

Penningpolitisk rapport

December 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 den 18 december 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 två veckor efter varje penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det går att följa den diskussion som ledde fram till det aktuella beslutet och se hur de olika direktionsledamöterna argumenterade.

PRESENTATION AV PENNINGPOLITISKT BESLUT

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

Innehåll

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar 5

Mer normalt konjunkturläge 5

Den aktuella penningpolitiken 7

Osäkerhet och risker 9

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden 13

Utvecklingen internationellt 13

Utvecklingen i Sverige 16

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget 18

Inflationen i Sverige 18

Global och svensk konjunktur 19

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna 24

Omvärlden 24

Sverige 26

Tabeller 31

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Efter det penningpolitiska beslutet i oktober har den ekonomiska utvecklingen i både omvärlden och Sverige varit i linje med Riksbankens prognoser. Den svenska ekonomin har liksom ekonomierna i omvärlden gått in i en fas med lägre tillväxttakt. Avmattningen sker dock efter flera år med hög tillväxt och stark utveckling på arbetsmarknaden och innebär sammantaget att svensk ekonomi går från en konjunktur som varit starkare än normalt mot ett mer normalt läge.

Sedan början av 2017 har inflationen i Sverige varit nära 2 procent. Efter en väntad nedgång under sommaren har inflationen åter stigit till strax under 2 procent. Olika mått på den underliggande, mer varaktiga, inflationen är också nära 2 procent. Riksbanken bedömer att det finns förutsättningar för att inflationen ska vara nära målet även framöver. Direktionen har därför, i linje med bedömningen i oktober, beslutat att höja reporäntan från -0,25 procent till noll procent. Prognosen för reporäntan är oförändrad och indikerar att räntan kommer att ligga still på noll procent under nästan hela prognosperioden.

En ränta på noll procent innebär att penningpolitiken kommer att vara fortsatt expansiv, vilket betonar att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Mer normalt konjunkturläge

Den globala konjunkturen dämpas

–Efter flera år av god tillväxt har världshandeln dämpats och industrikonjunkturen försvagats, bland annat som en följd av osäkerhet kring den globala handelspolitiken, det brittiska utträdet ur EU och de senaste årens sviktande globala utveckling inom bilindustrin. För detaljhandeln och tjänstesektorn ser läget dock bättre ut. Trots nedgången i industriproduktionen har utvecklingen på arbetsmarknaden i omvärlden sammantaget varit stark med sjunkande arbetslöshet och stigande löneökningstakt. Detta har bidragit till att hushållens förtroende fortsätter att vara högre än normalt i de flesta stora länder.

Indikatorer som avspeglar företagens framtidstro har stabiliserats, och förutsättningarna för den globala BNP-tillväxten framöver bedöms vara relativt gynnsamma. BNP i KIX-vägd omvärld väntas i år och de kommande åren växa ungefär i linje med eller något svagare än det historiska genomsnittet på drygt 2 procent. Positiva signaler för världshandeln är att risken för att Storbritanniens utträde ur EU ska ske utan ett avtal på kort sikt är undanröjd efter det brittiska valet och att Kina och USA uppger att de har för avsikt att underteckna ett "fas-ett"-avtal avseende en förbättrad handelsrelation. Stämningsslaget på de finansiella marknaderna har förbättrats under hösten och prissättningen indikerar att aktörer räknar med att avmattningen i konjunkturen blir begränsad.

Trots att konjunkturen i euroområdet har varit förhållandevis god de senaste åren, med en stark utveckling på arbetsmarknaden och stigande löneökningstakt, är den underliggande inflationen fortsatt låg och inflationsförväntningarna

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Förutsättningarna för den globala BNP-tillväxten framöver är relativt gynnsamma. Den globala inflationen stiger långsamt.
I Sverige liksom i omvärlden bedöms de finansiella förhållandena vara fortsatt expansiva, vilket bidrar till att stödja inflationen och den ekonomiska utvecklingen.
Svensk ekonomi växer i en långsammare takt. Efter flera år av hög tillväxt går resursutnyttjandet från att ha varit högre än normalt till ett mer normalt läge.
Förutsättningarna för en inflation nära målet är goda även framöver. Den samlade bilden av de långsiktiga inflationsförväntningarna är att de sedan några år tillbaka ligger nära 2 procent.
Revideringarna av konjunktur- och inflationsutsikterna sedan det penningpolitiska beslutet i oktober är små.
Slutsats: Reporäntan höjs till noll procent, i linje med bedömningen i oktober. Prognosen indikerar att reporäntan kommer att vara oförändrad under nästan hela prognosperioden.

har fallit till låga nivåer i ett historiskt perspektiv. Mot bakgrund av det senaste årets svagare tillväxt och ett lågt inflationstryck har flera utländska centralbanker gjort penningpolitiken mer expansiv efter sommaren, vilket har bidragit till en nedgång i obligationsräntor.

Resursutnyttjandet i svensk ekonomi mot ett normalläge

Importefterfrågan på Sveriges viktigaste exportmarknader väntas växa måttligt de närmaste åren, vilket tillsammans med den pågående nedgången i bostadsbyggandet bidrar till att tillväxttakten i svensk ekonomi antas bli fortsatt dämpad framöver. Även om byggtakten förväntas vara fortsatt hög i ett historiskt perspektiv byggs färre bostäder jämfört med de senaste åren, och en försvagad industrikonjunktur dämpar tillväxten i näringslivets övriga investeringar. Hushållens konsumtion har återhämtat sig det senaste halvåret och väntas kommande år växa i relativ god takt, ungefär i linje med inkomsterna.

Liksom i omvärlden har både statsobligationsräntor och aktiekurser stigit i Sverige under hösten. De finansiella förhållandena i Sverige bedöms fortsatt vara expansiva, vilket bidrar till att stödja den ekonomiska utvecklingen. Att svensk ekonomi nu växer i en långsammare takt efter flera år av god tillväxt innebär sammantaget att ekonomin går från en aktivitetsnivå som varit högre än normalt mot ett mer normalt läge (se diagram 1:2).

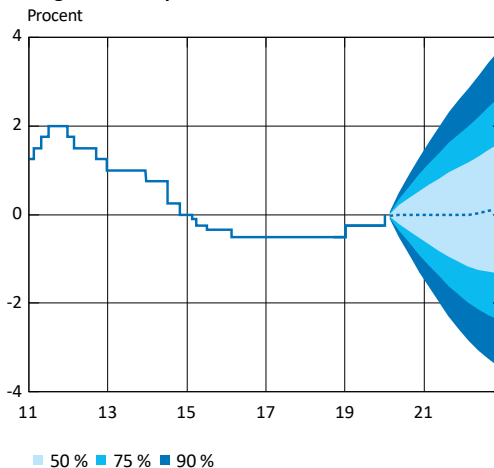
Inbromsning på arbetsmarknaden

Efter att ha konstaterat kvalitetsbrister i statistiken publicerade SCB i november reviderad arbetsmarknadsstatistik som visar att sysselsättningen sedan början av 2018 har vuxit ungefär i takt med den arbetsföra befolkningen och att arbetslösheten samtidigt bottnade för att därefter stiga i långsam takt. De nya siffrorna är mer i linje med annan information avseende arbetsmarknaden och bekräftar Riksbankens bild av utvecklingen. Utfall och indikatorer tyder på att arbetsmarknaden har kylts av och att efterfrågan på arbetskraft mattas. Därmed väntas arbetslösheten fortsätta att stiga något de kommande åren. Sysselsättningsgraden ökar inte ytterligare men ligger kvar på en hög nivå.

Inflationen åter nära 2 procent

Efter att ha legat nära Riksbankens mål på 2 procent en tid sjönk KPIF-inflationen under sommaren (se diagram 1:3). Detta berodde framför allt på fallande energipriser (se diagram 1:4). Därefter har inflationen stigit igen och i november uppgick KPIF-inflationen till 1,7 procent. Energipriserna bidrog endast marginellt negativt till ökningstakten och exklusive energi uppgick inflationen till 1,8 procent. Olika mått på underliggande inflation ligger sammantaget strax under 2 procent.

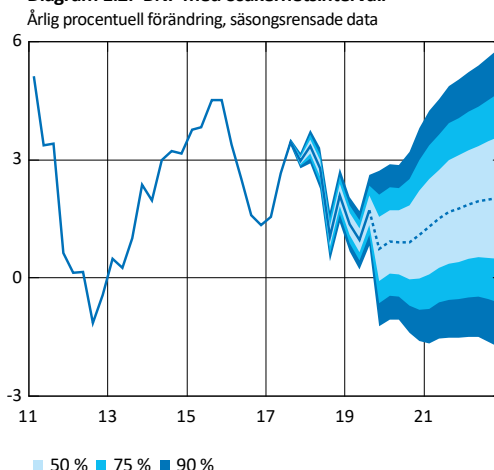
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall



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

Källa: Riksbanken

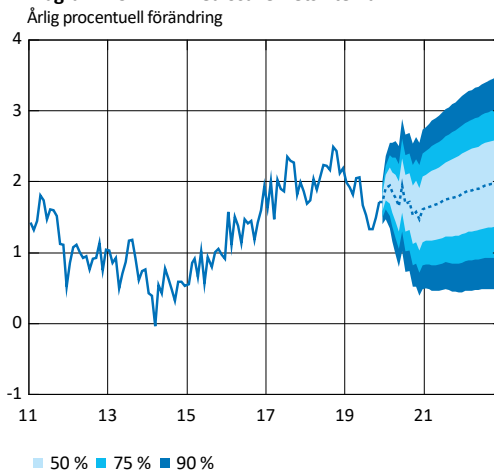
Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

Inflationen dämpas något under 2020 då kronans positiva effekter på prisökningarna väntas avta samtidigt som energipriserna har en dämpande effekt. Riksbanken bedömer sammantaget att förutsättningarna för en inflation nära målet fortsättningsvis är goda. Efterfrågan i svensk ekonomi har varit hög under en lång period, löneökningstakten väntas stiga något och företagens kostnader, mätt med arbetskostnader per producerad enhet, ökar med ungefär 2 procent per år.

Den aktuella penningpolitiken

Bilden av den ekonomiska utvecklingen står sig

Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har den ekonomiska utvecklingen i både omvärlden och Sverige varit i linje med Riksbankens prognoser.

Den svenska ekonomin har liksom ekonomierna i omvärlden gått in i en fas med lägre tillväxttakt efter flera år med stark konjunktur. Reviderad statistik för arbetsmarknaden stödjer Riksbankens tidigare bedömning att det skett en gradvis inbromsning på den svenska arbetsmarknaden. Tillväxten tredje kvartalet var marginellt svagare än väntat och förväntningar hos hushåll och företag pekar på en måttlig tillväxt ytterligare en tid. Jämfört med prognosen i oktober har samtidigt tillväxten i omvärlden blivit något högre än väntat och indikatorer som avspeglar företagens förväntningar om framtiden har stabiliserats.

Sammantaget bekräftar den nya informationen att konjunkturen mattas av från ett starkt till ett mer normalt läge och att inflationen åter stiger mot 2 procent efter nedgången under sommaren. Revideringarna av såväl konjunktur- som inflationsutsikterna är små. Prognosen för KPIF-inflationen är i stort sett oförändrad (se diagram 1:5).

Enligt Prosperas enkätundersökning har inflationsförväntningarna på fem års sikt sjunkit tillbaka något under innevarande år. Enligt prissättningen på finansiella marknader har förväntningarna däremot stigit sedan början på året. Den samlade bilden är att de långsiktiga inflationsförväntningarna sedan några år tillbaka ligger nära 2 procent (se diagram 1:6).

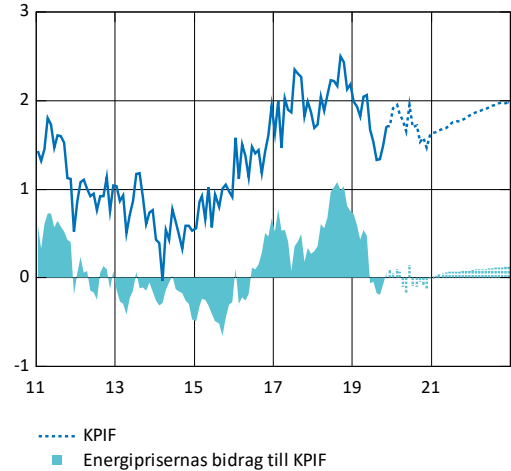
Räntan höjs till noll procent

Penningpolitiken har under lång tid varit expansiv i syfte att stödja den ekonomiska utvecklingen och inflationen. I Sverige har konjunkturen varit stark i flera år med hög ekonomisk aktivitet och en stark utveckling på arbetsmarknaden. Detta har bidragit till att inflationen sedan början av 2017 har varit nära målet på 2 procent, bortsett från en tillfällig nedgång under sommaren i år som huvudsakligen förklaras av energiprisernas utveckling. Sett till de senaste åren har måluppfyllelsen varit god.

Utvecklingen sedan det penningpolitiska mötet i oktober har på det hela taget blivit som Riksbanken förväntade sig och

Diagram 1:4. KPIF och bidrag från energipriser

Årlig procentuell förändring respektive procentenheter

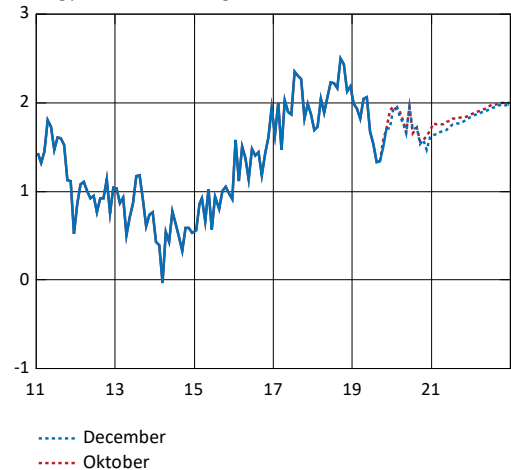


Anm. Energiprisernas bidrag till KPIF är i prognosen beräknat som årlig procentuell förändring i energipriserna multiplicerat med deras nuvarande vikt i KPIF.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:5. KPIF

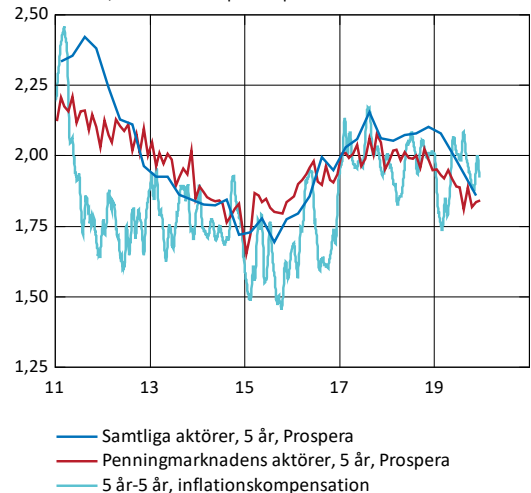
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:6. Långsiktiga inflationsförväntningar

Procent, medelvärde respektive procent



Anm. Inflationskompensationen avser en 5-årig period med start om 5 år beräknad utifrån obligationsräntor, 15 dagars glidande medelvärde.

