på statsobligationer har sjunkit.

Finansiella förhållanden i Sverige

Nästa räntehöjning väntas 2020

Förväntningarna på reporäntan de närmaste åren har skiftat ned något sedan februari enligt både enkätundersökningar och marknadsprissättning. Denna utveckling har till viss del drivits av förväntningar om lägre styrräntor i omvärlden under samma period (se diagram 2:1). En del oväntat svaga utfall för makroekonomiska variabler i Sverige har också bidragit till att marknadsaktörerna reviderat ned sina förväntningar på reporäntan. Exempelvis sjönk förväntningarna på reporäntans framtida nivå i samband med inflationsutfallen för januari och

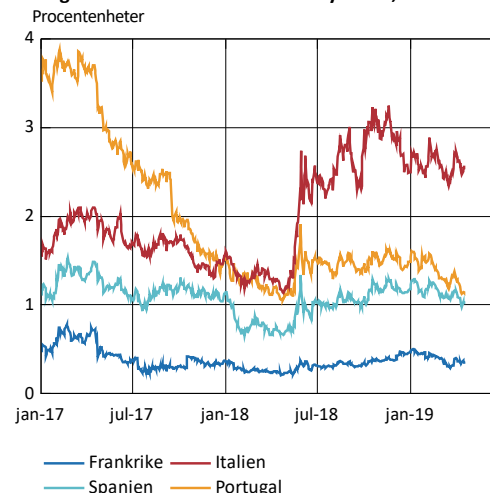
Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid



Anm. Nollkupongräntor för Sverige, Tyskland och Storbritannien är beräknade från statsobligationer. 10-årig benchmarkränta för USA. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i februari.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

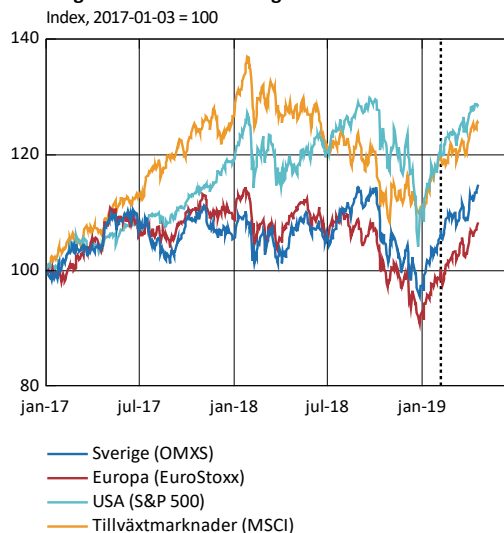
Diagram 2:3. Ränteskillnader mot Tyskland, 10 år



Anm. Ränteskillnaderna avser 10-åriga benchmark-obligationer.

Källa: Macrobond

Diagram 2:4. Börsutveckling i inhemska valuta



Anm. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i februari.

Källa: Macrobond

februari enligt derivatkontrakt som avspeglar penningpolitiska förväntningar i Sverige. Marknadsaktörers förväntningar på nästa reporänthöjning har nu skjutits fram till andra halvåret 2020 enligt marknadsprissättningen. Förväntningarna enligt Prosperas enkätundersökningar ligger mellan marknadsprissättningen och Riksbankens reporänthöjning. Dessa indikerar att nästa höjning av reporäntan kommer att ske under första halvåret 2020 (se diagram 2:7).

I samband med höjningen av reporäntan i december i fjol ökade räntor med kort löptid med ungefär lika mycket som reporäntan. Räntorna på statsobligationer med två års löptid steg också i samband med reporänthöjningen men har fallit tillbaka sedan mitten av mars (se diagram 2:8). Statsobligationsräntor med längre löptid har däremot sjunkit i linje med utvecklingen i omvärlden (se diagram 2:2). Räntorna på obligationer med längre löptid än två år utgivna av företag eller bostadsinstitut har sjunkit något mer än räntorna på statsobligationer. Det innebär att ränteskillnaderna har minskat. Aktieindex i Sverige har stigit i linje med utvecklingen i omvärlden och har återhämtat sig helt efter det kraftiga fallet i höstas. Effekterna av utredningarna kring penningtvättmissstankarna inom Swedbank har hittills främst gett avtryck på Swedbankaktien med viss spridning till andra svenska bankaktier. Effekterna på bankernas finansieringskostnader har än så länge varit liten. I förlängningen kan problemen medföra att bankernas lönsamhet och finansieringskostnader påverkas i större utsträckning än hittills. Störningar i den finansiella sektorn kan få allvarliga konsekvenser för den realekonomiska utvecklingen.

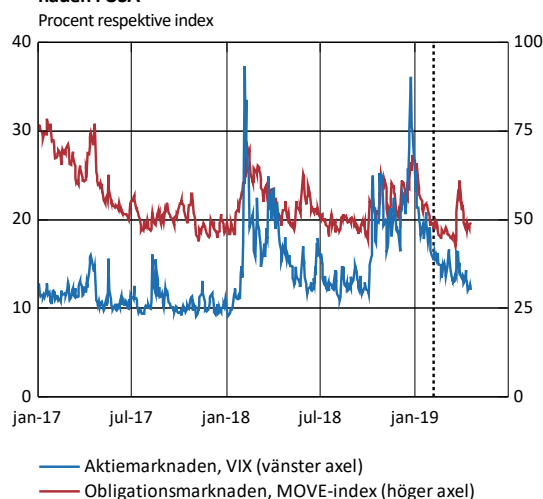
Riksbanken följer noga hur obligationsmarknaden fungerar

Marknaderna för svenska statsobligationer, säkerställda obligationer och räntederivat är viktiga för transmissionen av penningpolitiken till den övriga ekonomin. Riksbanken följer därför noga hur statsobligationsmarknaden och närliggande marknader fungerar genom enkäter, analys av data och löpande kontakt med marknadens aktörer.

De senaste åren har omsättningen på den svenska statsobligationsmarknaden sjunkit, något som har skett även i andra länder. Detta beror delvis på finansiella regleringar men även på att Riksbankens obligationsköp har minskat mängden obligationer som marknadsaktörerna aktivt kan handla med. Enligt Finansmarknadsenkäten som Riksbanken publicerade i december i fjol ansåg cirka två tredjedelar av de svarande som är aktiva på den svenska räntemarknaden att statsobligationsmarknaden fungerar dåligt men andra marknader där aktörerna kan hantera ränterisk ansågs fungera bra. Enligt den enkätundersökning som Riksgälden publicerade i februari anser dock såväl Riksgäldens återförsäljare som utländska investerare att marknadslikviditeten i nominella statsobligationer har förbättrats något under det senaste året.⁸ Flera

⁸ Se rapporten "Förtroendet för Riksgälden 2018" utförd av Prospera, Sifo/Kantar.

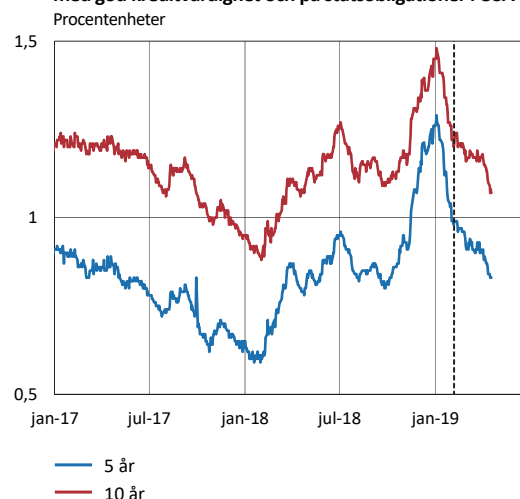
Diagram 2:5. Volatilitetsindex för aktie- och obligationsmarknaden i USA



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 februari.

Källor: Chicago Board Operations Exchange och Merrill Lynch

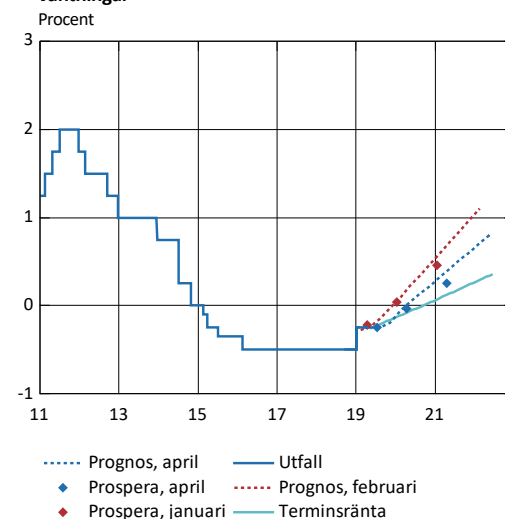
Diagram 2:6. Skillnad mellan räntorna på företagsobligationer med god kreditvärdighet och på statsobligationer i USA



Anm. Ränteskillnaderna avser 5-åriga respektive 10-åriga benchmarkobligationer. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i februari.

Källa: Macrobond

Diagram 2:7. Reporänta och marknadens reporänteförväntningar



Anm. Terminsräntan avser 2019-04-18 och är ett mått på förväntad reporänta. Prospera-enkätsvaren visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer 2019-01-23 respektive 2019-04-10.

Källor: Macrobond, Kantar Sifo Prospera och Riksbanken

marknadsaktörer uppger dock att marknadslikviditeten fortfarande är låg.

Kronan har försvagats sedan årsskiftet

I konkurrensviktade termer (enligt kronindex, KIX) är kronan svagare jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari (se diagram 2:9). I samband med höjningen av reporäntan i december stärktes kronan, men den har försvagats sedan årsskiftet. En del av försvagningen har skett i samband med publicering av inhemsk och utländsk makrostatistik som har varit svagare än vad marknaden förväntade sig. Kronan deprecierade exempelvis med totalt 1,3 procent i samband med inflationsutfallen för januari och februari. En del av försvagningen har dock skett utan direkt koppling till några makroekonomiska nyheter.

Högre utlåningsräntor i Sverige

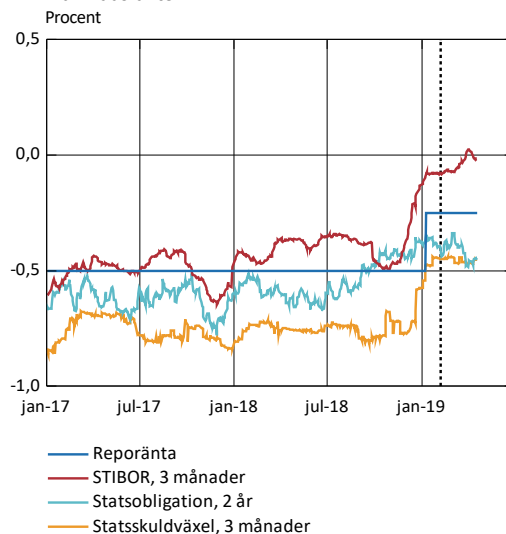
Även om de svenska bankernas finansieringskostnader har stigit något sedan årsskiftet är förutsättningarna för företagen och hushållen att få krediter fortsatt goda. Tillväxttakten i utlåningen till hushållen har sjunkit gradvis under de senaste tre åren (se diagram 2:10). Denna utveckling hänger troligtvis samman med förväntningar om högre lånekostnader och den dämpade prisutvecklingen på bostadsmarknaden. Hushållens skuldkvot fortsätter dock att öka eftersom skulderna fortfarande växer snabbare än inkomsterna (se diagram 1:13).

Den traditionella formen för företagets finansiering, banklån, har i genomsnitt ökat med 5 procent per år sedan 2015. Upplåningen via kapitalmarknaderna genom emission av företagsobligationer har ökat sedan ett antal år tillbaka och utgör nu mer än en tredjedel av företagets totala skulder. Ett antal faktorer som god efterfrågan och gynnsamma finansieringsförhållanden såväl i Sverige som utomlands har bidragit till att allt fler företag har föredragit denna upplåningsform (se diagram 2:10). Sedan december i fjol har genomsnittsräntan för nya banklån till icke-finansiella företag stigit med ungefär lika mycket som Riksbankens reporänta.⁹ Räntorna på företagsobligationer har däremot sjunkit i likhet med utvecklingen i omvärlden.