Källor: Kantar Sifo Prospera och Riksbanken

konjunktur- och inflationsutsikterna är i stort sett oförändrade. Konjunkturläget är nära eller något högre än normalt och inflationen strax under inflationsmålet. Med den penningpolitik som antas i den här rapporten bedöms konjunkturen bli balanserad under kommande år och förutsättningarna vara goda för en inflation nära målet även framöver. Direktionen har därför beslutat att höja reporäntan från -0,25 procent till noll procent, i linje med prognosen från oktober (se diagram 1:7).

Sedan början av 2015 har reporäntan varit negativ, samtidigt som Riksbanken har genomfört omfattande köp av statsobligationer. Den negativa reporäntan och köpen av statsobligationer har fungerat väl och fått ett bra genomslag i ekonomin. Men om negativa nominella räntor uppfattas som ett mer permanent tillstånd kan olika ekonomiska aktörers beteende förändras och negativa effekter uppstå.

En reporänta på noll procent ger fortsatt stöd

De senaste årens goda konjunktur i kombination med en inflation nära målet skulle ha kunnat motivera tidigare och fler räntehöjningar under 2017 och 2018. Men mot bakgrund av en lång period med alltför låg inflation valde direktionen att gå försiktigt fram genom att avvakta med första höjningen till slutet av 2018. Detta för att försäkra sig om att inflationen och inflationsförväntningarna skulle etablera sig kring 2 procent.

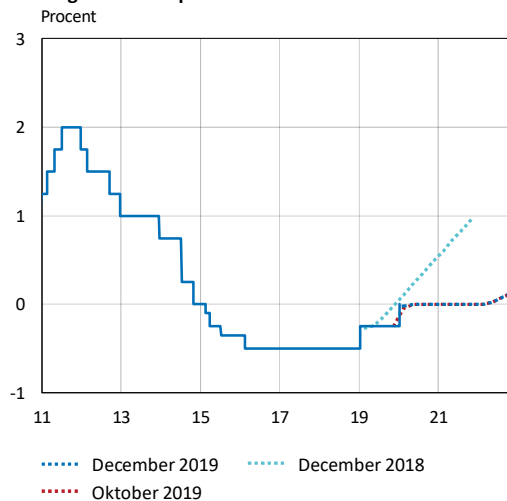
Prognosen i december 2018 indikerade att reporäntan skulle höjas ungefär två gånger per år 2019–2021. Under 2019 har konjunkturutsikterna mattats av oväntat snabbt i Sverige och omvärlden, och direktionen har därför sänkt bedömningen av i vilken takt räntehöjningarna kommer att ske (se diagram 1:7). Penningpolitiken har således successivt anpassats för att ge svensk ekonomi och inflation stöd i en osäker omvärld.

Att reporäntan höjs från de allra lägsta nivåerna när konjunkturen dämpas från en stark nivå betyder inte att inflationsmålet äventyras. En ränta på noll procent i kombination med ett stort innehav av statsobligationer innebär att penningpolitiken kommer att vara fortsatt expansiv och skapar därmed förutsättningar för en inflation nära målet. Den reala reporäntan väntas vara fortsatt negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:8).

På längre sikt är det rimligt att förvänta sig att reporäntan kommer att vara högre än noll procent. Men låga räntor och osäkerhet kring konjunktur- och inflationsutvecklingen i omvärlden och Sverige gör det svårt att idag säga när det är lämpligt att höja räntan nästa gång. Prognosen för reporäntan är densamma som i oktober och indikerar att reporäntan kommer att vara oförändrad under nästan hela prognosperioden. Prognosen förutsätter att osäkerheten minskar gradvis framöver och att konjunkturutsikterna stabiliseras.

Om konjunktur- och inflationsutsikterna skulle förändras kan penningpolitiken behöva anpassas. Förbättrade utsikter skulle motivera en högre ränta. Men om ekonomin istället

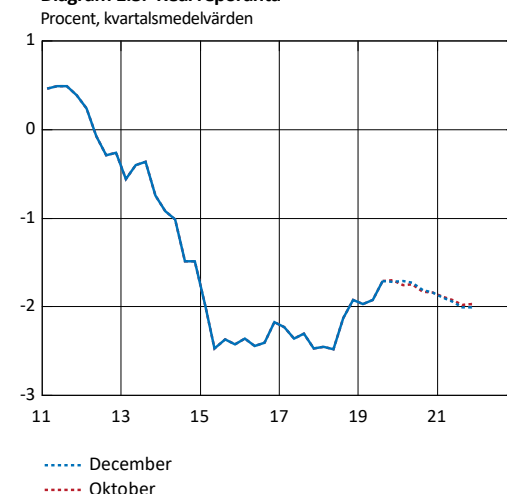
Diagram 1:7. Reporänta



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

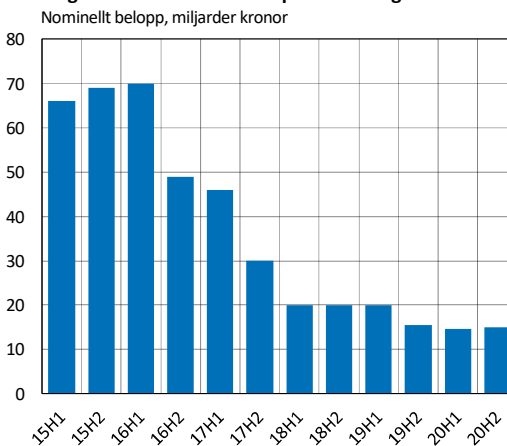
Diagram 1:8. Real reporänta



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

Diagram 1:9. Riksbankens köp av statsobligationer



Källa: Riksbanken

skulle utvecklas sämre än vad som är förenligt med prognoserna kan direktionen komma att såväl sänka reporäntan som vidta andra åtgärder för att göra penningpolitiken mer expansiv.

Riksbanken fortsätter att köpa statsobligationer

Reporäntan är det primära verktyget för penningpolitiken. Men som en kompletterande penningpolitiska åtgärd har Riksbanken också köpt en betydande mängd nominella och reala svenska statsobligationer. Köpen har inneburit att bankernas likviditetsöverskott gentemot Riksbanken har stigit kraftigt till cirka 435 miljarder kronor, vilket motsvarar knappt 10 procent av BNP.

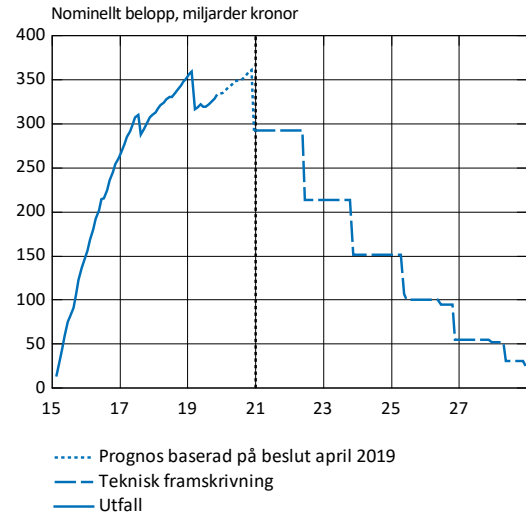
Innehavet av statsobligationer uppgick i slutet av november till drygt 330 miljarder kronor i nominellt belopp. För att bibehålla en lämplig nivå på innehavet och Riksbankens närvaro på marknaden beslutade direktionen i april att Riksbanken från juli 2019 till december 2020 ska köpa statsobligationer till ett nominellt belopp om sammanlagt 45 miljarder kronor (se diagram 1:9). Detta innebär att Riksbanken upprätthåller innehavet nära den genomsnittliga nivån sedan början av 2018, efter att nettoköpen avslutades (se diagram 1:10). Beslutet är i linje med den tidigare kommunicerade strategin att gradvis normalisera penningpolitiken.⁵

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. Riksbanken kommer att anpassa detaljerna kring köpen av statsobligationer med hänsyn till hur ekonomin utvecklas.

Osäkerhet och risker

Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltså 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

Diagram 1:10. 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

Sidoeffekter av penningpolitiken

Riksbanken analyserar kontinuerligt effekterna på ekonomin av den negativa reporäntan och köpen av statsobligationer. Ett skäl är att låga räntor kan skapa incitament till ett alltför stort risktagande i ekonomin. Tillgångar kan bli övervärderade, risker felaktigt prissatta och aktörers skuldsättning kan öka på ett ohållbart sätt.

Ett annat skäl är att de finansiella marknadernas sätt att fungera kan påverkas av negativ reporänta och statsobligationsköp. Hittills har de kunnat hantera negativ ränta relativt friktionsfritt. Riksbankens köp av statsobligationer har inneburit att en stor andel av stocken inte finns tillgänglig för handel på marknaden. Enligt Finansmarknadsenkäten som Riksbanken publicerade i december anser nästan hälften av de svarande att likviditeten på statsobligationsmarknaden fungerar dåligt eller mycket dåligt.² Andra marknader där aktörerna kan hantera ränterisk anses däremot fungera bra. Bilden är ungefär densamma som enkäten i juni.

Bankernas utlåningskapacitet bedöms inte ha påverkats på något avgörande sätt av de låga och negativa räntorna. Den svenska banksektorns lönsamhet är fortfarande god. Vinsterna har de senaste åren varit höga och stabila även om de har minskat något och det finns skillnader mellan bankerna.

I Riksbankens senaste företagsundersökning anser fyra av fem företag att nettoeffekten av de senaste fem årens låga räntor sammantaget har varit positiv för deras verksamhet.³ Riksbanken bedömer att sidoeffekterna av statsobligationsköp och negativ styrränta hittills har varit hanterliga för olika ekonomiska aktörer.

Men om negativa räntor uppfattas som ett mer permanent tillstånd finns det en risk för att olika aktörers beteende ändras på ett sätt som är negativt för den ekonomiska utvecklingen. Ett exempel är att efterfrågan på kontanter kan öka. Detta är inget som har observerats än så länge, vilket delvis hänger ihop med att banker inte har infört negativa inlåningsräntor för hushåll. Det kan i sin tur bero på att bankerna har uppfattat den negativa styrräntan som temporär. Om perioden med negativ styrränta väntas bli mer beständig går det dock inte att utesluta att negativ inlåningsränta skulle kunna införas för hushåll.⁴ I Sverige är det fortfarande bara en mindre del av inlåningen som sker till negativa räntor och då från finansiella företag, vissa större icke-finansiella företag och delar av den offentliga sektorn. Men i länder som Tyskland och Danmark har vissa banker aviserat negativa inlåningsräntor även för hushåll.

² Se Finansmarknadsenkäten hösten 2019.

³ Se Fördjupningen "Positivt med låga räntor men negativ ränta känns intuitivt fel" i Riksbankens företagsundersökning november 2019.

⁴ Riskerna ökar inte automatiskt bara för att hushåll möter negativ inlåningsränta. Det krävs också att hushållen gör stora kontantuttag eller flyttar stora volymer av inlåning till alternativa placeringar. Om tillräckligt stora volymer av inlåning flyttas eller tas ut i kontanter kan det leda till en likviditetsrisk för den enskilda banken. Delar av bankernas finansiering försvinner då och måste ersättas med marknadsfinansiering. En ytterligare risk uppstår om hushållen väljer att flytta sina pengar från ett insättningsgaranterat konto för att placera dem i tillgångar med högre risk, till exempel aktier.

⁵ Se fördjupningen "Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport december 2017.

man behöva avvakta mer information innan penningpolitiken anpassas.

Osäkerhet kring konjunkturvecklingen i omvärlden

Sverige är en liten, öppen ekonomi, vilket innebär att utvecklingen i omvärlden är mycket betydelsefull.

Det finns ett flertal osäkerhetsfaktorer kring den globala konjunkturutvecklingen. Riskerna förknippade med handelskonflikten mellan USA och Kina har under de senaste åren skapat osäkerhet kring utvecklingen av världshandeln och den globala tillväxten. USA och Kina har nu meddelat att de har för avsikt att underteckna ett "fas ett"-avtal i januari, som är tänkt att lägga grunden för ett bredare handelsavtal hösten 2020. Avtalet löser flera kortsiktiga frågor kring handeln mellan länderna, men de tyngsta frågorna kvarstår. Efter det brittiska valet den 12 december finns en tydlig majoritet i parlamentet för att godkänna avtalet med EU. Risken för att Storbritannien lämnar EU utan avtal bedöms därmed vara undanröjd på kort sikt. På lite längre sikt kvarstår dock osäkerhet om den framtida relationen till EU (se marginalrutan "Storbritanniens utträde ur EU – vad har hänt?" i kapitel 4). En faktor som också präglar riskbilden kring omvärldens tillväxt under de senaste åren är utvecklingen i Italien. Osäkerheten kring finanspolitikens inriktning har på kort sikt minskat i och med den nya regeringens uttalade ambition att följa EU:s budgetregelverk. I ett längre perspektiv kvarstår dock betydande utmaningar när det gäller till exempel den offentliga skuldsättningen och banksektorn.

Under perioden med låga globala räntor har investerare sökt sig till mer riskfyllda tillgångsslag, vilket bland annat resulterat i stigande aktiepriser. I USA har prisuppgången varit särskilt påtaglig. Där befinner sig nu P/E-talen, som visar aktiepriserna i förhållande till företagets vinster, på höga nivåer i ett historiskt perspektiv.⁶ Höga P/E-tal har historiskt inneburit att priserna utvecklas svagare i förhållande till vinsterna på några års sikt. Men det behöver inte nödvändigtvis innebära någon dramatisk utveckling eller att priserna faller. Dessutom kan de höga värderingarna idag till en del motiveras av att räntorna är låga.⁷ Det finns ändå anledning till vaksamhet. Aktiemarknaden i USA har under de senaste åren uppvisat en stor känslighet mot tendenser till stigande räntor.⁸ En omfattande och plötslig nedgång i de amerikanska aktiepriserna framöver skulle kunna sprida sig till andra marknader och bidra till ökad osäkerhet bland ekonomins aktörer globalt. I förlängningen skulle det kunna inverka på tillväxtutsikterna i både omvärlden och Sverige.