Den genomsnittliga faktiska bolåneräntan för nya avtal har inte stigit lika mycket som reporäntan (se diagram 2:11). Detsamma gäller den faktiska rörliga bolåneräntan för nya avtal. Flera faktorer kan ha bidragit till att dessa räntor inte har stigit lika mycket som reporäntan. Till exempel medförde den ökade konkurrensen på bolånemarknaden att bolåneräntorna för nya avtal sjönk under förra året. En annan orsak kan vara att bankernas finansieringskostnader inte påverkas fullt ut av förändringar i reporäntan så länge reporäntan är under noll. De genomsnittliga inlåningsräntorna till hushåll och företag

⁹ Enskilda månadsutfall kan dock variera beroende på kreditvärdigheten hos de företag som utökar eller minskar sin upplåning och på om lånen är med eller utan säkerhet, eftersom räntorna även avspeglar riskpremierna förknippade med olika typer av lån och företag.

Diagram 2:8. Reporäntan, interbankräntor och marknadsräntor



Anm. Nollkupongräntor är beräknade från statsobligationer. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i februari.

Källor: Macrobond och Riksbanken

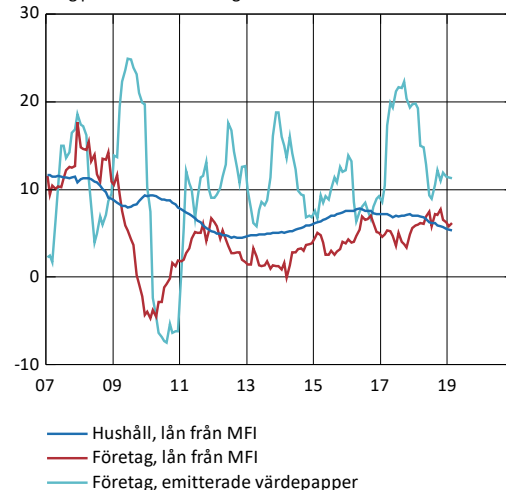
Diagram 2:9. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX Index, 1992-11-18 = 100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i februari.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2:10. Hushållens och företagets upplåning Årlig procentuell förändring



Anm. Monetära finansiella institut (MFI) utlåning till hushåll och icke-finansiella företag justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån, enligt finansmarknadsstatistiken. Icke-finansiella företagens emitterade värdepapper är valutajusterade.

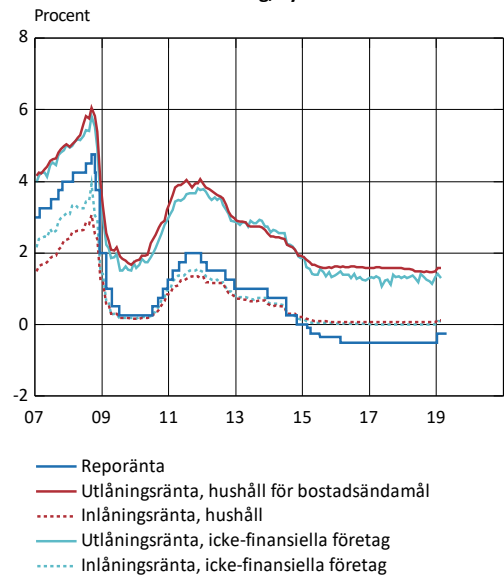
Källa: SCB (Finansmarknadsstatistik och värdepappersstatistik)

har exempelvis inte stigit tillnärmelsevis lika mycket som reporäntan sedan december (se diagram 2:11).

Sedan oktober i fjol har hushållens förväntningar på den rörliga bolåneräntan stigit enligt Konjunkturbarometern samtidigt som fasta bolåneräntor inte stigit lika mycket som den rörliga boräntan. Det har troligtvis lett till att allt fler hushåll nu väljer att binda sina lån. Andelen nya lån som tas till rörlig ränta har minskat sedan september i fjol (se diagram 2:12).

Den samlade bilden är att de finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt expansiva. Ränteläget är fortsatt lågt, tillgången på krediter är god, aktiepriserna har stigit sedan i februari och kronans växelkurs är svagare.

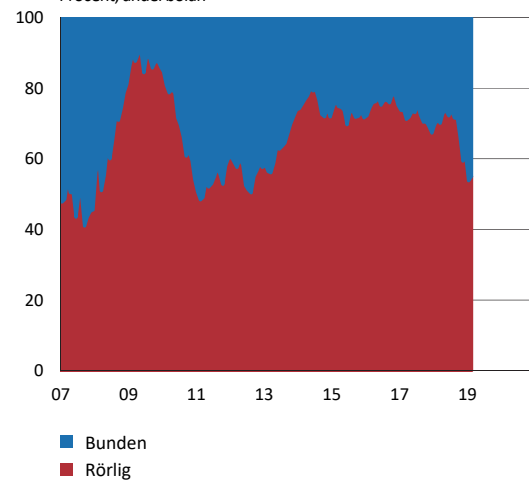
Diagram 2:11. Reporänta samt genomsnittlig in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:12. Räntebindingstider för hushållens nya bolån



Anm. Avser hushållens nya bolån från bostadsinstitut. Andel bolån i respektive kategori beräknas på lånens värde. Rörlig ränta avser tre månaders räntebindingstid. Bunden ränta avser räntebindingstider över tre månader.

Källa: SCB

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Världshandeln och andra indikatorer tyder på att den globala tillväxten bromsade in i slutet av förra året och början av i år. Den svenska BNP-tillväxten var däremot överraskande stark under fjärde kvartalet efter en nedgång det tredje kvartalet. Men de kommande kvartalen väntas BNP-tillväxten bli något lägre än normalt, dämpad främst av lägre bostadsinvesteringar. Efterfrågan på arbetskraft är fortsatt hög även om antalet sysselsatta och i arbetskraften väntas öka långsammare. Det höga resursutnyttjandet, försvagningen av kronan och snabbt stigande energipriser har bidragit till att inflationen sedan drygt två år legat kring 2 procent. I mars var inflationen 1,8 procent, vilket var lägre än Riksbankens prognos i februari. Inflationen väntas ligga kvar nära 2 procent fram till och med sommaren för att därefter sjunka tillbaka när energiprisernas bidrag minskar. Inflationsprognosen är nedjusterad jämfört med i februari.

Inflationen i Sverige

Inflationen 1,8 procent i mars

I mars var inflationen mätt med KPIF 1,8 procent (se diagram 3:1). Om energipriserna exkluderas var inflationen lägre och uppgick till 1,5 procent. Inflationen blev lägre än prognosen i Riksbankens penningpolitiska rapport från i februari. Energi- och priserna steg mindre än väntat samtidigt som priserna på utrikes resor och kläder ökade ovanligt långsamt i början av året. Detta är undergrupper i KPI som normalt varierar mycket månad till månad.

Den uppmätta inflationstakten påverkas alltid av prisvariationer av mer tillfällig karaktär. För att uppskatta nivån på den mer varaktiga delen av inflationstakten kan man studera olika mått på underliggande inflation. Dessa mått exkluderar eller minskar betydelsen av priser som historiskt visat sig variera kraftigt.¹⁰ Riksbankens olika mått på underliggande inflation indikerar att den varaktiga delen av inflationstakten är strax över den uppmätta KPIF-inflationen (se diagram 3:2). Medianen av samtliga mått har stigit och uppgick till 2,0 procent i mars. De mått som använder statistiska metoder för att minska betydelsen av volatila komponenter visar en högre inflation än till exempel KPIF exklusive energi. Dessa mått fäster mindre vikt vid de senaste månadernas låga ökningstakt i priserna på utrikes resor och kläder, samtidigt som de påverkas av den högre ökningstakten i priset på energi.

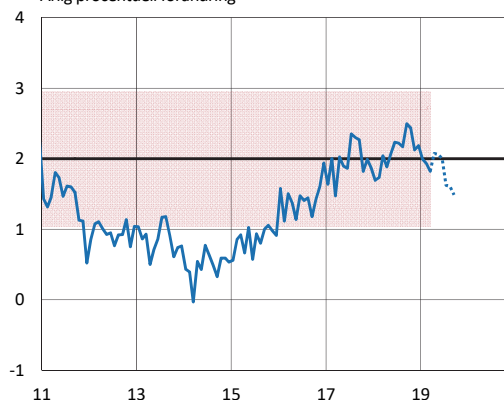
Även om nedgången i inflationen till stor del förklaras av priser som normalt sett varierar mycket så har inflationen upprepade gånger blivit lägre än förväntat. Riksbankens bedömning av de senaste utfallen är därmed att inflationstrycket nu är något lägre än tidigare uppskattat.

Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR februari	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 2,3 procent och KPIF exklusive energi 1,8 procent i mars.	KPIF-inflationen blev 1,8 procent och KPIF exklusive energi 1,5 procent.
BNP-tillväxten 2,5 procent fjärde kvartalet.	BNP-tillväxten blev 4,7 procent.
Arbetslösheten 6,2 procent och sysselsättningstillväxten 1,0 procent första kvartalet.	Arbetslösheten blev 6,4 procent och sysselsättningstillväxten blev 0,0 procent.

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

Diagram 3:1. KPIF och variationsband
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

¹⁰ Se Appendix 2 i J. Johansson, M. Löf, O. Sigrist och O. Tysklind, "Mått på underliggande inflation i Sverige", Ekonomiska kommentarer nr 11, 2018, för en teknisk beskrivning av måtten.

Inflationen nära 2 procent de närmaste månaderna

Det starka konjunkturläget har bidragit till att inflationen stigit de senaste åren. Kostnadstrycket, mätt som ökningstakten i arbetskostnaden per producerad enhet, har ökat och varit högre än normalt. Högre priser på energi och livsmedel och en svagare krona har också bidragit till att inflationen stigit och är nära 2 procent.

Den starka konjunkturen väntas fortsätta bidra positivt till inflationen framöver. Större hyreshöjningar, högre importpriser och stigande livsmedelspriser, till följd av fjolårets torra sommar, väntas bidra till att ökningstakten i KPIF exklusive energi stiger de närmaste månaderna (se diagram 3:3).

En modellprognos som sammanfattar informationen från ett stort antal indikatorer ger stöd åt bedömningen att ökningstakten i KPIF exklusive energi kommer att stiga något på några månaders sikt (se diagram 3:3). Tecken på att inflationstrycket är på väg att stiga finns bland annat i prisutvecklingen i tidigare led än konsumentledet, såsom producentledet, och i företagens prisplaner. I producentled ökar priserna snabbare än normalt. Enligt Konjunkturbarometern planerar fler företag än normalt att höja priserna de närmaste månaderna, i synnerhet inom handeln (se diagram 3:4). I samma undersökning uppger handeln att högre importpriser är en viktig förklaring till prisökningarna (se marginalruta "Högre importpriser viktig förklaring till handels- och tjänsteföretagens prisökningar"). Även i Riksbankens senaste Företagsundersökning anger handelsföretagen att ökade inköpskostnader bidrar till prisökningarna.

Riksbankens prognos ligger något över modellprognosen de närmaste månaderna. Större hyreshöjningar och högre ökningstakt i livsmedelspriserna är några av de faktorer som inte fullt ut bedöms fångas av modellprognosen.

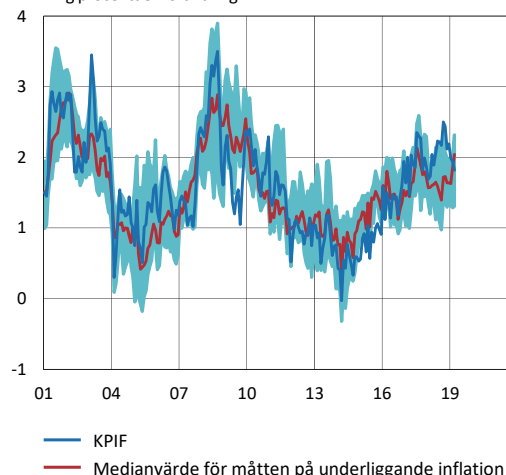
Inflationsprognosen nedreviderad på kort sikt

Prognosen för KPIF exklusive energi är nedreviderad de närmaste månaderna. Detta hänger främst samman med att utfallen för januari till mars blivit lägre än förväntat. Även om prognosfelet för KPIF exklusive energi främst kan hänföras till några specifika volatila komponenter, såsom utrikes resor och kläder, väntas den lägre prisökningstakten bestå ännu ett tag.¹¹ Ökningstakten i KPIF exklusive energi bedöms således vara lägre de närmaste månaderna jämfört med prognosen i februari.

Även prognosen för KPIF-inflationen är nedreviderad de närmaste månaderna (se diagram 3:6). Elpriserna väntas öka långsammare än i tidigare bedömning, vilket motverkas av att drivmedelspriserna väntas öka snabbare. Sammantaget

¹¹ Delvis beror prognosfelet för utrikes resor på en metodförändring. Från och med 2019 har SCB utökat sina urval av charterresor vid mätningen av priserna. En oväntad konsekvens av denna utökning innebär, allt annat lika, en mindre månadsförändring i januari och en större månadsförändring i december varje år från och med 2019. Därför innebär det nya urvalet en lägre årlig procentuell förändring i index för utrikes resor fram till december i år än vad det gamla urvalet skulle ha gjort.

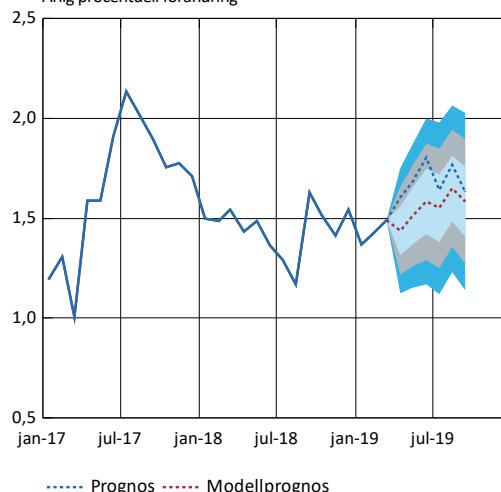
Diagram 3:2. KPIF och olika mått på underliggande inflation
Årlig procentuell förändring



Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland olika mått på underliggande inflation. Inkluderade mått är KPIF exkl. energi, UND24, Trim85, KPIF exkl. energi och färskvaror, persistensviktad inflation (KPIFPV), faktor från principalkomponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1).

Källor: SCB och Riksbanken

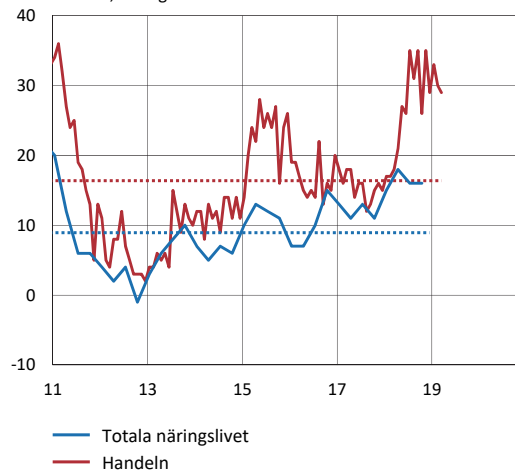
Diagram 3:3. KPIF exklusive energi, modellprognos med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervall 50, 75 respektive 90 procent, baserade på modellernas historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:4. Prisplaner inom näringslivet och i handeln
Nettotal, säsongsrensade data



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

Källa: Konjunkturinstitutet

väntas energipriserna de närmaste månaderna utvecklas i ungefär samma takt som i februari. KPIF-inflationen väntas ligga nära 2 procent under våren och sjunker därefter tillbaka.

Inflationsförväntningarna nära 2 procent

Inflationsförväntningarna på 1 och 2 års sikt har, likt inflationen, sjunkit något enligt Prosperas senaste undersökningar. De långsiktiga inflationsförväntningarna har däremot inte påverkats i nämnvärt. På 5 års sikt är den förväntade inflationen mätt med KPI 2,0 procent bland penningmarknadens aktörer enligt Prosperas undersökning i april. Förväntningarna på KPIF är något lägre och uppgick till 1,8 procent (se diagram 1:8). Inflationsförväntningarna kan också utläsas ur prissättningen på nominella och reala statsobligationsräntor. Enligt dessa har de långsiktiga inflationsförväntningarna stigit sedan det penningpolitiska mötet i februari och ligger något under 2 procent.

Global och svensk konjunktur

Fortsatt osäkerhet om den globala konjunkturen

Det är fortsatt osäkert vart den globala konjunkturen är på väg. Världshandeln utvecklades svagt under slutet av 2018. BNP-tillväxten i euroområdet har dämpats sedan förra sommaren och en tydlig inbromsning i inköpschefsindex för tillverkningsindustrin skapar osäkerhet om styrkan i konjunkturen. Samtidigt är såväl konsumentförtroendet som förtroendet inom tjänstesektorn på nivåer som indikerar god tillväxt. Världshandeln återhämtade sig dessutom delvis i början av innevarande år (se diagram 3:7).

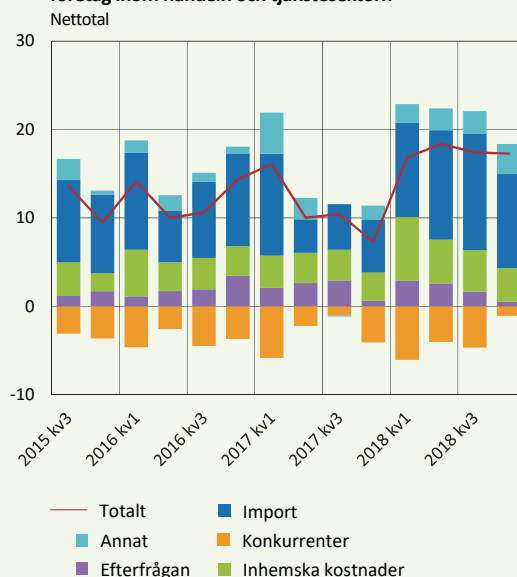
BNP i euroområdet ökade med 0,9 procent under fjärde kvartalet jämfört med tredje kvartalet uppräknat till årstakt (se diagram 3:8). Liksom under tredje kvartalet bedöms tillväxten ha påverkats negativt av en del tillfälliga faktorer. Exempelvis föll både produktionen av motorfordon och nybilsregistreringarna tydligt i samband med att de nya reglerna för hur avgasutsläpp och bränsleförbrukning ska mätas infördes i september förra året. Sedan dess har det skett en viss återhämtning även om nivåerna fortsatt är lägre än i somras. Förtroendet bland företagen för den ekonomiska utvecklingen har fortsatt sjunka, men är ändå alltså högre än normalt (se diagram 3:9). Industriproduktionen och försäljningen inom detaljhandeln återhämtade sig i början av året efter den svaga avslutningen på förra året. Dessutom bedöms förutsättningarna vara goda för en ökning i konsumtionen, bland annat eftersom hushållens reala disponibla inkomster har stigit i spåren av högre löneökningstakt och fortsatt låg inflation. Mot bakgrund av detta väntas BNP-tillväxten i euroområdet stiga något under första kvartalet 2019.

BNP-tillväxten i USA är fortsatt god men dämpades under slutet av förra året till följd av svagare inhemsk efterfrågan. BNP i USA ökade med 2,2 procent under fjärde kvartalet jämfört med tredje kvartalet uppräknat till årstakt (se diagram

Högre importpriser viktig förklaring till handels- och tjänsteföretagens prisökningar

Diagram 3:5 bygger på enkätdata och visar hur olika faktorer har påverkat handels- och tjänsteföretagens priser sedan 2015. Inom tjänstebranscherna är det en ökad efterfrågan och högre inhemska kostnader som drivit prisuppgången. Inom handeln är det istället stigande kostnader för import, till viss del på grund av den svagare kronan, som dominerat prisförändringarna. Statistik för fjärde kvartalet visar att försäljningspriserna fortsätter att öka. Konkurrenternas beteende, som har haft en motverkande effekt i båda sektorerna sedan 2015, spelar nu en något mindre roll. Samtidigt pekar något färre svarande på efterfrågan som en prishöjande faktor.

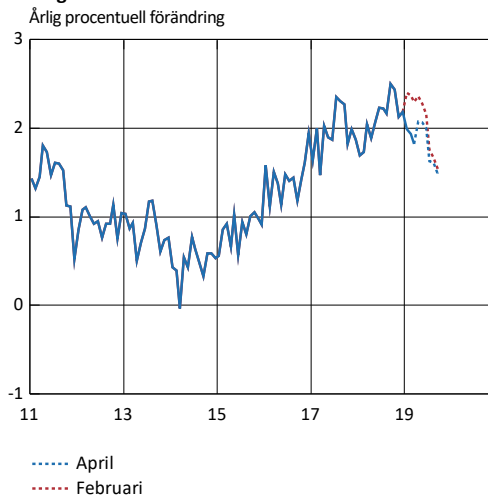
Diagram 3:5. Drivkraften bakom prisförändringar bland företag inom handeln och tjänstesektorn



Anm. Diagrammet visar hur olika faktorer har påverkat det oviktade nettotalet för frågan om vad som hänt med priserna de senaste tre månaderna inom både handels- och tjänstebranscherna.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Diagram 3:6. KPIF



Källor: SCB och Riksbanken

3:8). Statistik för hushållens konsumtion i januari och försäljning i detaljhandeln i februari tyder på att även inledningen av 2019 var svag. Samtidigt blev investeringstillväxten högre än väntat. Arbetsmarknaden är fortsatt stark och sysselsättningen ökar snabbt parallellt med högre löneökningar (se diagram 3:10). De senaste utfallen för förtroendet bland hushåll och företag ger blandade signaler, men ligger sammantaget på höga nivåer. Tillväxten väntas ha dämpats något under det första kvartalet bland annat till följd av den utdragna nedstängningen av delar av statsförvaltningen.

Långsamt stigande inflationstryck i omvärlden

Oljepriset har fortsatt att stiga under de senaste månaderna vilket bidrar till att inflationstakten i omvärlden blir något högre det närmaste året, jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari. Den underliggande inflationen, som i de flesta länder innebär att energi- och livsmedelspriser exkluderas, väntas stiga något i omvärlden de kommande kvartalen men förblir relativt måttlig.

I euroområdet sjönk inflationen i mars till 1,4 procent då livsmedelspriserna steg långsammare. Den underliggande inflationen föll till 0,8 procent och väntas vara relativt oförändrad under andra kvartalet. I USA steg inflationen i mars till 1,9 procent. Underliggande inflation, mätt med KPI exklusive energi och livsmedel, uppgick till 2,0 procent. Energipriserna bidrog därmed negativt till inflationen i USA, men positivt i bland annat euroområdet. Det berodde på lägre råoljepriser (WTI) i USA än i Europa (Brent) samt en svagare utveckling av euron. Den underliggande inflationen i USA väntas ligga kvar nära 2 procent de närmaste månaderna.

Överraskande stark svensk BNP-tillväxt fjärde kvartalet

Efter en nedgång under tredje kvartalet växte svensk BNP överraskande snabbt under fjärde kvartalet. BNP ökade med 4,7 procent jämfört med det tredje kvartalet, uppräknat till årstakt. Såväl utländsk som inhemsk efterfrågan var stark. Försäljning av tjänster inom Forskning och Utveckling (FoU) till utlandet bidrog till att tjänsteexporten ökade snabbt men också till att investeringarna minskade med samma belopp. Sammantaget påverkades därmed inte BNP-tillväxten av dessa transaktioner.¹²

Enligt Konjunkturbarometern har det sammanvägda företags- och hushållsförtroendet dämpats och var i mars nära ett historiskt genomsnitt. Hushållen är emellertid mindre optimistiska än normalt, vad gäller såväl den egna som den svenska ekonomin. Förtroendet bland hushållen försvagades under större delen av förra året, vilket sammanfaller med den tydliga avmattningen på bostadsmarknaden. Det bedöms vara en viktig förklaring till att hushållens konsumtion ökade långsamt förra året trots att deras inkomster ökade snabbt. Bland annat

¹² I beräkningarna av BNP fjärde kvartalet gav försäljningen av immateriella tillgångar till utlandet, som till exempel patent, upphov till tillfälligt hög tjänsteexport. Då en sådan försäljning avser tidigare gjorda investeringar behöver också de inhemska investeringarna i immateriella tillgångar det fjärde kvartalet minska för att dubbelräkning inte ska ske.