⁶ P/E-talen för S&P 500-indexet baserade på historiska vinster, mätta med de så kallade Shiller-CAPE-talen, är nu på nivåer som endast överträffats av dem som rådde före krascherna 1929 och 2000.

⁷ Se till exempel Financial Stability Report, November 2019, Board of Governors of the Federal Reserve System.

⁸ Exempelvis ökade volatiliteten på den amerikanska aktiemarknaden kraftigt i början av 2018, samtidigt som kurserna föll påtagligt. Den utlösande faktorn tycks ha varit oväntat stark lönestatistik i USA, som fick marknadsaktörerna att revidera upp sina förväntningar på kommande styrräntehöjningar från Federal Reserve.

Frågetecken kring inhemsk efterfrågan

Utöver konjunkturrisken i omvärlden finns vissa frågetecken kring den inhemska efterfrågan. Även om hushållens konsumtion har återhämtat sig det senaste halvåret har det under året skett en nedgång i konsumentförtroendet.

Riksbankens prognos innebär att sparandet successivt minskar, så att tillväxten i konsumtionen hålls uppe. Men en förutsättning för att den prognosen ska slå in är att förtroendet bland hushållen återhämtar sig och inte fortsätter att sjunka.

Även den framtida utvecklingen på bostadsmarknaden utgör en osäkerhetsfaktor för de inhemska konjunkturutsikterna. På senare tid har optimismen stärkts något på den svenska bostadsmarknaden, vilket bland annat yttrar sig i en något stigande ökningstakt i bostadspriserna (se diagram 1:11). Riksbankens prognos innebär en försiktig bedömning om att bostadspriserna fortsätter att växa i måttlig takt, ungefär i linje med hushållens disponibla inkomster, och att fallet i bostadsinvesteringarna så småningom upphör, så att de inte längre bidrar negativt till BNP-tillväxten. Om optimismen på bostadsmarknaden fortsätter att stärkas kan såväl bostadspriserna som bostadsinvesteringarna utvecklas starkare än i Riksbankens prognos. Men den plötsliga prisnedgången som skedde under hösten 2017 visar hur svårbedömd utvecklingen på bostadsmarknaden är. Om bostadspriserna skulle falla kraftigt under prognosperioden skulle istället prognoserna behöva revideras ned.

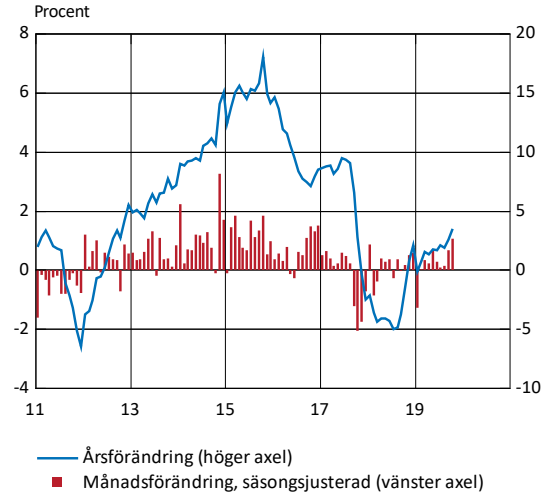
Osäkerhet kring inflationsprognosen

De risker som påverkar de svenska tillväxtutsikterna kan även leda till att inflationen blir annorlunda än i Riksbankens prognos. Men även om konjunkturutsikterna i stora drag skulle realiseras kan inflationen utvecklas på ett oväntat sätt.

I euroområdet, som är Sveriges viktigaste handelspartner, har inflationen utvecklats påfallande svagt, trots en stadigt sjunkande arbetslöshet och en stigande ökningstakt i såväl löner som arbetskostnader per producerad enhet.⁹ Den underliggande inflationen har under en längre tid fluktuerat kring 1 procent. Riksbankens bedömning är att det stigande kostnadstrycket så småningom ska sätta ett visst avtryck i inflationen i euroområdet, så att den stiger under prognosperioden. Men mot bakgrund av de senaste årens utveckling finns det en nedåtrisk i prognosen. Sambandet mellan inflationen i Sverige och i omvärlden är komplicerat och beror på drivkrafterna bakom rörelserna. Men det är rimligt att anta att en lägre inflation i omvärlden påverkar svensk inflation negativt genom att ökningstakten i importpriserna blir lägre.

En länk mellan inflationen i omvärlden och Sverige är utvecklingen av kronans växelkurs. Riksbankens prognos innebär att kronan på sikt stärks jämfört med dagens nivå, vilket

Diagram 1:11. Bostadspriser enligt HOX Sverige



Källor: Valueguard och Riksbanken

⁹ Se exempelvis "Wage Growth and Inflation in Europe: A Puzzle?", i Regional Economic Report for Europe, November 2019, IMF.

dämpar kostnadstrycket via importerade varor under prognosperioden.¹⁰ Men växelkursprognoser är överlag mycket osäkra.¹¹ Även växelkursens genomslag på inflationen utgör ett osäkerhetsmoment i inflationsprognosen.¹²

Ytterligare en källa till osäkerhet är det inhemska kostnadstrycket. Det brukar mätas med arbetskostnader per producerad enhet, det vill säga lönerna i förhållande till produktiviteten. Under senare år har löneökningarna blivit låga trots ett högt resursutnyttjande.¹³ Men även produktiviteten har vuxit långsamt. Arbetskostnaderna per producerad enhet har därför ökat relativt snabbt, trots de måttliga löneökningarna. Framöver väntas arbetskostnaderna per producerad enhet i hela ekonomin öka i en takt som är strax under den historiskt normala, men osäkerheten kring lönerna och produktiviteten bidrar till att göra det svårt att bedöma det framtida inhemska kostnadstrycket.

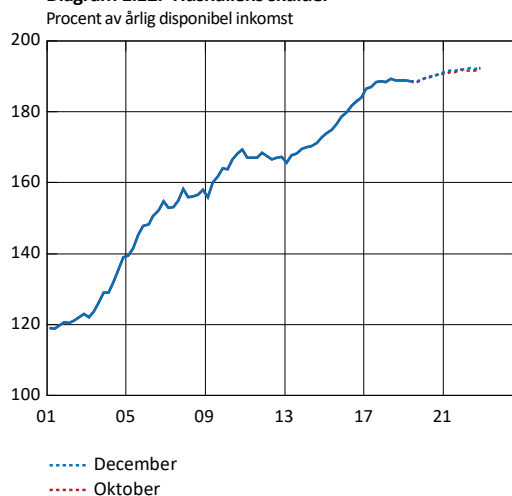
De strukturella problemen på den svenska bostadsmarknaden måste hanteras

Många år av snabbt stigande bostadspriser och kraftigt ökad skuldsättning har ökat sårbarheterna i den svenska ekonomin och gjort hushållen känsliga för både prisfall på bostadsmarknaden och stigande räntekostnader. Utvecklingen beror till en del på Riksbankens expansiva penningpolitik men framför allt på de strukturella problemen på bostadsmarknaden och på att realräntorna i Sverige och omvärlden har fallit trendmässigt.

Sedan inledningen av fjolåret har bostadspriserna ökat i måttlig takt, och i förhållande till tidigare år har det skett en stabilisering av den svenska bostadsmarknaden. Hushållens skulder i förhållande till de disponibla inkomsterna bedöms ändå öka något de kommande åren, från en redan hög nivå (se diagram 1:12). Detta bidrar till att ytterligare öka sårbarheterna i svensk ekonomi.¹⁴

Finansinspektionens amorteringskrav är ett exempel på åtgärder för att minska riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Men för att komma tillrätta med de grundläggande strukturella problemen på den svenska bostadsmarknaden krävs ett omfattande reformarbete inom bostads- och skattepolitiken. Exempel på tänkbare åtgärder är att se över regelverket kring nyproduktion av bostäder, hyressättningsystemet, beskattningen av kapitalvinster vid bostadsförsäljningar, fastighetsskatten och ränteavdragen.

Diagram 1:12. Hushållens skulder



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

Källor: SCB och Riksbanken

¹⁰ Den bedömningen bygger på att den reala kronkursen är svagare än den långsiktiga jämviktsnivån. Se fördjupningen "Kronans trendmässiga utveckling" i Penningpolitisk rapport juli 2019.

¹¹ Se Askestad, E., Ceh, A. M., Di Casola, P. och Ristinieni, A., "Att göra prognoser för kronan", Ekonomiska kommentarer nr 12 2019, Sveriges riksbank.

¹² Se fördjupningen "Kronans betydelse för inflationen" i Redogörelse för penningpolitiken 2018. Se även Belfrage, C-J., Corbo, V. och Ingves, S., "Perspektiv på kronan, inflationen och penningpolitiken", Ekonomiska kommentarer nr 13 2019, Sveriges riksbank, för en diskussion om osäkerheten kring såväl kronprognosen som genomslaget på inflationen.

¹³ Se fördjupningen "Phillipskurvan och penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport, juli 2018.

¹⁴ Se Finansiell stabilitetsrapport 2019:2. Sveriges riksbank.

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Under hösten har stämningläget på de finansiella marknaderna förbättrats, vilket fått aktiekurser att stiga. Statsobligationsräntor ligger kvar på låga nivåer. Den expansiva penningpolitiken i omvärlden bidrar till gynnsamma finansiella förhållanden som ger stöd till den ekonomiska utvecklingen. I Sverige finns nu tydliga förväntningar bland marknadsaktörer på att reporäntan kommer att höjas i samband med det penningpolitiska mötet i december och förväntningarna ligger i linje med Riksbankens reporäntebana. Svenska statsobligationsräntor har stigit något sedan oktober men är fortsatt på låga nivåer. Liksom i omvärlden har aktiekurserna fortsatt att stiga och är på högre nivåer än vid årsskiftet. Den svenska kronans växelkurs har stärkts sedan det penningpolitiska beskedet i oktober men är fortfarande svagare än i början av 2019. De finansiella förhållandena bedöms vara fortsatt expansiva även i Sverige, vilket bidrar till att stödja den ekonomiska utvecklingen.

Utvecklingen internationellt

Under 2019 har stämningläget på de finansiella marknaderna präglats av oro för handelskonflikten mellan USA och Kina, den makroekonomiska utvecklingen och dämpade inflationsutsikter. För att motverka en nedgång i konjunkturen och inflationsutsikterna har flera utländska centralbanker gjort penningpolitiken mer expansiv, och detta har fått obligationsräntorna att sjunka under året (se diagram 2:1 och 2:2). Det har också bidragit till att aktiepriserna har stigit och skillnaderna mellan räntor på riskfyllda och säkra tillgångar har minskat (se diagram 2:3 och 2:4).

Under hösten har stämningläget och konjunkturutsikterna emellertid utvecklats bättre än marknadsaktörerna hade förväntat sig. Detta har gett ytterligare stöd till aktiemarknaderna och samtidigt bidragit till att statsobligationsräntorna har stigit. Den fortsatt goda utvecklingen för mer riskfyllda tillgångar visar att investerarna, räknar med att avmattningen i konjunkturen blir begränsad, givet att centralbankerna fortsätter med den expansiva penningpolitiken. De finansiella förhållandena i omvärlden är fortsatt gynnsamma och ger stöd till den ekonomiska utvecklingen. Det kvarstår många frågetecken kring handelsrelationen mellan USA och Kina och de finansiella marknaderna fortsätter att reagera särskilt kraftigt på ny information om handelsförhandlingarna.

Tabell 2:1.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i oktober

Marknadsaktörerna förväntar sig att reporäntan ska höjas till noll i Sverige och att omvärldens styrräntor förblir relativt oförändrade den närmaste tiden.

Statsobligationsräntorna i såväl omvärlden som i Sverige har stigit något under hösten men är alltså kvar på låga nivåer i ett historiskt perspektiv.

Aktiepriserna har stigit i Sverige och omvärlden medan volatiliteten på aktiemarknaderna har sjunkit.

Efter att ha försvagats under året har kronans växelkurs stärkts, men är fortfarande svagare än vid årsskiftet.

Transmissionsmekanismen – från reporäntan till räntor för hushåll och företag

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



Fortsatt expansiv penningpolitik i omvärlden

På sitt penningpolitiska möte i december beslöt den europeiska centralbanken (ECB) att behålla styrräntorna oförändrade och fortsätta sina tillgångsköp enligt tidigare beslut. Prissättningen på de finansiella marknaderna tyder på att marknadsaktörerna förväntar sig en oförändrad styrränta de närmaste åren (se diagram 2:1).

Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, beslutade i samband med det penningpolitiska mötet i oktober att sänka intervallet för styrräntan med 0,25 procentenheter till 1,50–1,75 procent. Beslutet motiverades bland annat av det dämpade inflationstrycket. På sitt möte i december lämnade Federal Reserve intervallet för styrräntorna oförändrat och signalerade att penningpolitiken kommer att vara oförändrad under en längre tid framöver. Prissättningen på de finansiella marknaderna tyder på att aktörerna i stora drag räknar med en ytterligare sänkning av styrräntnivån under mitten av nästa år (se diagram 2:1).

I mitten av september uppstod turbulens på den amerikanska penningmarknaden då räntorna på dagslån plötsligt började att stiga. Federal Reserve har sedan dess vidtagit åtgärder för att hålla penningmarknadsräntorna inom intervallet för styrräntan. Centralbanken har även vidtagit åtgärder för att förhindra att en liknande situation uppstår vid årsskiftet.

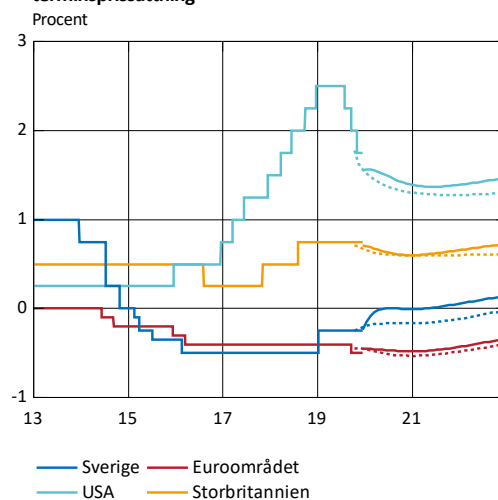
I linje med sin tidigare kommunikation valde Norges Bank att vid det penningpolitiska mötet i oktober hålla sin styrränta oförändrad på 1,50 procent. Norges Bank har gjort penningpolitiken mindre expansiv i år, senast i september då styrräntan höjdes med 0,25 procentenheter. Räntebanan indikerar att styrräntan förväntas ligga kvar nära 1,50 procent under de närmaste tre åren.

Långsiktiga inflationsförväntningar fortsatt låga i euroområdet

Inflationen inom euroområdet är fortsatt låg, vilket var en viktig anledning till att ECB beslutade att göra penningpolitiken mer expansiv på det penningpolitiska mötet i september. Inflationsförväntningarna har fallit under 2019, både enligt marknadsbaserade och enkätbaserade mått (se diagram 2:5). Enligt de marknadsbaserade måtten sjönk de långsiktiga förväntningarna på inflationen särskilt snabbt under det första halvåret. Under hösten har de fortsatt att falla, om än i långsammare takt. Att de långsiktiga förväntningarna har sjunkit sedan årsskiftet avspeglas även i ECB:s enkätundersökning.

Även i USA har de marknadsbaserade måtten på långsiktiga inflationsförväntningar fallit under 2019, och ligger historiskt sett på relativt låga nivåer. De enkätbaserade måtten är något lägre än i början av året, men har inte fallit i samma utsträckning som de i euroområdet.

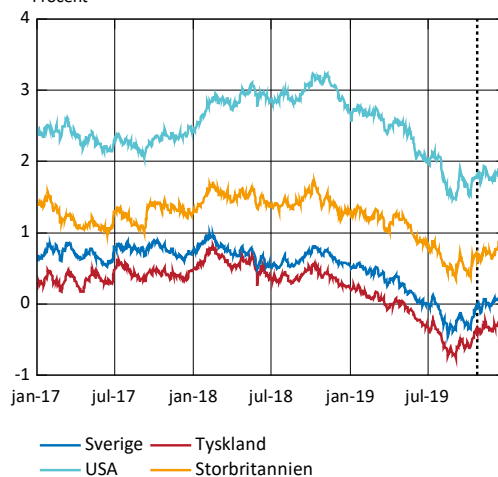
Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta. Haldragna linjer avser 2019-12-16, streckade linjer avser 2019-10-21

Källor: Nationella centralbanker, Macrobond och Riksbanken

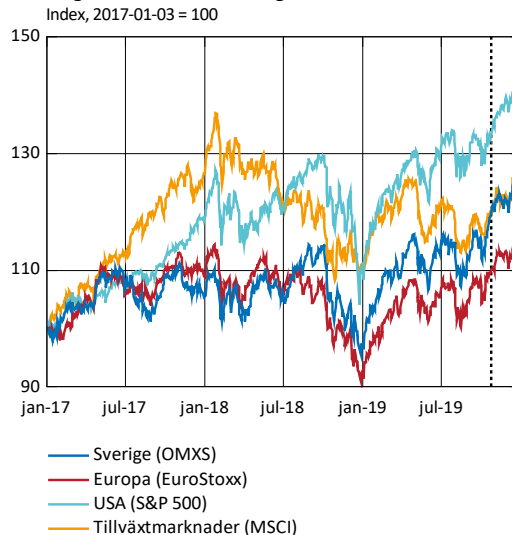
Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid



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

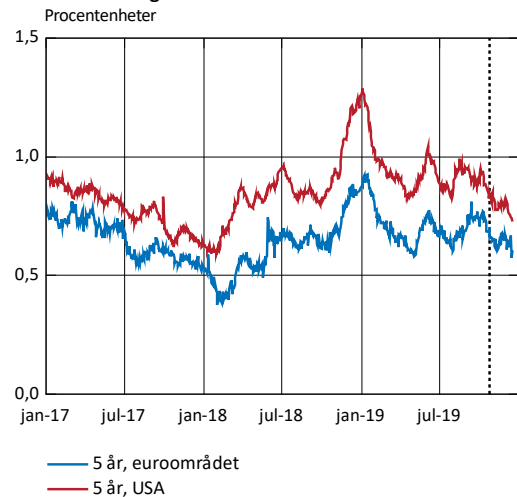
Källor: Nationella centralbanker, US Treasury och Riksbanken

Diagram 2:3. Börsutveckling i inhemsk valuta



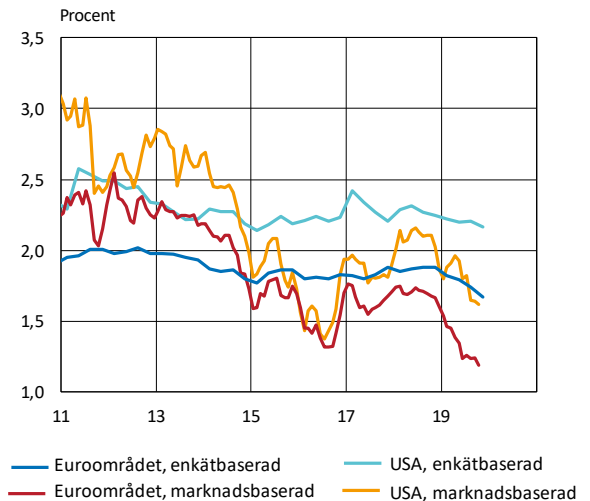
Anm. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i oktober.

Källa: Macrobond

Diagram 2:4. Skillnad mellan räntorna på företagsobligationer och statsobligationer i USA och euroområdet

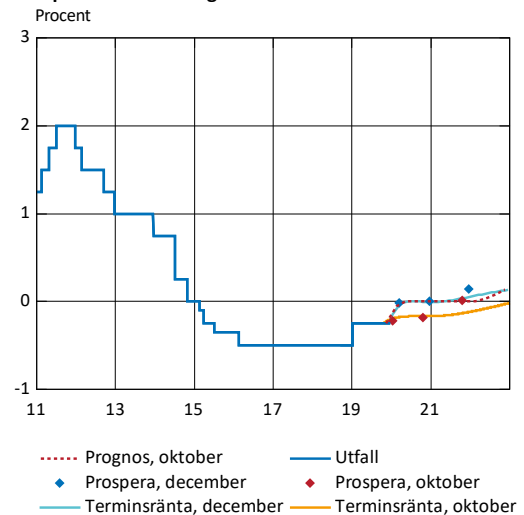
Anm. Ränteskillnaderna avser 5-åriga benchmarkobligationer. Avser obligationer från företag med god kreditvärdighet. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i oktober.

Källa: Macrobond

Diagram 2:5. Långsiktiga inflationsförväntningar i euroområdet och USA

Anm: Enkätbaserade mått enligt ECB och Federal Reserve Bank of Philadelphia (FRBP) Survey of Professional Forecasters på 5 respektive 10 års sikt. Marknadsbaserade mått avser en 5-årig period med start om 5 år. För euroområdet är detta mått beräknat utifrån inflationsswappar. För USA utifrån obligationsräntor. Inflationen avser HIKP respektive KPI.

Källor: ECB, FRBP, Bloomberg, Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:6. Reporänta och marknadens reporänteförväntningar

Anm. Terminsräntan avser 2019-12-16 och 2019-10-21 och är ett mått på förväntad reporänta. Enkätsvaren från Prospera visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer 2019-11-27 (Prospera, december) respektive 2019-09-25 (Prospera, oktober).

Källor: Kantar Sifo Prospera, Macrobond och Riksbanken

Statsobligationsräntorna har stigit under hösten

Sedan årsskiftet har förväntningar på en allt mer expansiv penningpolitik och en ökad efterfrågan på säkra tillgångar bidragit till att obligationsräntorna har sjunkit (se diagram 2:2). Under hösten har statsobligationsräntorna och marknadsaktörernas förväntningar på framtida styrräntor emellertid stigit i samband med det förbättrade stämningläget. Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober är de penningpolitiska förväntningarna dock ungefär oförändrade. Obligationsräntor, särskilt de med längre löptid, har samtidigt stigit efter uppgifterna om att USA och Kina har för avsikt att skriva under ett handelsavtal om en första fas i en förbättrad handelsrelation mellan länderna (se diagram 2:1 och 2:2). Sammantaget är obligationsräntorna kvar på låga nivåer, särskilt i euroområdet.

Tidigare i höst var den amerikanska avkastningskurvens lutning negativ, något som en del aktörer tolkade som en indikation på en förhöjd risk för recession.¹⁵ Sedan dess har avkastningskurvens lutning återgått till att vara positiv.

Stabil utveckling för riskfyllda tillgångar

I takt med att centralbankerna fört en allt mer expansiv penningpolitik har priserna på mer riskfyllda tillgångar stabiliserats och i flera fall stigit. Aktiepriserna har stigit under 2019 och även sedan den penningpolitiska rapporten i oktober (se diagram 2:3). Sett i ett historiskt perspektiv är volatiliteten på flera aktiemarknader fortsatt låg, även om marknaderna fortsätter att reagera särskilt kraftigt på nyheter om utvecklingen i handelsrelationen mellan USA och Kina.

Även kreditmarknaderna fortsätter att visa en stabil utveckling. Skillnaden mellan räntan på företagsobligationer med lägre kreditbetyg och räntan på statsobligationer har fortsatt att minska under hösten i såväl USA som euroområdet (se diagram 2:4). Det finns dock tecken på att risktagandet och sårbarheterna har ökat i det globala finansiella systemet. Exempelvis har skuldsättningen bland hushåll och företag stigit sedan finanskrisen 2007–2009.¹⁶

Till bilden hör också att flera aktörer har sökt sig till mer riskfyllda och illikvida tillgångar för att få högre avkastning. Detta har bidragit till att flera tillgångsmarknader är högt värderade i ett historiskt perspektiv. Till exempel är aktiepriserna jämfört med företagets vinster på historiskt höga nivåer mätt enligt de så kallade P/E-talen. Om man däremot tar hänsyn till att obligationsräntor är på mycket låga nivåer är prissättningen på aktiemarknaderna nära sitt historiska genomsnitt.¹⁷

¹⁵ Avkastningskurvan beskriver förhållandet mellan ränta och återstående löptid vid en viss tidpunkt. En negativ avkastningskurva innebär att räntan på en obligation med lång löptid är lägre än räntan på en obligation med kort löptid.

¹⁶ Se Finansiell stabilitetsrapport 2019:2, Riksbanken.

¹⁷ Se exempelvis *Financial Stability Report*, november 2019. Board of Governors of the Federal Reserve System.

Sammantaget visar den fortsatta goda utvecklingen för mer riskfyllda tillgångar att investerarna räknar med att avmattningen i konjunkturen blir begränsad, givet att centralbankerna fortsätter att ge stöd åt ekonomin.

Utvecklingen i Sverige

I Sverige finns nu tydliga förväntningar bland marknadsaktörer på att reporäntan ska utvecklas i linje med Riksbankens reporäntebana. Den svenska kronan har samtidigt förstärkts men är fortfarande svagare än i början av 2019. Liksom i omvärlden har både svenska statsobligationsräntor och aktiekurser stigit sedan den penningpolitiska rapporten i oktober. Obligationsräntorna är ändå kvar på låga nivåer och de finansiella förhållandena i Sverige bedöms fortsatt som expansiva, vilket bidrar till att stödja den ekonomiska utvecklingen.

Förväntningar om räntehöjning på kort sikt i Sverige

Enligt prissättningen på finansiella marknader finns det sedan det penningpolitiska beslutet i oktober tydliga förväntningar på att reporäntan ska höjas i december, för att sedan ligga stilla i linje med Riksbankens reporäntebana. Även enligt Prosperas undersökning bland penningmarknadens aktörer, som publicerades i december, förväntas Riksbanken höja räntan på kort sikt för att sedan låta den vara oförändrad under de kommande två åren (se diagram 2:6).

Utvecklingen av korta räntor på interbankmarknaden speglar förhållandena på den svenska penningmarknaden. Fram till det penningpolitiska mötet i oktober var dessa räntor i stora drag oförändrade efter Riksbankens räntehöjning förra året, men har sedan dess stigit (se diagram 2:7). Uppgången har skett i takt med förändringen i förväntningarna på reporäntan och liknar den i slutet av 2018, då Riksbanken förväntades och sedermera också beslutade att höja reporäntan.

Korta obligationsräntor har stigit sedan oktober

De svenska statsobligationsräntorna har i likhet med omvärldens stigit från mycket låga nivåer under hösten och är nu högre än vid det penningpolitiska mötet i oktober, särskilt på kortare löptider (se diagram 2:2 och 2:7). Räntan på en svensk statsobligation med två års löptid är nu på ungefär samma nivå som vid årsskiftet. De korta svenska räntorna har även stigit mer än de i omvärlden, medan utvecklingen av räntorna på obligationer med längre löptid liknar den i omvärlden. En del av uppgången i obligationsräntorna, särskilt de korta, skedde i samband med Riksbankens penningpolitiska beslut i oktober. Uppgången sammanfaller också med att förväntningarna om framtida högre styrräntor har stigit (se diagram 2:6). I ett historiskt perspektiv är de svenska statsobligationsräntorna dock alltså kvar på låga nivåer, särskilt de med längre löptid.

Hittills goda erfarenheter av förändrat räntestyrningssystem

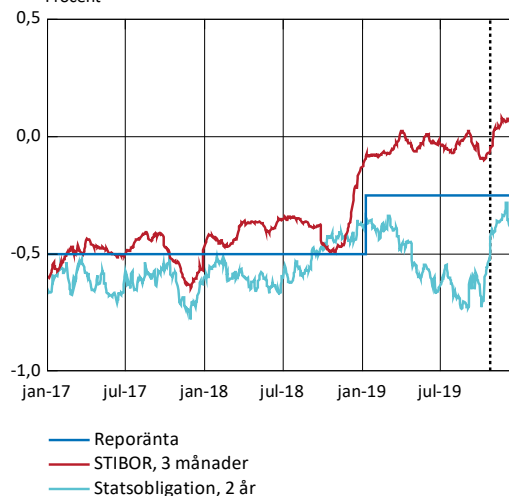
Besluten om reporäntan omsätts i praktiken genom Riksbankens penningpolitiska styrsystem. Med hjälp av styrsystemet ser Riksbanken till att de allra kortaste marknadsräntorna stabiliseras nära reporäntan. Riksbanken beslutade den 30 september att genomföra vissa förändringar för att göra styrsystemet enklare och mer flexibelt. Förändringarna sker i två steg och syftar till att införa ett styrsystem med en snäv symmetrisk räntekorridor. Anpassningarna av styrsystemet är av teknisk natur och inte avsedda att ha några penningpolitiska effekter.¹⁸

Det första steget innebär att Riksbanken från och med den 9 oktober har upphört att göra dagliga finjusterande transaktioner och att räntan på den stående inlåningsfaciliteten – inlåningsräntan – har satts till 0,10 procentenheter under reporäntan, det vill säga samma nivå som de finjusterande inlåningstransaktionerna tidigare genomfördes till. Därutöver begränsas emissionen av riksbankscertifikat för att lämna mer likviditet tillgänglig för de penningpolitiska motparterna – i huvudsak bankerna – över natten. På så sätt kan dagslåneräntan hamna nära reporäntan även utan dagliga finjusterande transaktioner.