Diagram 3:7. Världshandelsvolym

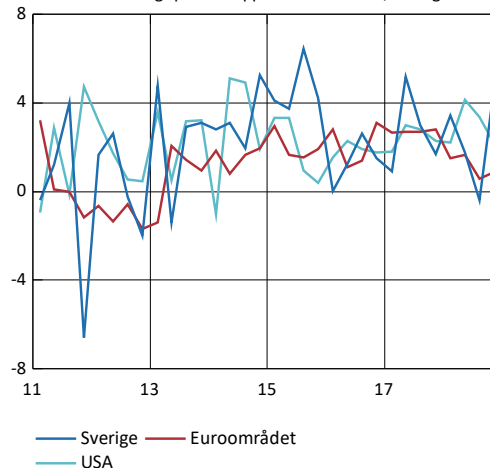


Anm. Avser handel med varor.

Källa: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Diagram 3:8. BNP i Sverige och omvärlden

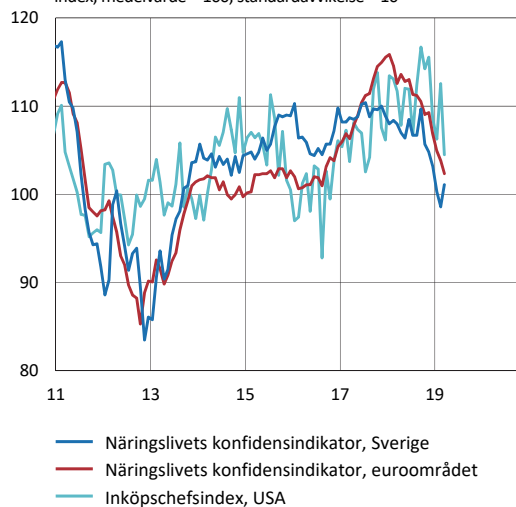
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och SCB

Diagram 3:9. Konfidensindikatorer i Sverige och omvärlden

Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Anm. Inköpschefsindex för USA och konfidensindikatorn för euroområdet är normaliserade från januari 1998. Inköpschefsindex, USA avser Riksbankens sammanvägning av industrin och tjänstesektorn.

Källor: EU-kommissionen, Institute for Supply Management (ISM), Konjunkturinstitutet och Riksbanken

minskade konsumtionen av personbilar. Månadsindikatorer för efterfrågan, såsom omsättningen i detaljhandeln och hushållens konsumtion, tyder dock på en viss uppgång under första kvartalet i år, då konsumtionen väntas öka i ungefär normal takt.

Den svenska exporten ökade snabbt under fjärde kvartalet, särskilt i förhållande till världshandeln som utvecklades svagt. Månadsstatistik för årets första två månader tyder på att exporten ökade i god takt även under första kvartalet. Mer framåtblickande indikatorer såsom exportorderingen talar för en exporttillväxt ungefär i linje med det historiska genomsnittet de närmaste kvartalerna.

Bostadsinvesteringarna har minskat sedan andra kvartalet 2018 och dämpar nu BNP-tillväxten tydligt efter att ha lämnat betydande positiva bidrag under flera år. Antalet påbörjade bostäder har fortsatt att sjunka och bostadsinvesteringarna väntas minska ytterligare under första halvåret 2019.

Riksbankens modellprognos för BNP-tillväxten på kort sikt baseras på förtroendeindikatorer och månadsstatistik för produktion och efterfrågan. Modellprognosen indikerar att BNP växer med 1,9 procent det första kvartalet jämfört med närmaste föregående kvartal, uppräknat till årstakt (se diagram 3:11). Riksbankens prognos för det första kvartalet är något lägre än modellprognosen eftersom denna inte bedöms ta full hänsyn till nedgången i bostadsinvesteringarna. BNP väntas öka med 0,9 procent, uppräknat till årstakt, det första kvartalet och 1,7 procent det andra kvartalet 2019.

Fortsatt gynnsam utveckling på arbetsmarknaden

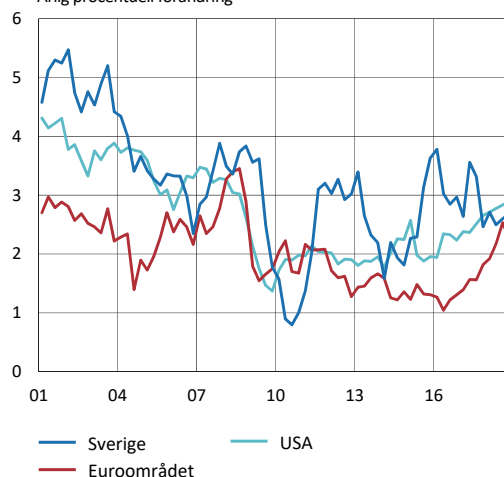
Arbetsmarknaden har utvecklats mycket starkt de senaste åren. Under 2018 var i genomsnitt nästan 280 000 fler i sysselsättning jämfört med under 2015. Det första kvartalet 2019 dämpades dock takten i sysselsättningstillväxten i spåren av lägre tillväxt i efterfrågan. Arbetskraften ökar nu också i långsammare takt än tidigare eftersom arbetskraftsdeltagandet har nått historiskt höga nivåer och därmed inte förväntas kunna öka i samma takt som tidigare (se diagram 4:7).

Indikatorer tyder samtidigt på en fortsatt god efterfrågan på arbetskraft. Anställningsplanerna har dämpats men är alltjämt högre än normalt (se diagram 3:12). Antalet nyanmälda lediga platser ligger också, enligt Arbetsförmedlingen, på en fortsatt hög nivå. Under andra kvartalet bedöms sysselsättningen fortsätta att öka om än i långsammare takt än den gjort de senaste åren. Även antalet i arbetskraften förväntas växa i långsammare takt vilket gör att arbetslösheten bedöms vara oförändrad på 6,4 procent (se diagram 4:12).

Högt resursutnyttjande i ekonomin

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar utvecklingen av löner och priser, men med en viss eftersläpning. Resursutnyttjandet i ekonomin kan dock inte mätas exakt. För att kunna göra en bedömning av resursutnyttjandet i ekonomin följer Riksbanken därför en mängd olika indikatorer.

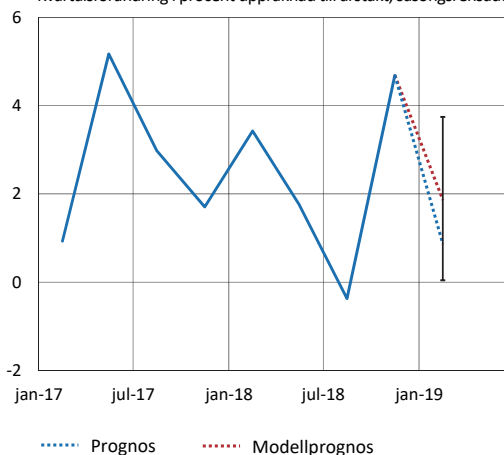
Diagram 3:10. Arbetskostnader i Sverige och omvärlden
Årlig procentuell förändring



Anm. Den svenska serien avser arbetskostnad per timme och är ett fyra kvartals glidande medelvärde, den är kalenderkorrigerad. För USA och euroområdet avses arbetskostnad per anställd, båda serierna är säsongjusterade, euroområdet är även kalenderkorrigerad.

Källor: Bureau of Labor Statistics, ECB och SCB

Diagram 3:11. BNP, modellprognos och osäkerhetsintervall
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:12. Sysselsättning och anställningsplaner
Årlig procentuell förändring respektive netttotal, säsongrensade data



Anm. Anställningsplanerna avser förväntningar om antal anställda i näringslivet på tre månaders sikt, framflyttade ett kvartal.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

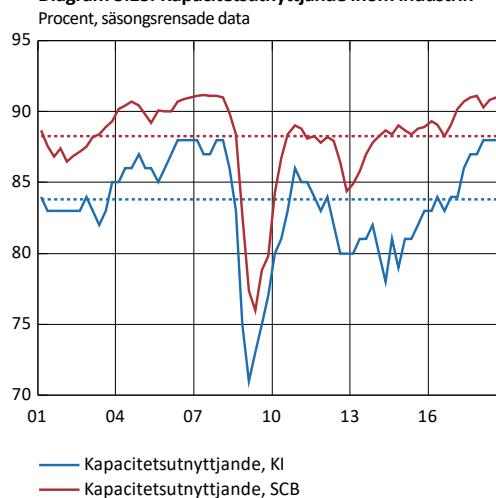
Enligt Konjunkturbarometern uppger många företag att de har brist på arbetskraft. Även andra indikatorer pekar på att mängden lediga resurser på arbetsmarknaden är liten. Bland annat är vakansgraden, som mäter andelen obemantade jobb som behöver tillsättas omedelbart, på en hög nivå och den genomsnittliga rekryteringstiden i näringslivet är lång. Även kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin, enligt både Konjunkturinstitutet och SCB, är högt ur ett historiskt perspektiv (se diagram 3:13). Sammantaget bedömer Riksbanken att resursutnyttjandet i ekonomin är högre än normalt, vilket även stöds av Riksbankens sammanfattande resursutnyttjandeindikator. Framåtblickande indikatorer för tillväxten och utvecklingen på arbetsmarknaden pekar på fortsatt högt resursutnyttjande.

Långsamt stigande löneökningstakt

Löneökningstakten steg något förra året enligt preliminär konjunkturlönestatistik. Lönerna i hela ekonomin steg med i genomsnitt 2,6 procent under helåret 2018, vilket är en ökning från 2,3 procent för helåret 2017. Uppgången mellan åren var tydligare inom näringslivet (se diagram 3:14). Löneutfallen enligt nationalräkenskaperna är vanligen mer volatila och bör därför tolkas med viss försiktighet. Det senaste löneutfallet enligt nationalräkenskaperna var oväntat lågt. Enligt detta sätt att mäta löneutvecklingen blev ökningstakten 2,2 procent för helåret 2018, vilket kan jämföras med 2,5 procent för helåret 2017. Oberoende av mått väntas löneökningstakten stiga något under de närmaste kvartalen i takt med att det starka arbetsmarknadsläget sätter avtryck i lönebildningen.

Kostnadstrycket, mätt som ökningstakten i arbetskostnaden per producerad enhet, beror inte bara på löneutvecklingen utan även på produktiviteten. Eftersom produktiviteten utvecklats svagt under flera år har arbetskostnaderna per producerad enhet stigit något snabbare än normalt. De närmaste kvartalen väntas kostnadstrycket sjunka en del allteftersom produktiviteten stiger snabbare.

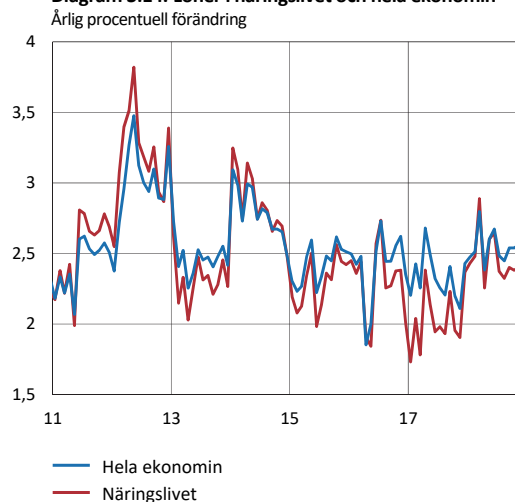
Diagram 3:13. Kapacitetsutnyttjande inom industrin



Anm. Streckade linjer avser medelvärde sedan 1996.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

Diagram 3:14. Löner i näringslivet och hela ekonomin



Anm. Medlingsinstitutets prognos på definitivt utfall januari 2018–december 2018.