Erfarenheterna har hittills varit goda. Motparterna har snabbt anpassat sig till de nya förutsättningarna och den dagliga likviditetsutjämningen mellan bankerna vid dagens slut har fungerat bra. Vid certifikatsauktionerna har bankerna lagt bud för volymer som överstiger den erbjudna volymen. Några störningar i prisbildningen vid likviditetsutjämningen eller på penningmarknaden har inte kunnat observeras.

I nästa steg, när de tekniska förutsättningarna finns på plats, kommer Riksbanken att sänka räntan på sin stående utlåningsfacilitet – utlåningsräntan – så att den ligger 0,10 procentenheter över reporäntan. Kraven på de säkerheter som krävs för att utnyttja utlåningsfaciliteten kommer samtidigt att skärpas. Riksbanken har arbetat för att göra perioden mellan steg ett och två så kort som möjligt, och återkommer med detaljer om utformningen av säkerhetskraven.

Diagram 2:7. Reporäntan och marknadsräntor
Procent



Anm. Nollkupongränta med 2 års löptid beräknad från statsobligationer. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i oktober.

Källor: Macrobond och Riksbanken

¹⁸ Se fördjupningen "Riksbankens räntestyrningssystem behöver anpassas till nya förutsättningar" i Penningpolitisk rapport juli 2019.

Stigande aktiepriser i linje med omvärldens

Liksom i omvärlden har aktiepriserna på den svenska börsen stigit sedan årsskiftet, och de drivande faktorerna har varit desamma som i omvärlden (se diagram 2:3). Under hösten har svenska bankaktier dock utvecklats svagare än europeiska och amerikanska. Priset på bankaktierna föll efter uppgifter om misstänkta brott mot amerikanska sanktioner och om misstänkt penningtvätt i Swedbank respektive SEB. Under de senaste veckorna har bankaktiekurserna stigit igen.

Gradvis stigande bostadspriser och stabila utlåningsräntor

De genomsnittliga utlåningsräntorna till hushåll och företag har de senaste åren följt Riksbankens reporänta relativt väl (se diagram 2:8).¹⁹ När reporäntan höjdes i december 2018 steg bolåneräntorna, men sedan dess har de sjunkit tillbaka igen.

Mätt som årlig procentuell förändring sjönk bostadspriserna under större delen av förra året för att öka i måttlig takt under våren och sommaren i år. Under hösten har priserna på bostadsrätter och villor ökat måttligt. Olika indikatorer tyder på att både hushåll och mäklare tror att priserna kommer att fortsätta att stiga något framöver. Utlåningen för bostadsändamål fortsätter dock att växa något långsammare än vad den gjort under de senaste åren.

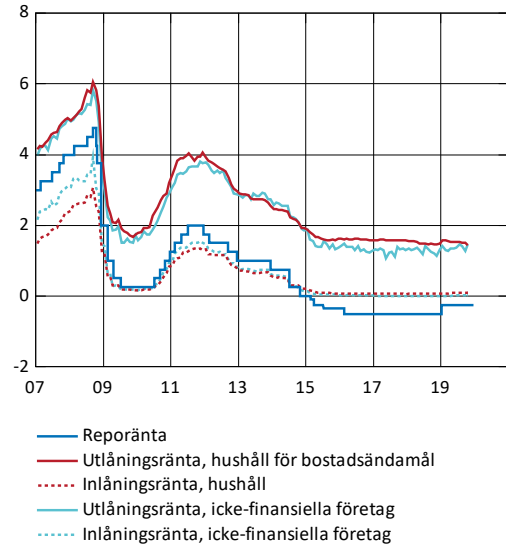
Både bankernas utlåning och utlåningsränta till icke-finansiella företag steg en aning i oktober (se diagram 2:8 och 2:9). Företagen finansierar sig dock i allt högre utsträckning direkt på kapitalmarknaderna. Bankutlåningen utgör fortfarande den primära finansieringskällan, men en tredjedel av företagets totala skulder kommer från marknadsfinansiering.

Omvärldsfaktorer har stor betydelse för kronan

I handelsviktade termer (enligt kronindex, KIX) har kronans växelkurs förstärkts sedan det penningpolitiska mötet i oktober. Den senaste tidens förstärkning följer en längre tid av försvagning, och kronans växelkurs är fortsatt svagare än vid årsskiftet (se diagram 2:10). Liksom tidigare under året har kronan i stor utsträckning påverkats av utsikterna i världsekonomin och osäkerheten på de finansiella marknaderna. Det förbättrade stämningläget som syns på de finansiella marknaderna under hösten har också sammanfallit med förstärkningen av kronans växelkurs. Dessutom har marknadens förväntningar om att Riksbanken ska höja reporäntan på kort sikt blivit betydligt tydligare, vilket också kan ha bidragit till att stärka kronans växelkurs.

¹⁹ Det är dock möjligt att skillnaden mellan utlåningsräntorna till hushållen och Riksbankens reporänta minskar något framöver. Anledningen är att nya aktörer på bolånemarknaden har tagit marknadsandelar, vilket gjort att konkurrensen om bolånekunder ökat. Dessa nya aktörer står fortsatt för en liten del av den totala utlåningen till hushållen, men kan genom att öka konkurrensen bidra till att hålla tillbaka en uppgång i bolåneräntorna.

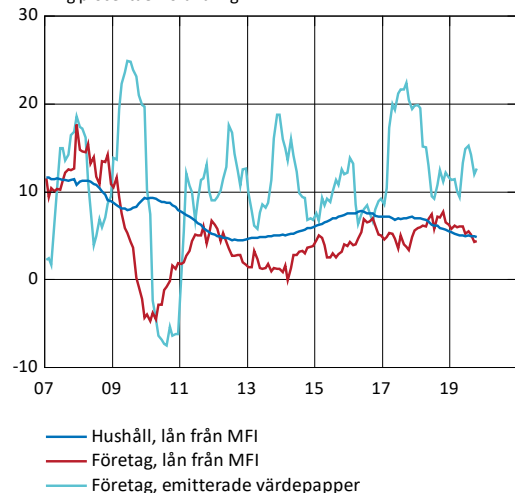
Diagram 2:8. Reporänta samt genomsnittlig in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal
Procent



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:9. Hushållens och företagens 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)

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



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i 32 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i oktober.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Efter en väntad nedgång i inflationen under sommaren, som framför allt berodde på fallande energipriser, har den under hösten stigit i linje med Riksbankens prognos. De kommande månaderna bedöms den vara nära två procent. I Sverige liksom i omvärlden har ekonomin gått in i en fas med lägre tillväxt. BNP-tillväxten bland Sveriges viktigaste handelspartners fortsatte att dämpas under tredje kvartalet och tillväxten bedöms bli måttlig även den närmaste tiden. I Sverige växte BNP något långsammare än normalt under tredje kvartalet. Låga bostadsinvesteringar i kombination med att förtroendet bland hushåll och företag är lägre än normalt tyder på att BNP-tillväxten blir måttlig även det närmaste halvåret. Utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden har också mattats av och efter flera år med stark konjunktur bedöms det samlade resursutnyttjandet i svensk ekonomi vara något över eller nära normalt.

Inflationen i Sverige

Fallande energipriser har bidragit till lägre KPIF-inflation den senaste tiden

Det starka konjunkturläget, den svaga kronan och höga priser på energi har bidragit till att KPIF-inflationen har varit nära 2 procent från 2017 till våren 2019. KPIF-inflationen sjönk sedan under sommaren, vilket framför allt berodde på att energipriserna föll. Inflationen har därefter stigit igen och i november uppmättes KPIF-inflationen till 1,7 procent, vilket var i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i oktober. Ökningstakten i KPIF exklusive energi har inte sjunkit på samma sätt och uppgick till 1,8 procent i november, vilket var något lägre än Riksbankens senaste bedömning.

Ökningstakten i livsmedelspriser och många andra varupriser har varit klart högre än ett historiskt snitt under de senaste två åren. Ett undantag är priser på kläder och skor som har fortsatt att utvecklas i en ovanligt långsam takt givet växelkursen. Tjänstepriserna har ökat något snabbare än normalt, sett i ett historiskt perspektiv.

Inflationstakten påverkas av både tillfälliga och mer varaktiga prisvariationer. Riksbankens olika mått på underliggande inflation, som exkluderar eller minskar betydelsen av priser som tidigare visat sig variera kraftigt, indikerar att den mer varaktiga inflationen har legat strax under 2 procent de senaste månaderna (se diagram 3:1). Måtten UND24 och KPIFPC, som enligt en utvärdering bäst speglar det underliggande inflationstrycket, uppgick till 1,7 respektive 2,0 procent i november.²⁰

Inflationen stiger de kommande månaderna

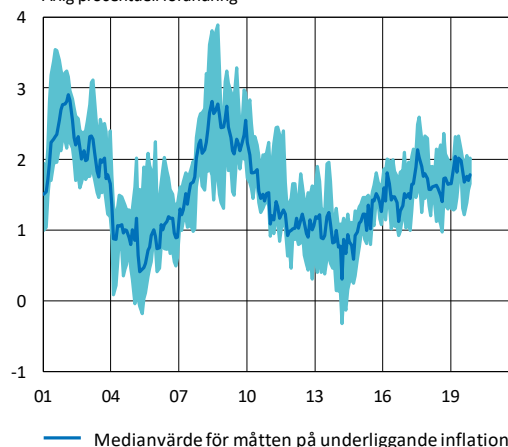
Inflationstakten enligt KPIF väntas vara nära två procent de närmaste månaderna (se diagram 3:2). Fördröjda effekter av

Tabell 3:1. Det ekonomiska läget jämfört med bedömningen i föregående rapport

Förväntad utveckling i PPR oktober	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 1,7 procent, KPIF-inflationen exklusive energi 1,9 procent i november.	KPIF-inflationen blev 1,7 procent och KPIF exklusive energi ökade med 1,8 procent.
BNP-tillväxten 1,7 procent tredje kvartalet.	BNP-tillväxten blev 1,1 procent.
Arbetslösheten 6,8 procent fjärde kvartalet.	Månadsutfall för oktober och november indikerar något högre arbetslöshet.

Anm. PPR avser Penningpolitisk rapport. Inflationen avser årlig procentuell förändring. BNP-tillväxten avser säsongsrensade kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt.

Diagram 3:1. 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

²⁰ UND24 ger större vikt åt mindre volatila undergrupper i KPIF, medan KPIFPC bygger på gemensamma trender bland undergrupperna. Se också fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

de senaste årens höga resursutnyttjande i kombination med att kronan varit svag under en tid, bidrar till detta.

Ökningstakten i KPIF exklusive energi bedöms fortsätta stiga under de kommande kvartalen (se diagram 3:3). Priserna på konsumtionsvaror i producentledet stiger fortsatt snabbare än normalt, både på importerade varor och på varor producerade i Sverige. Enligt Konjunkturbarometern planerar dessutom ovanligt många handelsföretag att höja priserna de närmaste månaderna (se diagram 3:4). Sett över hela näringslivet är prisplanerna dock nära ett historiskt genomsnitt. Och till skillnad från företagen i Konjunkturbarometern planerar de konsumentnära företagen i Riksbankens företagsundersökning inte att höja priserna det närmaste året.²¹

Inflationsprognosen oförändrad på kort sikt

Prognosen för ökningstakten i KPIF exklusive energi är något lägre det närmaste halvåret än bedömningen i oktober medan prognosen för energipriserna är uppreviderad. Det medför att prognosen för KPIF-inflationen är i linje med bedömningen i oktober (se diagram 1:5). Antagandet om något högre inflation de allra närmsta månaderna får stöd av Riksbankens modellprognos, som sammanfattar information från ett stort antal indikatorer, som prisplaner, producentpriser och växelkurser (se diagram 3:3). Riksbankens prognos ligger dock något över modellprognosen från april och framåt.²²

Global och svensk konjunktur

Måttlig tillväxt i omvärlden

BNP-tillväxten hos Sveriges viktigaste handelspartners fortsatte att dämpas under tredje kvartalet i år. Handelsviktad (KIX-vägd) BNP bedöms växa något långsammare än det historiska genomsnittet på drygt 2 procent de kommande kvartalen.

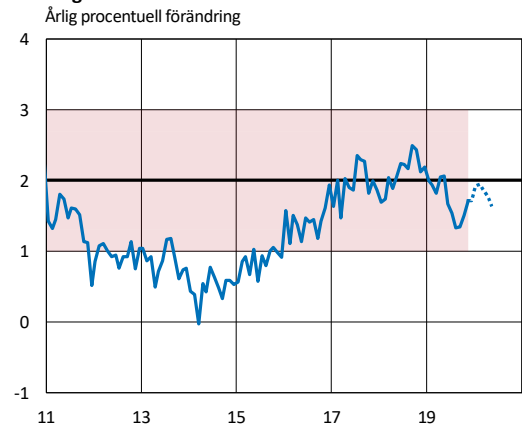
Osäkerheten kring den globala handelspolitiken, effekterna av Storbritanniens utträde ur EU och en sviktande utveckling inom bilindustrin har bidragit till att dämpa världshandeln och industrikonjunkturen. Detta avspeglas i att förtroendeindikatorer inom tillverkningsindustrin har sjunkit till låga nivåer (se diagram 3:5). Det finns dock tecken på att förtroendeindikatorerna har stabiliserats. Förtroendet inom tjänstesektorn är samtidigt nära historiska genomsnitt och i många länder är konsumenterna optimistiska mot bakgrund av låg arbetslöshet och låga räntor.

Till följd av valresultatet i Storbritannien bedöms risken för att Storbritannien ska lämna EU utan ett avtal nu vara undanröjd, åtminstone på kort sikt då det finns en klar majoritet i

²¹ Se Riksbankens företagsundersökning, november 2019.

²² Priserna på bland annat tv-spel och byggvaror ökade ovanligt långsamt i april 2019. Detta mönster väntas inte upprepas nästa år och den årliga procentuella förändringen i KPIF exklusive energi stiger därför i april 2020. Modellprognosen, som är ett snitt av olika modellspecifikationer, fångar inte sådana bedömningar fullt ut. Ett nytt säsongmönster i tandvårdstaxorna och högre hyreshöjningar än under senare år är andra faktorer som inte bedöms fångas fullt ut i modellprognosen.

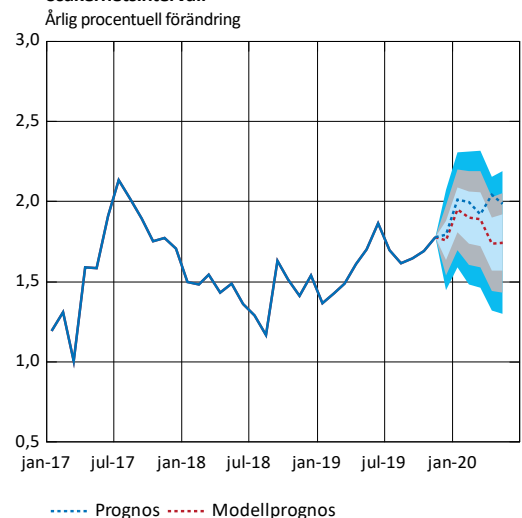
Diagram 3:2. KPIF och variationsband



Anm. Det rosa fältet visar Riksbankens variationsband och täcker ungefär tre fjärdedelar av utfallen sedan januari 1995. Variationsbandet är ett sätt att visa om avvikelser från inflationsmålet är ovanligt stor. Den streckade linjen avser prognos de närmaste 6 månaderna.

Källor: SCB och Riksbanken

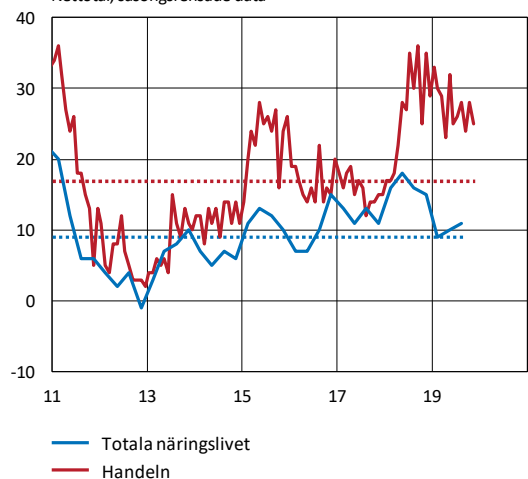
Diagram 3:3. KPIF exklusive energi, modellprognos med osäkerhetsintervall



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:4. Prisplaner inom näringslivet och handeln



Anm. Nettototalet 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

parlamentet att godkänna avtalet med EU (se faktaruta "Storbritanniens utträde ur EU – vad har hänt?" i kapitel 4). USA och Kina har också meddelat att de har för avsikt att i januari underteckna ett avtal om första fasen i en förbättrad handelsrelation.

Fortsatt tudelad ekonomi i euroområdet

BNP i euroområdet ökade med måttliga 0,9 procent det tredje kvartalet jämfört med kvartalet före, uppräknat till årstakt (se diagram 3:6). Det största bidraget till BNP-tillväxten kom från hushållens konsumtion, som ökade med 2,0 procent. Utrikeshandel och lager bidrog däremot negativt och andra delar bidrog endast marginellt till efterfrågetillväxten.

Euroområdets ekonomi fortsätter att vara tudelad. Enligt inköpschefsindex är förtroendet något under det historiska genomsnittet inom tjänstesektorn, men betydligt lägre än snittet inom tillverkningsindustrin. Försäljningen inom detaljhandeln har utvecklats starkt under året, men föll i oktober, medan industriproduktionen har utvecklats svagt under en längre tid. Precis som i många andra länder har den europeiska tillverkningsindustrin tyngts av globala osäkerhetsfaktorer. Eftersom Tyskland är en stor producent och exportör av bilar har den europeiska tillverkningsindustrin tyngts särskilt mycket. Svackan i bilindustrin beror både på att man har problem med att anpassa produktionen till nya och striktare utsläppskrav i EU och på att efterfrågan på bilar har minskat i bland annat Kina. En ljusglimt är att euroområdets export återhämtades i september och att exportorderingen har stabiliserats.

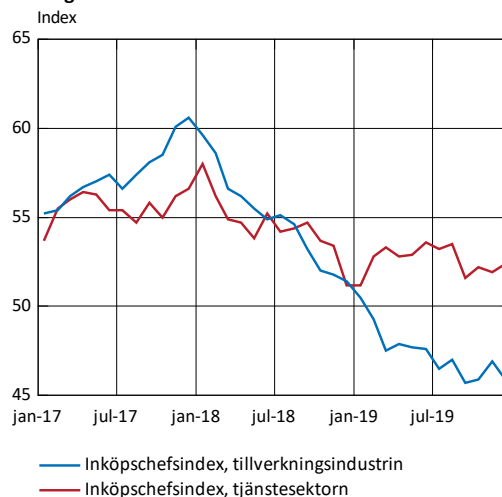
Tillväxten gynnas av att förtroendet bland hushållen fortfarande ligger över det historiska genomsnittet (se diagram 3:7). Hushållens konsumtionsutrymme har dessutom ökat då den starka utvecklingen på arbetsmarknaden lett till att lönerna stigit betydligt snabbare än inflationen (se diagram 3:8). Investeringarna gynnas av god tillgång på krediter och låga räntor. Dessutom verkar förtroendet inom tillverkningsindustrin ha stabiliserats. Men trots detta bedöms BNP-tillväxten i euroområdet framöver vara svagare än ett historiskt genomsnitt från 1999.

Konjunkturer i USA mattas av

BNP i USA ökade med 2,1 procent under tredje kvartalet jämfört med andra kvartalet, uppräknat till årstakt (se diagram 3:6). De största positiva bidragen till efterfrågetillväxten kom från hushållens och offentliga sektorns konsumtion, medan exporten bidrog endast marginellt. Import och investeringar bidrog samtidigt negativt till tillväxten. Den amerikanska arbetsmarknaden är fortsatt stark. I november ökade sysselsättningen med 266 000 personer och arbetslösheten sjönk från 3,6 till 3,5 procent.

Den låga arbetslösheten och hushållens starka konsumtion återspeglas i ett högt konsumentförtroende (se diagram 3:7). Företagens förtroende har dock fallit det senaste året,

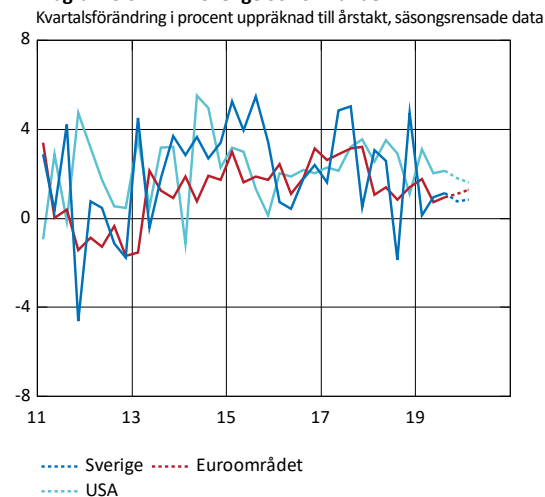
Diagram 3:5. Konfidensindikatorer i euroområdet



Anm. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin och tjänstesektorn publicerades 2019-12-02 respektive 2019-12-04.

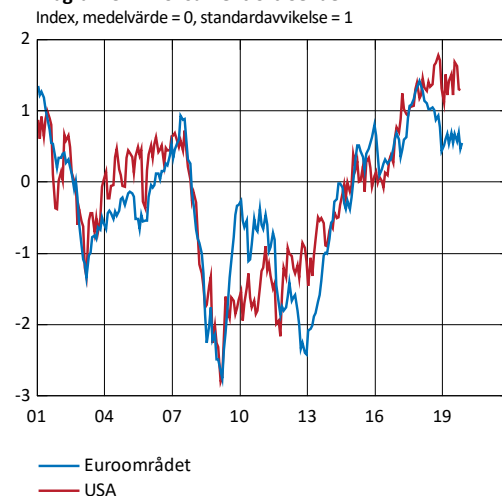
Källa: Markit Economics

Diagram 3:6. BNP i Sverige och omvärlden



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, SCB och Riksbanken

Diagram 3:7. Konsumentförtroende



Anm. Serierna är standardiserade från 1986 av Riksbanken.

Källor: Conference Board, EU-kommissionen och Riksbanken

både bland tjänsteföretagen och inom tillverkningsindustrin. Inom industrin har förtroendet fallit till nivåer som är tydligt under det historiska genomsnittet, och som indikerar en tillväxt som är lägre än normalt. Förtroendet i tjänstesektorn ligger däremot alltså nära ett historiskt snitt. Sammantaget bedöms konjunkturen mattas av och BNP-tillväxten dämpas framöver.

Låg inflation i euroområdet och stigande inflation i USA

I euroområdet är inflationen låg och väntas fortsätta vara det de närmsta kvartalen. I november uppmättes den till 1,0 procent enligt Eurostats snabbestimater. Även den underliggande inflationen, som rensas för energi och livsmedel, är dämpad och uppgick till 1,3 procent (se diagram 3:8).

I USA steg KPI-inflationen till 2,1 procent i november. Olika mått på den underliggande inflationen tecknar något olika bilder. KPI-inflationen exklusive energi och livsmedel var 2,3 procent i november (se diagram 3:8). Men ökningstakten i deflatorn för privat konsumtion exklusive energi och livsmedel, det mått som Federal Reserve fäster störst vikt vid, uppgick till 1,6 procent i oktober. Den starka arbetsmarknaden med låg arbetslöshet och hög löneökningstakt väntas tillsammans med det låga ränteläget och tidigare höjda tullar bidra till att inflationen stiger något mot slutet av året.

Låg tillväxt och avmattning i den svenska konjunkturen

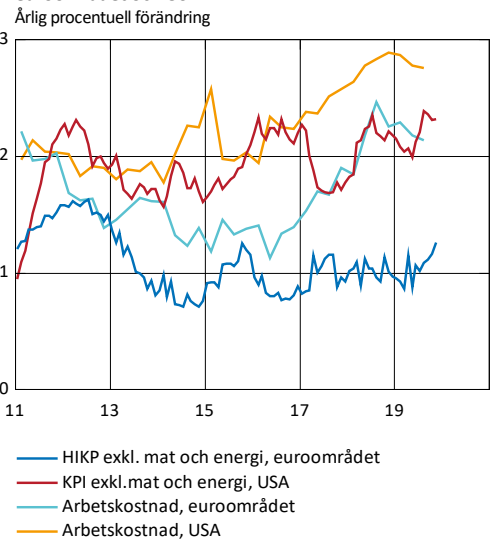
Efter förhållandevis hög svensk tillväxt under flera år och ett allt starkare konjunkturläge har tillväxten fallit tillbaka och resursutnyttjandet dämpats. Utvecklingen under 2019 förklaras främst av lägre tillväxt i den inhemska efterfrågan, bland annat för att det byggs färre bostäder.

Enligt Nationalräkenskaperna fortsatte svensk BNP att växa i måttlig takt under tredje kvartalet och blev 1,1 procent högre än andra kvartalet uppräknat till årstakt. Tillväxten förklarades av mindre uppgångar i såväl inhemska som utländsk efterfrågan. Hushållens konsumtion växte i måttlig takt och näringslivets investeringar exklusive bostäder ökade åter något efter en nedgång under första halvåret.

I likhet med utvecklingen i omvärlden har produktionen inom den svenska tillverkningsindustrin utvecklats svagt och förtroendet har fallit från tidigare höga nivåer.

Barometerindikatorn, som är ett sammanfattande mått på företags- och hushållsförtroendet, steg marginellt i november efter att ha fallit sex månader i rad. Förtroendet inom tillverkningsindustrin minskade ytterligare något och hushållens förtroende föll marginellt efter att ha stigit i oktober (se diagram 3:9). Samtidigt steg förtroendeindikatorerna för detaljhandeln och tjänstesektorn, vilket bidrog positivt till Barometerindikatorn. I ett jämförande perspektiv är förtroendet bland svenska tjänsteföretag och hushåll lägre än i många andra europeiska länder. De svenska hushållen är framför allt

Diagram 3:8. Underliggande inflation och arbetskostnad i euroområdet och USA

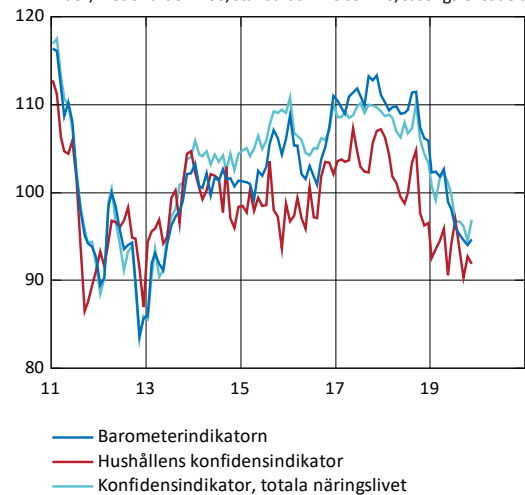


Anm. Avser arbetskostnad per anställd. Kalenderkorrigerade data.

Källor: Bureau of Labor Statistics, ECB, Eurostat och Macrobond

Diagram 3:9. Konfidensindikatorer i Sverige

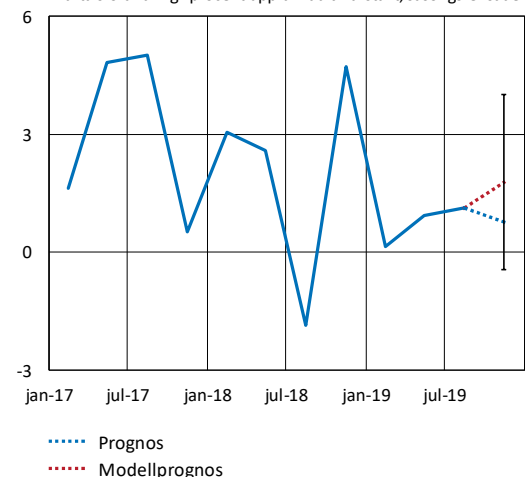
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10, säsongrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:10. BNP, modellprognos och osäkerhetsintervall

Kvartalsförändring i procent uppräknat 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 medelvärde.