Källa: Medlingsinstitutet

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Flera år med hög tillväxt i omvärlden och mycket låga räntor har bidragit till en stark svensk konjunktur med ett högt resursutnyttjande. Den senaste tiden har tillväxten på viktiga svenska exportmarknader dämpats. Framöver fortsätter tillväxten i omvärlden att vara måttlig, men ändå tillräckligt hög för att arbetslösheten ska falla eller förbli låg i många länder. I Sverige dämpas tillväxten i exporten och den inhemska efterfrågan något. Svensk arbetsmarknad är dock fortsatt stark och lönerna väntas öka i en något snabbare takt de kommande åren. Inflationen har legat kring 2 procent sedan 2017 och bedöms göra det fram till sommaren. Därefter sjunker den tillfälligt tillbaka, när bidraget från energipriserna minskar. Den starka konjunkturen i Sverige och stigande inflation i omvärlden talar för att inflationen ska vara nära målet även framöver men jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari väntas inflationen bli något lägre de närmaste åren.

Omvärlden

Lägre tillväxt i omvärlden

Efter ett par år med god utveckling har tillväxten på svenska exportmarknader, och då i synnerhet i euroområdet, dämpats. KIX-viktad BNP ökar med drygt 2 procent per år de kommande åren (se diagram 4:1). Det motsvarar en tillväxt omkring det historiska genomsnittet. Resursutnyttjandet har stigit de senaste åren och bedöms vara nära en normal nivå de kommande åren. Svensk exportmarknad växte med knappt 4 procent i fjol. Tillväxttakten väntas sjunka till ungefär 3,5 procent i år och de kommande åren, vilket är i linje med de senaste tio årens genomsnittliga tillväxt.

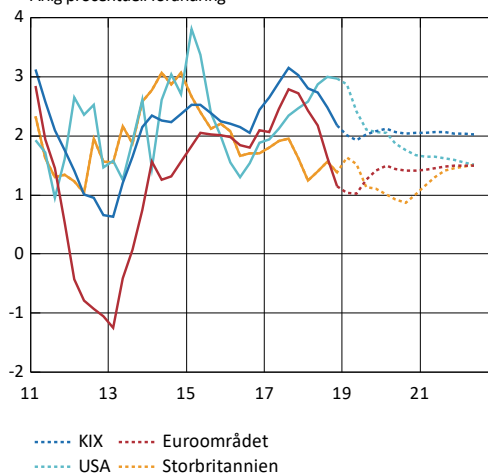
Formerna för Storbritanniens utträde ur EU skapar osäkerhet om tillväxten i Storbritannien, men även till viss del för övriga Europa. Efter begäran av Storbritanniens regering beslutade Europeiska rådet vid ett möte den 10 april att ge Storbritannien förlängd tidsfrist att godkänna avtalet om ett utträde ur EU. För ytterligare detaljer kring händelseutvecklingen sedan februari, se marginalrutan "Storbritanniens utträde ur EU skjuts upp" i detta kapitel.

I den pågående handelskonflikten mellan USA och Kina har tongångarna på senare tid förbättrats och parterna ser ut att närma sig ett nytt handelsavtal. USA:s regering har kommunicerat att man inte kommer att implementera de tidigare aviserade höjningarna av tullar på kinesisk import så länge tillräckligt stora framsteg görs i förhandlingarna. Däremot har tonen mellan USA och EU försämrats en aning.

Stark konjunktur men gradvis lägre tillväxt i USA

Konjunkturen i USA är fortsatt stark. BNP-tillväxten är snabb och förtroendet hos både hushåll och företag ligger i ett historiskt perspektiv på en hög nivå. BNP ökade med nästan 3 procent under 2018, men svårigheter för företagen att hitta personal, i kombination med att penningpolitiken stramats åt

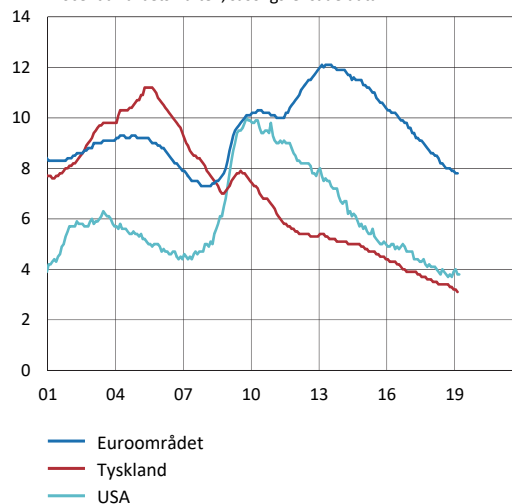
Diagram 4:1. BNP i olika länder och regioner
Årlig procentuell förändring



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

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

Diagram 4:2. Arbetslöshet i olika länder och regioner
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Källa: OECD

och finanspolitiken blir mindre expansiv framöver, bidrar till att tillväxten väntas bli lägre framöver (se diagram 4:1). I kongressen har det lagts fram ett förslag till budget för det fiskala räkenskapsåret 2020. De senaste åren har budgetförhandlingarna gått trögt. Om en överenskommelse inte nås senast vid månadsskiftet september/oktober kan resultatet bli en ny stängning av en del federala myndigheter senare i år. Arbetsmarknaden är stark med en arbetslöshet strax under 4 procent (se diagram 4:2). Det höga resursutnyttjandet väntas bidra till att löneökningstakten fortsätter att stiga.

Sammantaget väntas tillväxten i amerikansk BNP bli 2,4 procent i år för att gradvis dämpas till 1,6 procent 2021, vilket i stort sett är samma bedömning som i den penningpolitiska rapporten i februari.

Lägre tillväxt i euroområdet

Att tillväxten i euroområdet sjönk under andra halvåret 2018 bedöms till viss del ha tillfälliga orsaker. Även om företagen i tillverkningsindustrin har blivit mer pessimistiska och tillväxten framöver väntas bli lägre än de senaste åren, är tillväxtutsikterna relativt gynnsamma. Penningpolitiken väntas förbli mycket expansiv de närmaste åren och bankerna har generellt fortsatt att lätta på kreditvillkoren för hushåll och företag. Finanspolitiken bedöms dessutom bli något expansiv i år.

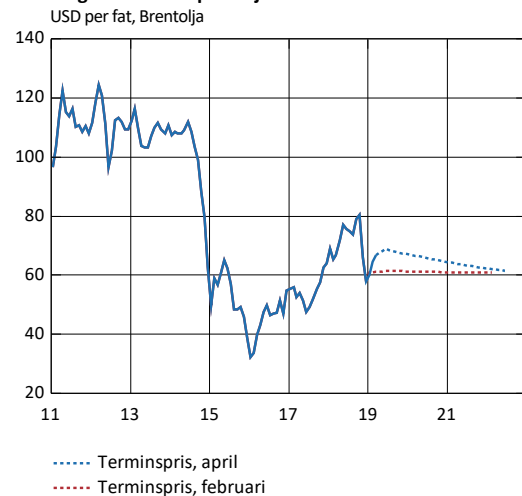
Stigande efterfrågan på arbetskraft bedöms bidra till att arbetslösheten fortsätter att sjunka något de kommande åren, om än i en långsammare takt än tidigare. Detta bidrar till en något högre löneökningstakt. I och med att den globala efterfrågan växer långsammare bedöms investeringstillväxten dämpas de närmaste åren. I takt med att sysselsättningsstillväxten dämpas växer även hushållens konsumtion något långsammare. BNP väntas växa drygt 1 procent 2019 och knappt 1,5 procent per år 2020–2021 (se diagram 4:1). Prognosen är därmed nedjusterad, framför allt för i år, jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari.

Expansiv ekonomisk politik i Kina

Tillväxten i Kina dämpades något till 6,6 procent 2018, i linje med regeringens tillväxtmål på runt 6,5 procent. Kinesiska myndigheter har sedan 2017 fört en politik med fokus på en mer hållbar ekonomisk utveckling och finansiell stabilitet. Politiken har inneburit att tillväxten i både investeringar och konsumtion har avtagit samtidigt som handelskonflikten med USA bedöms ha dämpat exportutvecklingen.

För att kompensera för riskerna från handelskonflikten har kinesiska myndigheter på senare tid indikerat att de avser att föra en mer expansiv finanspolitik, där bland annat ytterligare skattesänkningar och ökade investeringar i infrastrukturen ska stimulera den inhemska efterfrågan. Penningpolitiken har också lagts om i mer expansiv riktning med stegvis sänkta kassakrav för bankerna. Sådan stimulans har varit vanlig när det tidigare funnits tydliga tecken på inbromsning i ekonomin och har då hållit uppe BNP-tillväxten. Sammantaget

Diagram 4:3. Pris på råolja



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

Storbritanniens utträde ur EU skjuts upp

Den 10 april beslutade Europeiska rådet efter begäran av Storbritanniens regering att Storbritanniens utträde ur EU får skjutas upp till senast den 1 november 2019. Om utträdesavtalet skulle godkännas av såväl Storbritannien som EU före detta datum kommer utträdet att ske den första dagen i påföljande månad. Om man inte kommit överens om utträdesavtalet senast den 22 maj måste Storbritannien delta i valet till Europaparlamentet. Europeiska rådet kommer att utvärdera utvecklingen vid sitt möte i juni 2019.

Osäkerheten om vad som kommer att hända framöver är fortsatt stor då det brittiska parlamentet är splittrat i synen på att lämna EU. Det uppskjutna utträdesdatumet ger parlamentet mer tid att komma överens om formerna för att lämna EU samt att lösa frågan hur man ska undvika en hård gräns mellan Irland och Nordirland. Det finns fortfarande en risk för att Storbritannien lämnar EU utan ett avtal, men den bedöms vara liten. Ovissheten kring hur ett framtida avtal kommer att se ut innebär fortsatt osäkerhet för hushåll, företag och finansiella institut.

väntas BNP-tillväxten bli omkring 6 procent de kommande åren.

Viss nedgång i priset på råolja de kommande åren

Sedan årsskiftet har världsmarknadspriset på råolja stigit till omkring 70 dollar per fat efter att ha fallit snabbt under hösten. Prisuppgången beror bland annat på att OPEC och Ryssland avser minska produktionen av olja eftersom flera viktiga oljeproducerande länder, framför allt USA, ökade produktionen mot slutet av fjolåret. En mildare ton i handelskonflikten mellan USA och Kina har sannolikt också bidragit till prisuppgången.

Osäkerheten kring utsikterna för den globala ekonomin, och i synnerhet den oljeberoende kinesiska ekonomin, bidrar dock till att tynga oljeprisutvecklingen. Enligt terminsprisättningen väntar sig aktörer på de finansiella marknaderna att oljepriset ska sjunka till drygt 60 dollar 2022 (se diagram 4:3).

Långsamt stigande kostnadstryck i omvärlden

Uppgången i oljepriset sedan årsskiftet väntas leda till att inflationen i år blir något högre än i februariprognosen hos flera för Sverige viktiga handelspartners. I euroområdet väntas inflationen, mätt med HIKP, förbli omkring 1,5 procent de kommande åren (se diagram 4:4). Den underliggande inflationen har utvecklats svagt och de senaste åren legat nära 1 procent. Den allt starkare arbetsmarknaden väntas dock bidra till ett ökat kostnadstryck som får den underliggande inflationen att stiga gradvis framöver.

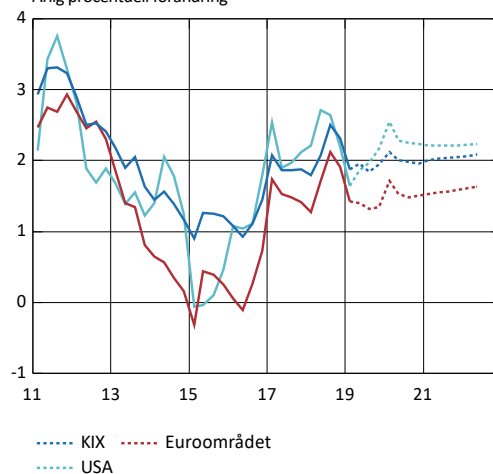
Jämfört med bedömningen i februari har prognosen för inflationen i euroområdet justerats upp något 2019 till följd av det högre oljepriset, men ned något de kommande åren. Nedjusteringen förklaras av att inflationstrycket bedöms vara något lägre då prognosen för BNP-tillväxten reviderats ned och då sambandet mellan löneutveckling och underliggande inflation verkar ha försvagats. Den underliggande inflationen bedöms bli lägre under hela prognosperioden jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari.