Källor: SCB och Riksbanken

pessimistiska när det gäller utvecklingen av den svenska ekonomin medan synen på den egna ekonomin är mindre pessimistisk.

Det låga förtroendet och den svaga utvecklingen av bostadsinvesteringarna bidrar till att BNP endast bedöms öka med strax under en procent per kvartal under fjärde kvartalet i år och första kvartalet 2020, uppräknat till årstakt. Riksbankens modellprognos för BNP-tillväxten på kort sikt baseras på förtroendeindikatorer och månadsstatistik för produktion och efterfrågan. Prognosen för BNP-utvecklingen under fjärde kvartalet är något lägre än Riksbankens modellprognos, vilket beror på att modellerna inte bedöms ta full hänsyn till nedgången i bostadsinvesteringarna (se diagram 3:10).

Inbromsning på arbetsmarknaden

Efter att ha konstaterat kvalitetsbrister i statistiken publicerade SCB i november ett reviderat utfall för Arbetskraftsundersökningarna (AKU), för perioden juli 2018 till september 2019 (se marginalruta "Reviderad arbetsmarknadsstatistik efter felaktigheter i AKU").

Arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden har nått historiskt höga nivåer (se diagram 4:9). Utvecklingen på arbetsmarknaden har dock mattats av sedan första halvåret 2018. Sysselsättningsgraden har varit i stort sett oförändrad och arbetslösheten har stigit i måttlig takt (se diagram 3:11). Eftersom osäkerheten i siffrorna är hög, och har ökat nu när AKU endast utgår från halva urvalet, ska månadsutfallen tolkas med försiktighet. De senaste utfallen tyder ändå på att sysselsättningen har växt i relativt god takt.

Indikatorer pekar på att efterfrågan på arbetskraft minskar. Anställningsplanerna enligt Konjunkturbarometern har dämpats och pekar på oförändrad sysselsättning de kommande månaderna (se diagram 3:12). Även antalet nyanmälda lediga platser har fallit enligt Arbetsförmedlingen, men ligger fortsatt på en hög nivå. Varslen har stigit tre månader i rad och är på en nivå nära det historiska genomsnittet. Den samlade bilden tyder på att arbetsmarknaden har svalnat av och att efterfrågan på arbetskraft fortsätter att dämpas.

Under innevarande och nästa kvartal väntas antalet sysselsatta och antalet i arbetskraften stiga i långsam takt. Arbetslösheten uppgick enligt AKU till 7,0 procent det tredje kvartalet och väntas ligga kvar nära denna nivå den närmaste tiden för att sedan stiga något (se diagram 4:8).

Resursutnyttjandet normaliseras

Enligt ekonomiska samband påverkar mängden lediga resurser i ekonomin hur löner och priser utvecklas. I data verkar

Reviderad arbetsmarknadsstatistik efter felaktigheter i AKU

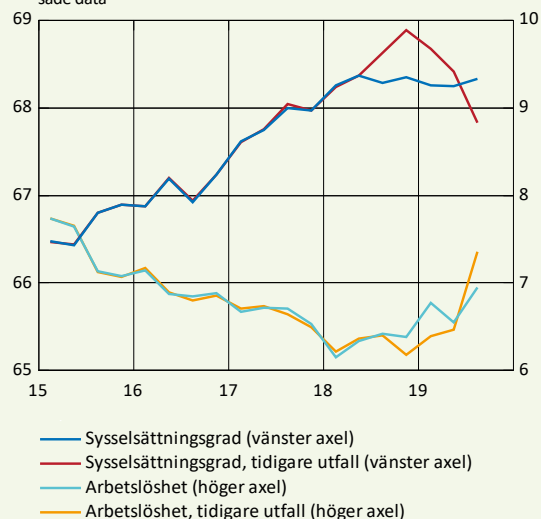
Arbetskraftsundersökningarna (AKU) är en urvalsundersökning som utförs varje månad genom telefonintervjuer med cirka 29 500 personer. Sedan juli 2018 har ett externt datainsamlingsföretag, Evry, samlat in halva urvalet. Under hösten uppmärksammade SCB allvarliga kvalitetsbrister i Evrys datainsamling vilket inneburit att den publicerade statistiken varit missvisande.

I november beslutade SCB därför att publicera reviderad arbetsmarknadsstatistik för perioden juli 2018–september 2019. Denna bygger nu enbart på hälften av urvalet – den del av undersökningen som SCB:s egen insamlingsavdelning ansvarar för. Att statistiken nu baseras på ett urval som är hälften så stort ökar osäkerheten i siffrorna, inte minst eftersom AKU under en längre tid har haft bekymmer med ett stort bortfall. Det senaste året har bortfallet varit nära 50 procent. Ett mer begränsat urval gör det också mer problematiskt att analysera statistiken på detaljerad nivå. Detta innebär att AKU blir mindre användbar som underlag för beslutsfattare.²³ SCB har kommunicerat att man under 2020 kommer att utöka den egna insamlingen, men inte till samma urvalsstorlek som man hade tidigare. SCB har också tillsammans med andra myndigheter inlett ett omfattande och långsiktigt förändringsarbete för statistik på arbetsmarknadsområdet, vilket Riksbanken är positivt inställda till.

Den reviderade statistiken visar att sysselsättningen sedan början av 2018 har vuxit ungefär i linje med den arbetsföra befolkningen (se diagram 3:11). Samtidigt har arbetslösheten reviderats upp från juli 2018 till juni 2019 men därefter reviderats ner. Därmed är bilden av att det skulle ha skett en dramatisk inbromsning på svensk arbetsmarknad ändrad och utfallet visar nu att arbetslösheten bottnade i början på 2018 och har därefter stigit i långsam takt.

Diagram 3:11. Revidering av sysselsättningsgrad och arbetslöshet

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



Anm. Serierna avser kvartalsdata.

Källa: SCB

²³ Riksbanken beaktar även andra källor än AKU för att få en nyanserad och mer komplett bild av arbetsmarknaden. Se exempelvis Häkkinen Skans, I., "Utvecklingen på arbetsmarknaden enligt olika källor", Ekonomiska kommentarer nr 6 2019, Sveriges riksbank, för en beskrivning och diskussion om olika statistikällor som mäter utvecklingen på arbetsmarknaden.

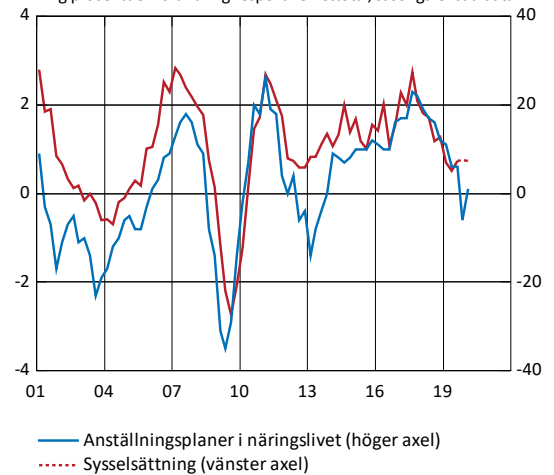
denna utväxling ske med en viss eftersläpning. Resursutnyttjandet kan dock inte mätas exakt och Riksbanken gör därför en bedömning utifrån en mängd olika indikatorer.

Enligt flera av dessa indikatorer är resursutnyttjandet nu nära eller något högre än normalt. Enligt Konjunkturbarometern anger till exempel färre företag än tidigare att det råder brist på arbetskraft, men andelen som gör det är fortfarande högre än det historiska genomsnittet. Kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin är enligt SCB högt i ett historiskt perspektiv, men är lägre än normalt enligt Konjunkturinstitutet. Riksbankens indikator för resursutnyttjandet har sjunkit tillbaka under året och tyder nu på att resursutnyttjandet är nära normalt (se diagram 3:13). BNP-gapet normaliseras under de kommande kvartalen. I nuläget är dock gapet positivt, vilket indikerar att resursutnyttjandet är något högre än normalt (se diagram 3:14).

Den samlade bilden är att resursutnyttjandet i ekonomin har normaliserats under 2019, efter att ha varit högt under de senaste åren. I nuläget bedöms det vara nära eller något högre än normalt.

Diagram 3:12. Sysselsättning och anställningsplaner

Årlig procentuell förändring respektive netttotal, säsongrensad data.

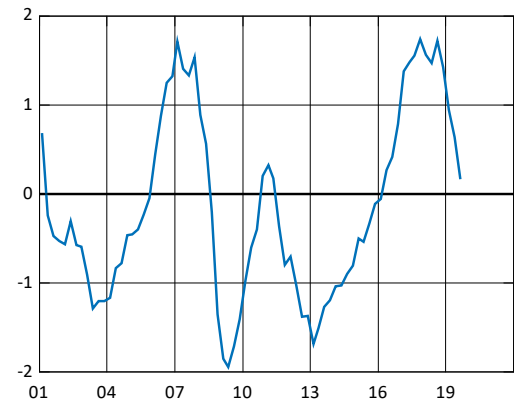


Anm. Anställningsplaner avser förväntningar om antal anställda i näringslivet på tre månaders sikt, framflyttade ett kvartal. Anställningsplaner för 2019 kv4 avser månadsutfallet för november.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 3:13. Resursutnyttjandeindikatorn

Standardavvikelser

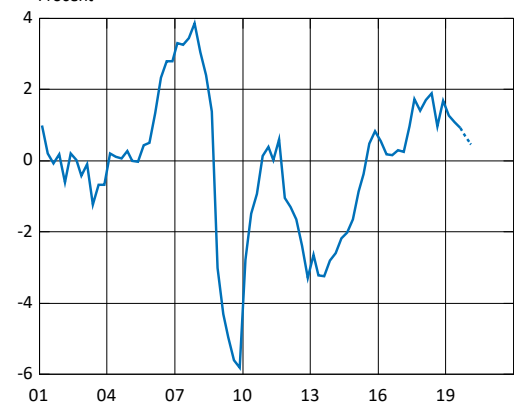


Anm. RU-indikatorn är ett statistiskt mått på resursutnyttjandet. Den är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

Källa: Riksbanken

Diagram 3:14. BNP-gap

Procent



Anm. Gapet avser BNP:s avvikelse från Riksbankens bedömda trend.

Källor: SCB och Riksbanken

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

BNP-tillväxten i omvärlden har dämpats sedan 2017 och är nu under sitt historiska genomsnitt. Det finns dock tecken på att nedgången i olika indikatorer har bromsat upp och konjunkturutsikterna är i stort sett oförändrade jämfört med bedömningen i oktober. Tillväxten i omvärlden bedöms stiga något nästa år för att därefter vara i stort sett oförändrad de kommande åren. Efter flera år av god tillväxt och stigande resursutnyttjande växer även den svenska ekonomin i en långsammare takt. Detta mot bakgrund av en måttlig tillväxt på svenska exportmarknader och färre nybyggda bostäder. De kommande åren bedöms svensk tillväxt stiga gradvis igen. Arbetsmarknaden har också mattats av och efterfrågan på arbetskraft väntas dämpas ytterligare under kommande år. Inflationen är strax under 2 procent och förutsättningarna för att den ska vara nära inflationsmålet även framöver bedöms vara goda. De senaste årens goda efterfrågeläge och höga resursutnyttjande fortsätter att bidra till det. Även den svaga kronan väntas bidra till högre priser med en viss eftersläpning. Inflationsutsikterna är i stort sett desamma som i oktober.

Omvärlden

Viss återhämtning i omvärldens tillväxt

I år och de kommande åren bedöms BNP i omvärlden växa ungefär i linje med, eller något svagare än, det historiska genomsnittet på drygt 2 procent (se diagram 4:1).

Tillväxten i världshandeln har varit låg i år till följd av den globala avmattningen i tillverkningsindustrin och handelskonflikten mellan USA och Kina. Importefterfrågan på Sveriges viktigaste exportmarknader väntas växa med måttliga 2,5 procent i år och strax över 3 procent åren därefter. Det innebär en lägre tillväxttakt än snittet på drygt 4,5 procent per år sedan år 2000 (se diagram 4:2).

Förtroendet i näringslivet, mätt med inköpschefsindex, har sjunkit de senaste åren. De senaste månaderna har det dock skett en stabilisering i förtroendeindikatorerna. Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har också tillväxten under tredje kvartalet reviderats upp i både euroområdet och USA jämfört med vad som först uppgavs i ländernas officiella statistik. USA och Kina förhandlar om att lösa handelskonflikten mellan de båda länderna. Någon överenskommelse har ännu inte slutits formellt men båda länderna uppger att de har för avsikt att underteckna ett "fas ett"-avtal i januari. Risken för att Storbritanniens utträde ur EU ska ske utan ett avtal är på kort sikt undanröjd eftersom det nu finns en tydlig majoritet i det brittiska parlamentet för att godkänna avtalet med EU. På lite längre sikt kvarstår dock osäkerhet om den framtida relationen till EU (se faktaruta "Storbritanniens utträde ur EU – vad har hänt?").

Resursutnyttjandet för euroområdet och USA bedöms sammantaget ligga nära normala nivåer under hela prognosperioden.

Storbritanniens utträde ur EU – vad har hänt?

Den 17 oktober kom den brittiska regeringen och EU överens om villkoren för Storbritanniens utträde ur EU. I överenskommelsen regleras bland annat vilka rättigheter EU-medborgare har i Storbritannien och vice versa, hur mycket pengar Storbritannien ska betala till EU och gränsfrågan mellan Irland och Nordirland. Den 22 oktober gav det brittiska parlamentet sitt stöd till den brittiska regeringen att gå vidare med överenskommelsen med EU. Parlamentet godkände dock inte regeringens tidsplan för lagstiftningsprocessen. Det ledde till att den brittiska regeringen begärde att få skjuta upp utträdet. Den 28 oktober accepterade EU detta och meddelade att utträdet kommer att ske senast den 31 januari 2020. Den 12 december hölls det nyval i Storbritannien. Det konservativa partiet fick egen majoritet och den nya regeringen kommer att ratificera överenskommelsen med EU.

Efter det att Storbritannien lämnat EU kommer landet att vara i en övergångsperiod fram till den 31 december 2020. Under denna period kommer förhandlingar om ett nytt handelsavtal att ske. Om Storbritannien och EU skulle vilja förlänga övergångsperioden är detta möjligt. En förfrågan om förlängning från den brittiska regeringen måste dock inkomma senast den 30 juni 2020.