I början av året sjönk den årliga ökningstakten i konsumentprisindex i USA, bland annat till följd av en inbromsning av energipriser (se diagram 4:4). De senaste årens starka amerikanska arbetsmarknad bidrar till att löneökningstakten och därmed företagets kostnader för arbetskraft stiger något snabbare, vilket bidrar till en inflation om drygt 2 procent de kommande åren.

Kronan stärks de kommande åren

Den svenska kronan, mätt med kronindex, KIX, är i utgångsläget något svagare än prognosen i februari. En del av försvagningen har skett i samband med publicering av inhemsk och utländsk makrostatistik som har varit svagare än vad marknaden förväntade sig. Riksbanken har tagit intryck av att kronan under en längre tid försvagats från ett redan svagt utgångsläge och gör därför bedömningen att kronan vid

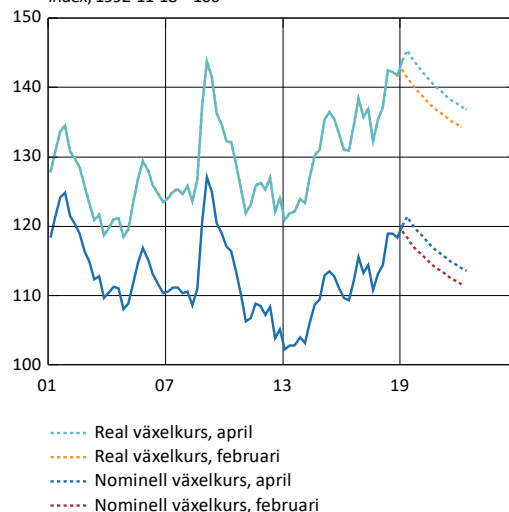
Diagram 4:4. Konsumentpriser i olika länder och regioner
Årlig procentuell förändring



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

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, nationella källor 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. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

prognosperiodens slut kommer att vara något svagare än vad som antogs i den penningpolitiska rapporten i februari. I nuläget är den reala växelkursen dock svag jämfört med nivåer som motiveras av långsiktiga faktorer och prognosen innebär därför en förstärkning framöver i likhet med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i februari (se diagram 4:5).

Sverige

Arbetskraftsutbudet växer långsammare

Genom att följa den strukturella utvecklingen av arbetskraftsutbudet och produktiviteten kan man skapa sig en uppfattning om ekonomins tillväxtpotential. De senaste åren har befolkningen i arbetsför ålder sammantaget vuxit relativt snabbt (se diagram 4:6). Detta har bidragit till att utbudet på arbetskraft har ökat kraftigt.

Det samlade arbetskraftsdeltagandet har också ökat trendmässigt sedan 2009, och 2018 deltog över 73 procent av befolkningen i åldern 15–74 år i arbetskraften (se diagram 4:7). Uppgången har skett både bland inrikes och utrikes födda. Bland inrikes födda beror ökningen främst på att äldre väljer att stanna kvar i arbetskraften högre upp i åldrarna. Den långa perioden med stark konjunktur är sannolikt en förklaring till att utomeuropeiskt födda nu också etablerar sig på arbetsmarknaden något snabbare än tidigare.

De kommande åren sjunker tillväxten i den arbetsföra befolkningen eftersom den inrikes födda befolkningen i genomsnitt blir äldre samtidigt som invandringen antas minska. Ett fortsatt ökat arbetskraftsdeltagande bland utrikes födda och äldre innebär dock att utvecklingen av det strukturella utbudet av arbetskraft inte bedöms dämpas lika snabbt som befolkningstillväxten (se diagram 4:6).

I likhet med i stora delar av omvärlden har produktivitetstillväxten i Sverige, bortsett från enstaka år, varit låg sedan finanskrisen (se diagram 4:8). Det finns ingen samstämmighet om vad som förklarar den svaga produktivitetstillväxten, men flera faktorer har sannolikt samverkat.¹³ Produktivitetstillväxten väntas öka framöver men förbli lägre än före finanskrisen.

Sammantaget bedöms tillväxten i arbetskraften och produktiviteten innebära en potentiell tillväxt i BNP på nära 2 procent per år 2019–2021 (se diagram 4:9).

Stark konjunktur men lägre tillväxt de närmaste åren

Efter några år med en tillväxt strax under 2,5 procent per år väntas tillväxten dämpas till något under 2 procent de kommande åren (se diagram 4:9). Eftersom tillväxten bedöms bli lägre än ekonomins potentiella tillväxt framöver dämpas det höga resursutnyttjandet i ekonomin något.

Diagram 4:6. Befolkning och potentiell arbetskraft, 15–74 år
Årlig procentuell förändring

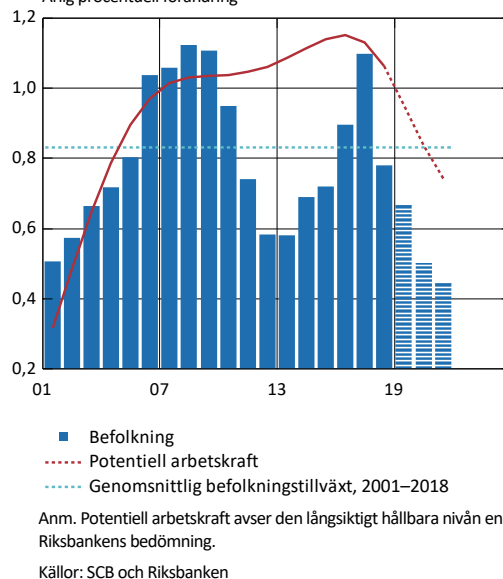


Diagram 4:7. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande
Procent av befolkningen, 15–74 år, säsongrensade data

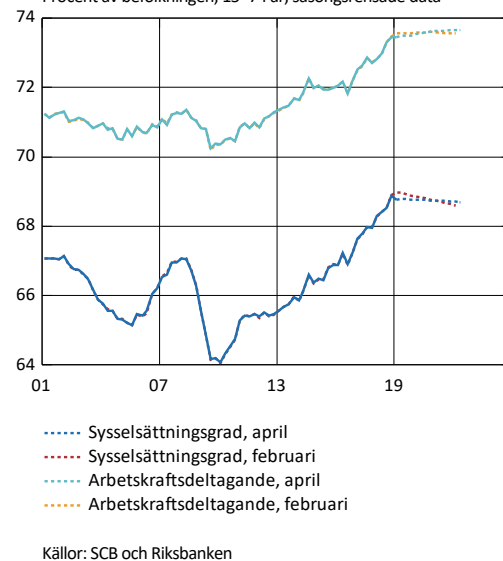
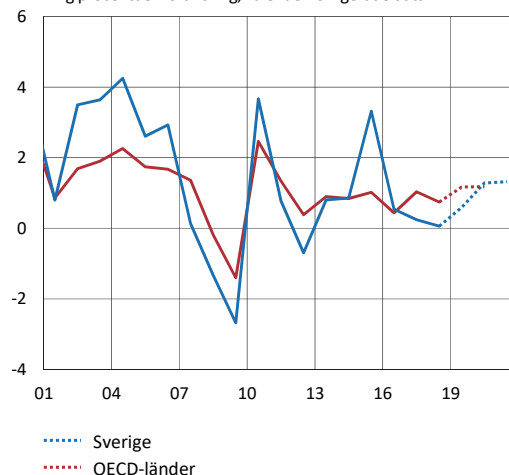


Diagram 4:8. Produktivitet
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



¹³ För en internationell jämförelse och genomgång av olika förklaringsfaktorer, se kapitlet "Produktiviteten i Sverige" i Lönebildningsrapporten 2017, Konjunkturinstitutet.

Tillväxten i såväl inhemsk som utländsk efterfrågan mattas av något de kommande åren. Avmattningen på de svenska exportmarknaderna innebär att exporten växer något långsammare, i genomsnitt drygt 3,5 procent per år framöver. Den inhemska utvecklingen tyngs på kort sikt framför allt av utvecklingen på bostadsmarknaden. Efter att ha varit en viktig drivkraft för tillväxten 2014–2017 har efterfrågan på bostäder dämpats och bidragit till att bostadspriserna sjunkit. Prisnedgången har minskat lönsamheten hos byggbolagen som svarat med att påbörja färre bostadsbyggen. Trots detta väntas antalet påbörjade bostäder fortsätta vara högt i ett historiskt perspektiv. Sammantaget väntas bostadsinvesteringarna tynga BNP-utvecklingen med ungefär 0,6 procentenheter i år, för att därefter ge ett något mindre negativt bidrag till tillväxten de kommande åren (se diagram 4:10).

Kapacitetsutnyttjandet är högt i utgångsläget, men de kommande åren bidrar de något svagare konjunktursiktterna till att näringslivets investeringar, exklusive bostadsinvesteringar, också ökar långsammare. Sammantaget växer de totala bruttoinvesteringarna marginellt i år för att öka i en måttlig takt åren därefter.

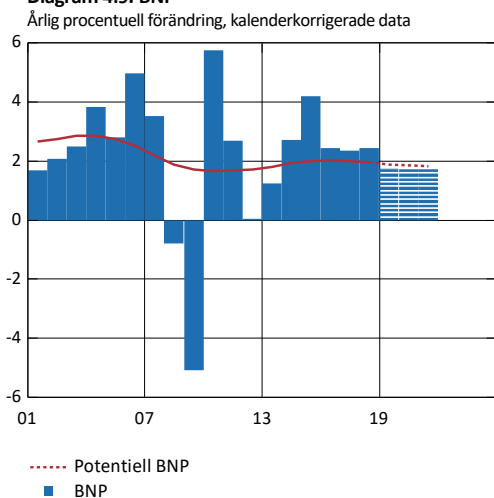
Finanspolitiken var något expansiv i fjol och det finansiella sparandet i offentlig sektor sjönk från 1,4 till 0,9 procent av BNP. I 2019 års ekonomiska vårproposition presenterade regeringen inga nya ofinansierade åtgärder men tillsammans med tidigare beslutade åtgärder innebär förslagen ändå att det finansiella sparandet väntas minska något i år. I takt med att konjunkturen mattas av väntas det finansiella sparandet minska något ytterligare och uppgår till 0,5 procent av BNP år 2021.¹⁴

Stabil konsumtionsutveckling trots lägre inkomstökningar

Osäkerheten kring de globala tillväxtutsikterna och utvecklingen på den svenska bostadsmarknaden har sannolikt bidragit till att hushållen sparade en allt större del av sina inkomster under fjolåret. Måttligt stigande bostadspriser och en fortsatt stark arbetsmarknad de närmaste åren skapar dock förutsättningar för hushållen att spara en mindre del av sina inkomster.

Enligt Konjunkturinstitutets hushållsbarometer är hushållens ränteförväntningar de kommande åren väl i linje med Riksbankens prognos för reporäntan. Detta tyder på att hushållen har tagit höjd för kommande räntehöjningar i sina ekonomiska kalkyler. När inkomsterna växer allt långsammare de kommande åren, bland annat till följd av lägre sysselsättningstillväxt och högre bolåneräntor, väntas hushållen minska den del av inkomsten de sparar för att jämna ut sin konsumtion över tiden. Konsumtionen utvecklas därigenom i en förhållandevis jämn takt framöver, strax under den historiskt genomsnittliga tillväxttakten (se diagram 4:11).

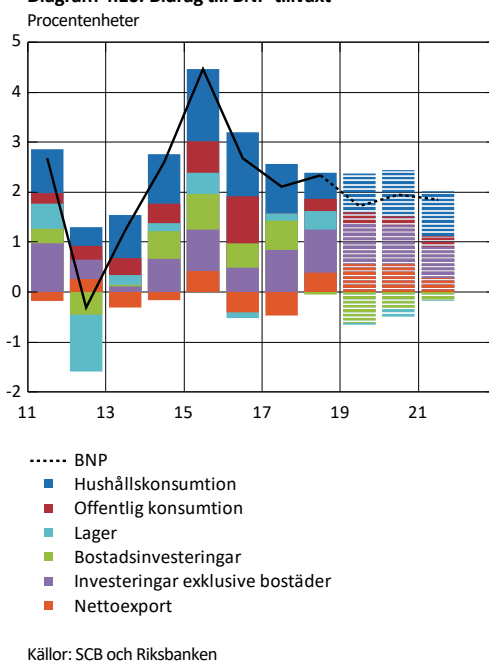
Diagram 4:9. BNP



Anm. Potentiell BNP avser den långsiktigt hållbara nivån enligt Riksbankens bedömning.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:10. Bidrag till BNP-tillväxt



Källor: SCB och Riksbanken

¹⁴ Riksbankens prognoser för finanspolitiken utgår från att finanspolitiken anpassas ungefär som normalt till överskottsmålet och läget i konjunkturen. Prognosen tar även hänsyn till annonserade och beslutade reformer.

Hushållens skulder fortsätter öka, men i långsammare takt

Ökningstakten i hushållens skulder har mattats av i spåren av prisnedgången på bostäder. Även om bostadspriserna, mätt med prisindexet HOX, i princip varit oförändrade det senaste året är de sammantaget knappt 5 procent lägre än toppen sommaren 2017.

Skulderna växer dock fortfarande i en förhållandevis snabb takt, vilket till stor del förklaras av att dagens bostadsköpare betalar ett högre pris för bostaden än vad säljarna en gång gjorde, och därmed behöver låna ett större belopp. Det lägre bostadsbyggandet dämpar samtidigt skuld tillväxten något. Det skärpta amorteringskravet, som infördes i mars 2018, har enligt Finansinspektionen bidragit till att hushållen köper billigare bostäder och tar mindre lån än vad de skulle ha gjort i avsaknad av kravet. Samtidigt berörs endast en liten andel av svenska bostadsköpare av kravet. Den samlade effekten på hushållens skulder bedöms därför vara liten, även om effekten är större i regioner där fler omfattas av kravet, som Stockholm och Göteborg.

De kommande åren väntas de hittills införda amorteringskraven omfatta allt fler bostadsägare i takt med att bostadsstocken omsätts. Tillsammans med högre bolåneräntor bidrar detta till att dämpa hushållens efterfrågan på lån, men skulderna väntas ändå växa något snabbare än den disponibla inkomsten och den så kallade skuldkvoten beräknas öka till drygt 190 procent under 2022 (se diagram 1:13).

Arbetsmarknaden fortsatt stark

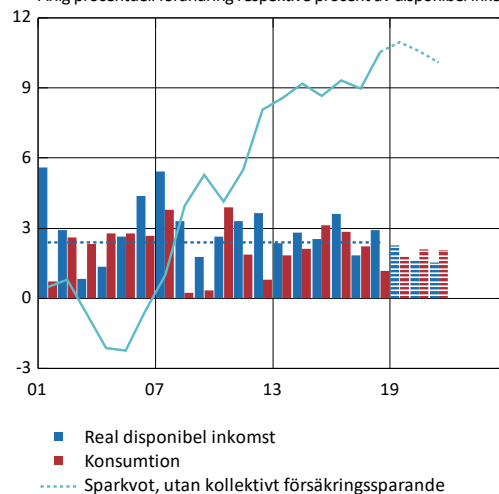
Arbetsmarknaden har förbättrats under flera år med stigande sysselsättningsgrad och fallande arbetslöshet (se diagram 4:7 och 4:12). I vissa grupper av befolkningen är sysselsättningsgraden nu mycket hög i ett historiskt perspektiv. Till exempel är andelen sysselsatta i åldersgruppen 25–54 år med eftergymnasial utbildning över 90 procent. Detta gör det svårt för företagen att hitta den personal de söker, vilket bidrar till att sysselsättningstillväxten dämpas framöver.

Att det är svårt för företagen att hitta den personal de söker, trots att det fortfarande finns många arbetslösa, indikerar att det finns problem att matcha de arbets sökande med de lediga jobben. Detta återspeglas bland annat i höga bristtal och långa rekryteringstider.

Ett vanligt sätt att illustrera hur väl matchningen på arbetsmarknaden fungerar är att använda den så kallade Beveridgekurvan som visar sambandet mellan arbetslöshet och vakansgrad (kvoten mellan antalet vakanser och arbetskraften). Stigande vakansgrad brukar sammanfalla med sjunkande arbetslöshet och vice versa. Efter finanskrisen har arbetslösheten varit högre för en given vakansgrad, vilket illustreras av att Beveridgekurvan skiftat utåt, ett tecken på att matchningen på arbetsmarknaden har försämrats (se diagram 4:13). En förklaring till detta är sannolikt det stora inflödet i arbetskraften av grupper med, historiskt sett, svag anknytning

Diagram 4:11. Hushållens reala disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst

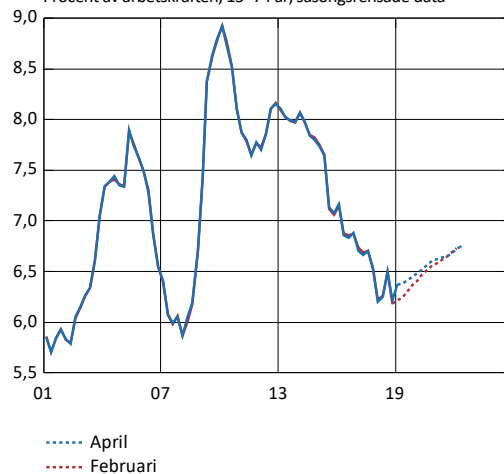


Anm. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator. Streckad linje avser genomsnitt av konsumtionstillväxten 1994–2018. Kollektivt försäkringsparande består av sparande som hushållen inte kontrollerar själva, exempelvis premiepension och avtalsförsäkringar.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:12. Arbetslöshet

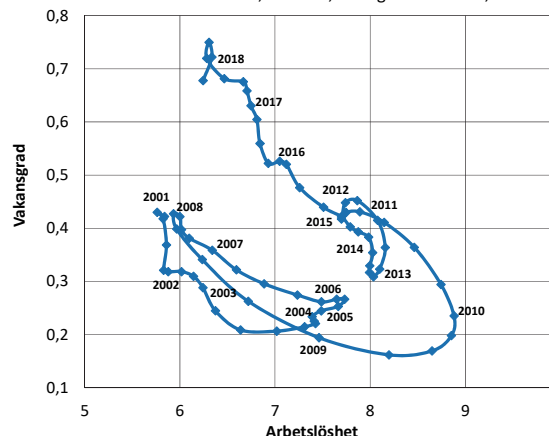
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:13. Beveridgekurvan

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



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

Källor: SCB och Riksbanken

till arbetsmarknaden, i synnerhet personer som saknar gymnasieutbildning eller arbetslivserfarenhet från den svenska arbetsmarknaden. Utvecklingen har inneburit att sammansättningen av gruppen arbetslösa har förändrats och andelen inskrivna arbetslösa på Arbetsförmedlingen som tillhör så kallade utsatta grupper har ökat och utgör nu drygt 75 procent.¹⁵ Även framöver väntas inflödet i arbetskraften framför allt bestå av personer som i genomsnitt har relativt svårare att komma i arbete. Efterfrågan på arbetskraft växer också långsammare och arbetslösheten väntas därför stiga något de närmaste åren (se diagram 4:12).

Sammantaget bedöms resursutnyttjandet på arbetsmarknaden, och i ekonomin som helhet, vara högre än normalt och förbli det under de kommande åren. Men eftersom tillväxten i BNP, sysselsättning och arbetade timmar blir lägre än deras respektive trendmässiga tillväxt, kommer resursutnyttjandet att sjunka något (se diagram 4:14).

Löneökningstakten stiger

Löneökningstakten har de senaste åren varit måttlig i förhållande till såväl det historiska genomsnittet som konjunkturläget. Utvecklingen kan till viss del bero på låga löneökningar i omvärlden och en längre tid med svag produktivitetstillväxt, vilket minskat utrymmet för löneökningar. Den låga produktivitetstillväxten har samtidigt inneburit att arbetskostnaderna per producerad enhet ökat i ovanligt snabb takt de senaste åren, trots att löneökningstakten varit dämpad (se diagram 4:15).

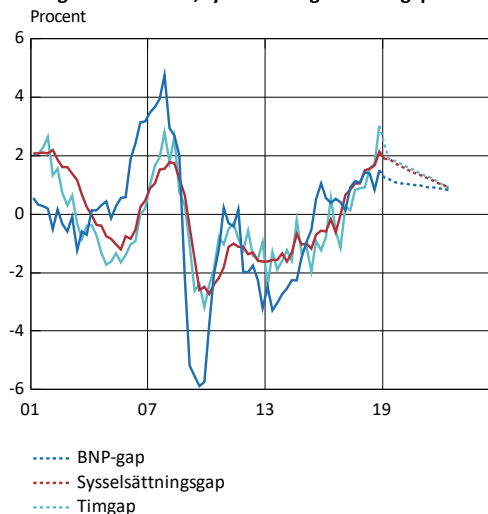
Lönerna väntas gradvis öka något snabbare framöver. Faktorer som talar för detta är bland annat det starka arbetsmarknadsläget, att inflationen har stigit och att inflationsförväntningarna är etablerade vid inflationsmålet. Det finns även tydliga tecken på stigande löneökningar i omvärlden (se diagram 3:10). Prognosen för de svenska lönerna bygger dessutom på att produktivitetstillväxten stiger gradvis under prognosperioden, vilket bör öka utrymmet för löneökningar framöver.

Löneökningstakten bedöms bli något lägre de kommande åren än i prognosen i februari. Prognosen för arbetskostnaden per producerad enhet är sammantaget därför något nedjusterad, men bedöms ändå öka med omkring 2 procent per år under prognosperioden, vilket är en historiskt normal ökningstakt (se diagram 4:15).

Inflationen nära 2 procent de kommande åren

Inflationen har legat kring Riksbankens inflationsmål på 2 procent sedan början av 2017 (se diagram 4:16). Flera faktorer har bidragit till detta. Bland annat har den svenska konjunkturen blivit allt starkare och kronan har försvagats, vilket bidragit till högre prisökningstakter på varor och livsmedel

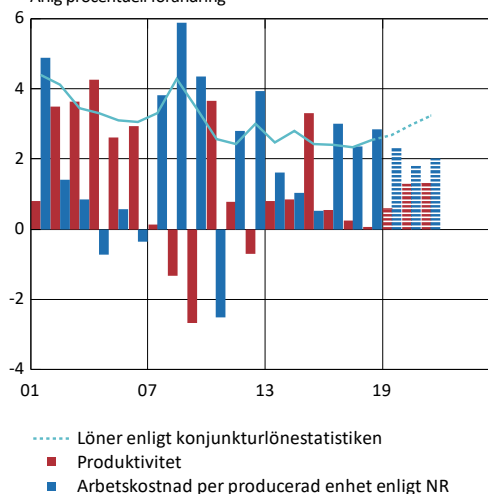
Diagram 4:14. BNP-, sysselsättnings- och timgap



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

Källor: SCB och Riksbanken

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



Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

¹⁵ Arbetsförmedlingen definierar utsatta grupper som arbetslösa som saknar gymnasieutbildning, och/eller är utomeuropeiskt födda och/eller har ett funktionshinder och/eller är 55–64 år.

som importeras. Snabbt stigande energipriser har också bidragit till en högre inflation, särskilt det senaste året.

Inflationen mätt med KPIF uppgick till 1,8 procent i mars och har utvecklats oväntat svagt i början av året. Ökningstakten i KPIF exklusive energi uppgick till 1,5 procent i mars. Både KPIF och KPIF exklusive energi ökade långsammare än prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari (se diagram 1:7 och 4:17). Det var främst priserna inom normalt sett volatila komponenter i KPI, som energi, utrikes resor och kläder som ökade ovanligt långsamt. Flera av Riksbankens mått på underliggande inflation, som tar mindre hänsyn till prisutvecklingen på varor och tjänster där priserna varierar mycket, steg och medianen av måtten var 2,0 procent i mars. Men mot bakgrund av att inflationen vid upprepade tillfällen har blivit överraskande låg bedömer Riksbanken att genomslaget från den starka konjunkturen, stigande kostnader och den svagare kronan har varit något mindre än väntat.

Flera faktorer talar för en uppgång i KPIF exklusive energipriser det närmaste året, däribland den svaga kronan och stigande livsmedelspriser. Dessutom har hyrorna börjat öka snabbare än under senare år.

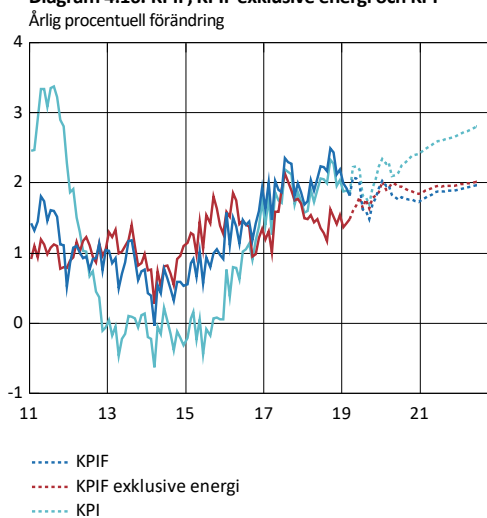
Konjunkturen är stark och resursutnyttjandet väntas vara fortsatt högt, vilket tillsammans med stigande inflation i omvärlden talar för en inflation nära 2 procent även framöver. Arbetskostnaderna per producerad enhet har dessutom ökat relativt snabbt den senaste tiden och bedöms ännu inte ha fått fullt genomslag på inflationen.

Men det finns också faktorer som bidrar till att dämpa inflationen. Kronan väntas stärkas samtidigt som energipriserna väntas öka långsammare än under de senaste åren. Den lägre ökningstakten i energipriserna bidrar till att KPIF-inflationen sjunker tillbaka tillfälligt och ligger som lägst på knappt 1,5 procent i höst. Därefter väntas inflationen stiga och framöver vara nära 2 procent.

Inflationen bedöms bli lägre än i februarirapporten

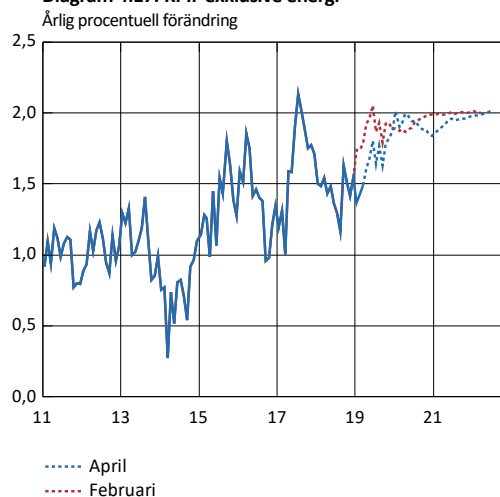
Trots ett fortsatt högt resursutnyttjande och en något svagare krona de kommande åren bedöms inflationstrycket sammanlagt vara lägre jämfört med föregående prognos. Detta förklaras delvis av att omvärldens inflation har justerats ned jämfört med prognosen i februari men också av att genomslaget från konjunktur och kostnader till inflationen nu väntas bli något mindre än i tidigare bedömning. Prognosen för inflationen är därmed nedjusterad jämfört med prognosen i februari (se diagram 1:7 och 4:17).

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



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:17. KPIF exklusive energi



Källor: SCB och Riksbanken

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos
Procent, kvartalsmedelvärden

	2019 kv1	2019 kv2	2019 kv3	2020 kv2	2021 kv2	2022 kv2
Reporänta	-0,27 (-0,27)	-0,25 (-0,24)	-0,25 (-0,14)	0,04 (0,23)	0,42 (0,73)	0,80

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2017	2018	2019	2020	2021
KPIF	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)	1,8 (2,0)	1,8 (1,8)	1,9 (2,0)
KPIF exkl. energi	1,7 (1,7)	1,4 (1,4)	1,7 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (2,0)
KPI	1,8 (1,8)	2,0 (2,0)	2,0 (2,2)	2,3 (2,6)	2,6 (3,0)
HIKP	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	1,8 (2,0)	1,8 (1,8)	1,8 (1,9)

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning
Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2017	2018	2019	2020	2021
Reporänta	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,5)	-0,2 (-0,2)	0,1 (0,3)	0,5 (0,8)
10-årsränta	0,7 (0,7)	0,7 (0,7)	0,5 (0,9)	1,0 (1,7)	1,4 (2,4)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	112,9 (112,9)	117,6 (117,6)	120,3 (117,9)	117,5 (114,9)	115,2 (112,7)
Offentligt finansiellt sparande*	1,4 (1,5)	0,9 (0,9)	0,6 (0,6)	0,5 (0,5)	0,5 (0,5)

* Procent av BNP. Utfall och prognos för offentlig sparande baseras på EDP-statistiken som SCB publicerade i slutet av mars.

Källor: SCB och Riksbanken

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

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2017	2018	2019	2020	2021
Euroområdet	0,11	0,49	2,5 (2,5)	1,8 (1,8)	1,2 (1,4)	1,4 (1,5)	1,5 (1,5)
USA	0,15	0,08	2,2 (2,2)	2,9 (2,9)	2,4 (2,4)	1,8 (1,8)	1,6 (1,6)
Japan	0,04	0,02	1,9 (1,9)	0,8 (0,8)	0,6 (0,8)	0,5 (0,5)	0,9 (0,9)
Kina	0,19	0,08	6,9 (6,9)	6,6 (6,6)	6,1 (6,1)	6,0 (6,0)	6,0 (6,0)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,9 (2,9)	2,5 (2,5)	2,0 (2,1)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,7 (3,7)	3,7 (3,7)	3,4 (3,6)	3,6 (3,6)	3,6 (3,6)

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen för 2018 enligt IMF. KIX-vikter avser vikter i Riksbankens kronindex (KIX) för 2019. 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 senaste fem åren.

KPI	2017	2018	2019	2020	2021
Euroområdet (HIKP)	1,5 (1,5)	1,8 (1,7)	1,4 (1,3)	1,6 (1,7)	1,6 (1,7)
USA	2,1 (2,1)	2,4 (2,4)	1,9 (1,9)	2,3 (2,3)	2,2 (2,3)
Japan	0,5 (0,5)	1,0 (1,0)	0,7 (1,1)	1,5 (1,9)	1,2 (1,5)
KIX-vägd	1,9 (1,9)	2,2 (2,2)	1,9 (1,9)	2,0 (2,1)	2,0 (2,2)

	2017	2018	2019	2020	2021
Styrränta i omvärlden, procent	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,1)	0,2 (0,2)	0,3 (0,3)	0,5 (0,6)
Råoljepris, USD/fat Brent	54,8 (54,8)	71,5 (71,5)	67,0 (61,3)	65,9 (61,2)	63,4 (61,0)
Svensk exportmarknad	5,0 (5,0)	3,4 (3,7)	3,2 (3,5)	3,7 (3,6)	3,5 (3,5)

Anm. Styrränta i omvärlden avser en sammanvägning av styrräntor i USA, euroområdet (EONIA), Norge och Storbritannien.

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

Tabell 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2017	2018	2019	2020	2021
Hushållens konsumtion	2,2 (2,2)	1,2 (1,3)	1,8 (1,7)	2,1 (2,1)	2,0 (2,0)
Offentlig konsumtion	0,0 (0,0)	0,9 (0,6)	0,9 (0,5)	0,8 (0,8)	0,8 (0,8)
Fasta bruttoinvesteringar	6,0 (6,0)	3,3 (4,4)	0,8 (-0,9)	1,9 (2,4)	1,9 (2,3)
Lagerinvesteringar*	0,1 (0,1)	0,4 (0,2)	0,0 (0,0)	-0,2 (-0,2)	0,0 (0,0)
Export	3,2 (3,2)	3,5 (2,5)	3,5 (3,5)	4,0 (3,4)	3,8 (3,4)
Import	4,8 (4,8)	2,9 (2,4)	2,5 (2,3)	3,1 (3,1)	3,6 (3,4)
BNP	2,1 (2,1)	2,3 (2,2)	1,7 (1,3)	1,9 (1,9)	1,8 (1,8)
BNP, kalenderkorrigerad	2,4 (2,4)	2,4 (2,3)	1,7 (1,3)	1,7 (1,6)	1,7 (1,7)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	2,4 (2,4)	1,6 (1,8)	1,2 (0,6)	1,6 (1,7)	1,6 (1,7)
Nettoexport*	-0,5 (-0,5)	0,4 (0,1)	0,5 (0,7)	0,5 (0,3)	0,3 (0,1)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	3,7 (3,7)	3,4 (3,2)	3,7 (3,6)	4,0 (3,7)	4,1 (3,7)

* 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

	2017	2018	2019	2020	2021
Folkmängd, 15–74 år	1,1 (1,1)	0,8 (0,8)	0,7 (0,6)	0,5 (0,5)	0,4 (0,5)
Potentiellt arbetade timmar	1,1 (0,9)	1,1 (0,9)	1,0 (0,9)	0,9 (0,8)	0,7 (0,7)
Potentiell BNP	2,0 (1,8)	2,0 (1,9)	1,9 (1,9)	1,8 (1,8)	1,8 (1,8)
BNP, kalenderkorrigerad	2,4 (2,4)	2,4 (2,3)	1,7 (1,3)	1,7 (1,6)	1,7 (1,7)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	2,1 (2,1)	2,4 (2,0)	1,1 (0,9)	0,4 (0,4)	0,4 (0,3)
Sysselsatta, 15–74 år	2,3 (2,3)	1,8 (1,8)	1,0 (1,2)	0,5 (0,4)	0,4 (0,4)
Arbetskraft, 15–74 år	2,0 (2,0)	1,4 (1,4)	1,1 (1,2)	0,6 (0,6)	0,5 (0,5)
Arbetslöshet, 15–74 år*	6,7 (6,7)	6,3 (6,3)	6,4 (6,3)	6,5 (6,5)	6,6 (6,6)
BNP-gap**	0,8 (1,3)	1,3 (1,7)	1,1 (1,1)	1,0 (0,9)	0,9 (0,8)
Tim-gap**	0,5 (1,0)	1,8 (2,0)	2,0 (2,0)	1,5 (1,6)	1,2 (1,3)

* Procent av arbetskraften **Avvikelse från Riksbankens bedömda potentiella nivåer, i procent

Anm. Med potentiellt arbetade timmar och potentiell BNP avses den långsiktigt hållbara nivån enligt Riksbankens bedömning

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

	2017	2018	2019	2020	2021
Timlön, KL	2,3 (2,3)	2,6 (2,6)	2,7 (2,8)	3,0 (3,2)	3,2 (3,3)
Timlön, NR	2,5 (2,5)	2,2 (2,6)	2,8 (2,8)	3,0 (3,2)	3,3 (3,4)
Arbetsgivaravgifter*	0,0 (0,0)	0,5 (0,2)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)
Arbetskostnad per timme, NR	2,5 (2,5)	2,6 (2,9)	2,9 (2,9)	3,1 (3,3)	3,4 (3,5)
Produktivitet	0,2 (0,2)	0,0 (0,4)	0,6 (0,4)	1,3 (1,2)	1,3 (1,4)
Arbetskostnad per producerad enhet	2,4 (2,4)	2,9 (2,7)	2,3 (2,5)	1,8 (2,1)	2,0 (2,1)

* Skillnad i ökningstakt mellan arbetskostnad per timme, NR och timlön, NR, 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 2000-1932 (online)