Stabilisering i euroområdets tillväxt

Tudelningen i euroområdets ekonomi fortsätter med ett svag industrikonjunktur, men en betydligt starkare tjänstesektor. Förutsättningarna för BNP-tillväxten ska stiga något nästa år är relativt goda. Räntorna väntas vara mycket låga under hela prognosperioden och finansiella förhållanden gynnsamma. Finanspolitiken bedöms vara milt expansiv de närmaste åren. Konsumentförtroendet är relativt högt och arbetsmarknaden är stark. Men nedgången i arbetslösheten har planat ut och löneökningstakten väntas dämpas något. Under våren 2020 ska nya tvååriga löneavtal träffas i Tyskland för ett antal sektorer. Eftersom Tysklands ekonomi är svagare idag än när de förra avtalen träffades våren 2018 väntas de nya löneavtalen bli lite lägre.

BNP väntas växa med 1,2 procent 2019 och 2020 och sedan marginellt snabbare 2021–2022 (se diagram 4:1). Det största bidraget till BNP-tillväxten väntas komma från hushållens konsumtion även om den, i likhet med investeringarna, väntas växa i relativt måttlig takt de kommande åren då konjunkturen är inne i en mognadsfas.

Dämpad amerikansk tillväxt

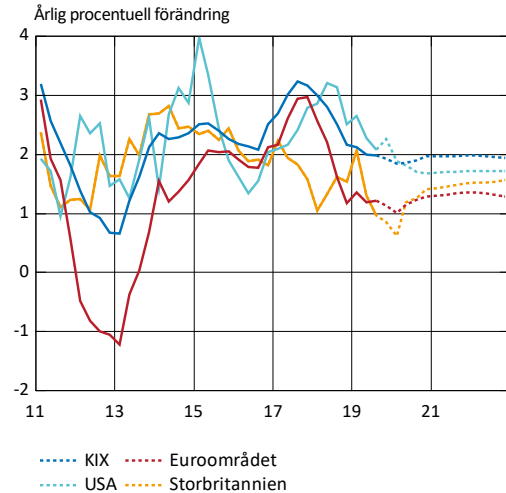
Efter flera år av hög tillväxt och sjunkande arbetslöshet är konjunkturen i USA för närvarande stark. Under åren framöver väntas dock en konjunkturell dämpning av tillväxten. Även osäkerhet i handelsrelationen mellan USA och Kina med dämpad investeringsvilja som följd samt en finanspolitik som inte längre är expansiv bidrar till den lägre tillväxten. Detta motverkas dock delvis av de nyligen genomförda sänkningarna av den amerikanska styrräntan. Sammantaget bedöms BNP växa med 2,3 procent i år varefter tillväxten dämpas till 1,7 procent 2021–2022 (se diagram 4:1). Arbetsmarknaden väntas trots den lite lägre BNP-tillväxten vara fortsatt stark de kommande åren och det höga resursutnyttjandet på arbetsmarknaden antas bidra till att lönerna fortsätter att stiga i god takt det närmaste året.

Långsamt stigande inflation i omvärlden

Den KIX-vägda inflationen i omvärlden bedöms vara något under 2 procent i år. De kommande åren väntas effekterna av den tidigare uppgången i resursutnyttjandet bidra till att inflationen i omvärlden långsamt stiger till ungefär 2 procent (se diagram 4:3).

Både HIKP-inflationen och den underliggande HIKP-inflationen, som rensas för energi och livsmedel, är låg i euroområdet. Även inflationsförväntningarna har fallit till låga nivåer i ett historiskt perspektiv, både i termer av marknadsprissättning och enkäter (se diagram 2:5). Den starka arbetsmarknaden har bidragit till att ökningstakten för löner och enhetsarbetskostnader har stigit, men utan att inflationen tagit fart.

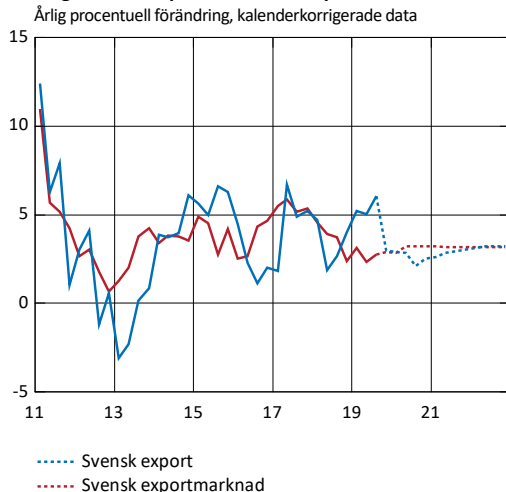
Diagram 4:1. BNP i olika länder och regioner



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

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

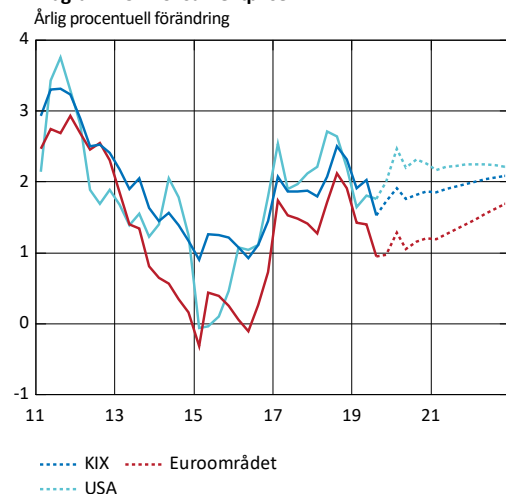
Diagram 4:2. Export och svensk exportmarknad



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:3. Konsumentpriser



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

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

Det finns belägg för att genomslaget på inflationen från arbetskraftskostnader minskat under det senaste decenniet.²⁴ Detta avspeglas i prognosen för inflationen där de stigande arbetskraftskostnaderna väntas bidra till att HIKP och HIKP exklusive energi och livsmedel stiger långsamt till drygt 1,5 procent i slutet av prognosperioden 2022.

Även i USA bedöms arbetsmarknaden fortsätta bidra till högre inflation genom att lönerna ökar något snabbare, vilket också ökar företagens kostnader för arbetskraft. På kort sikt bidrar också tidigare höjda tullar till något högre inflation genom att priset på importerade varor stiger men på längre sikt dämpas inflationstrycket av att tillväxten blir lägre och resursutnyttjandet faller. Sammantaget bedöms KPI-inflationen i USA bli drygt 2 procent de kommande åren (se diagram 4:3).

Sverige

Det svenska arbetskraftsutbudet växer långsammare

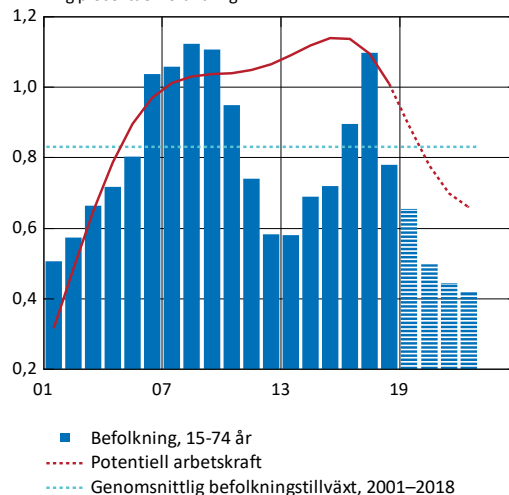
Hur arbetskraftsutbudet och produktiviteten utvecklas över tid påverkar ekonomins långsiktiga tillväxt. På vilket sätt befolkningens storlek och sammansättning förändras blir därför viktigt i detta sammanhang. I Sverige har befolkningen i arbetsför ålder och utbudet av arbetskraft vuxit relativt snabbt de senaste åren (se diagram 4:4). En viktig anledning är invandringen. Även arbetskraftsdeltagandet har ökat trendmässigt. Uppgången har skett både bland inrikes och utrikes födda.

Under prognosperioden väntas den inrikes födda befolkningen i genomsnitt bli äldre samtidigt som invandringen minskar. Höjda åldersgränser i pensionssystemet, att männskor blir friskare högre upp i åldrarna och att de dessutom lever längre är faktorer som bidrar till att andelen äldre som deltar i arbetskraften väntas fortsätta öka. Även andelen utrikes födda i arbetskraften väntas öka. Sammantaget innebär detta att tillväxten i arbetskraftsutbudet inte dämpas riktigt lika snabbt som befolkningstillväxten (se diagram 4:4).

Produktiviteten har under en längre tid utvecklats svagt av både konjunkturella och strukturella skäl (se diagram 4:5).²⁵ Reviderade siffror från SCB indikerar dock att tillväxten i produktiviteten återhämtat sig något i år. Produktivitetstillväxten väntas öka något under prognosperioden och vara nära sitt historiska genomsnitt.

Samtantaget bedöms tillväxten i arbetskraften och produktiviteten innebära en tillväxt i potentiell BNP på knappt 2 procent per år 2019–2021 (se diagram 4:6).

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

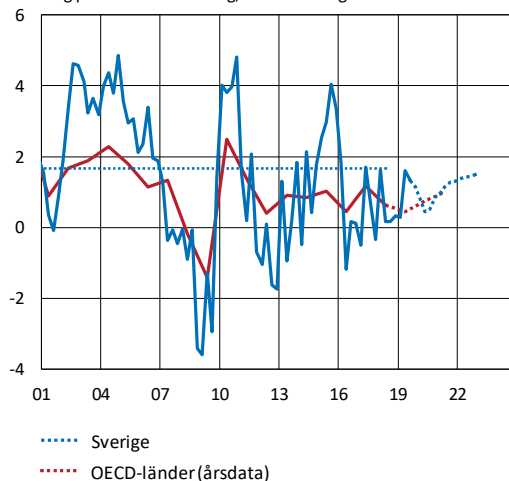


Anm. Potentiell arbetskraft avser den långsiktigt hållbara nivån enligt Riksbankens bedömning.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:5. Produktivitet

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data

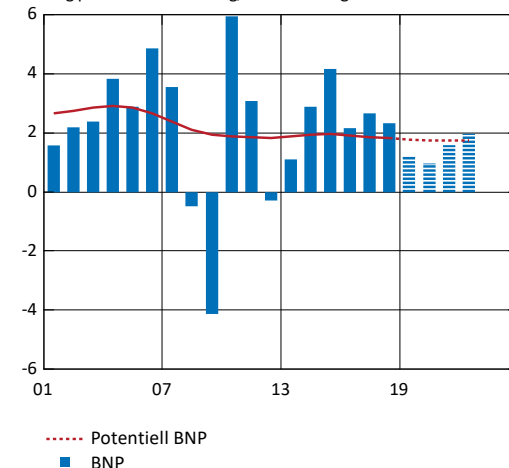


Anm. Prognos för OECD från Economic Outlook, november 2019. Produktiviteten för OECD avser BNP per anställd. För Sverige avser den BNP per arbetad timme. Streckad linje avser genomsnitt av svensk produktivitetstillväxt 1995–2018.

Källor: OECD, SCB och Riksbanken

Diagram 4:6. BNP

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

²⁴ Se "Wage Growth and Inflation in Europe: A Puzzle?", IMF Regional Economic Outlook: Europe, November 2019, Chapter 2, "The link between labor cost and price inflation in the euro area", ECB Working Paper Series No 2235, February 2019 och "Escaping the low inflation trap", OECD Economic Outlook, Volume 2019 Issue 2: Preliminary version.

²⁵ Se kapitlet "Produktiviteten i Sverige" i Lönebildningsrapporten 2019, Konjunkturinstitutet.

Lägre svensk tillväxt, men ingen lågkonjunktur

Svensk ekonomi växer nu i en långsammare takt efter flera år av god tillväxt och stigande resursutnyttjande (se diagram 4:6 och diagram 4:11). Den svaga utvecklingen väntas bestå de närmaste åren, bland annat mot bakgrund av måttlig tillväxt på svenska exportmarknader och färre nybyggda bostäder. Sammantaget innebär utvecklingen att den svenska ekonomin går in i ett mer normalt konjunkturläge med ett balanserat resursutnyttjande.

Investeringsstillväxten är svag och konsumtionen ökar i måttlig takt

Det svenska näringslivets investeringar har utvecklats svagt en tid och väntas minska i år. Detta är delvis ett resultat av den pågående korrigeringen på bostadsmarknaden med en långsammare tillförsel av nya bostäder. Byggtakten förväntas dock vara fortsatt hög i ett historiskt perspektiv, med tillskott på drygt 45 000 bostäder per år 2020–2022. I takt med att utsikterna för industrikonjunkturen försvagats har också tillväxten i näringslivets övriga investeringar dämpats och bidrar till att näringslivets totala investeringar som andel av BNP minskar något de kommande åren.

Hushållens förtroende är lågt i utgångsläget och hushållens inkomster väntas öka i en långsammare takt framöver när tillväxten i antalet sysselsatta dämpas. Trots avmattningen på arbetsmarknaden bedöms en starkare utveckling på bostadsmarknaden bidra till att hushållens förtroende förbättras något. Hushållen väntas då spara en mindre del av sina inkomster de närmaste åren och konsumtionen ökar i en relativt god takt (se diagram 4:7).

Något lägre finansiellt sparande i offentlig sektor

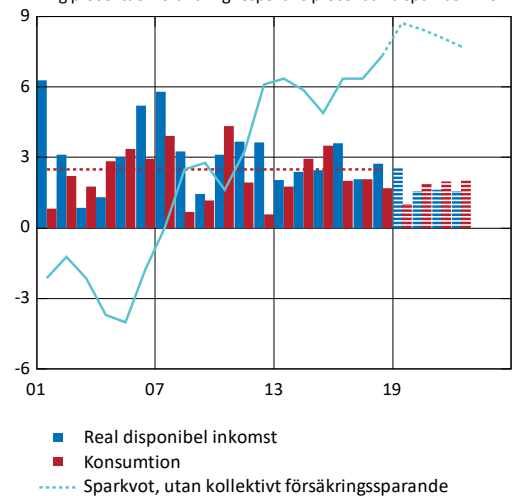
Det finansiella sparandet i offentlig sektor väntas sjunka från 0,8 procent av BNP i fjol till 0,3 i år. Under nästa år väntas regeringen enligt budgetpropositionen genomföra ofinansierade reformer för drygt 20 miljarder kronor. Samtidigt mattas konjunkturen av och det finansiella sparandet sjunker därmed ytterligare något. De närmaste åren bedöms det också finnas stora utgiftsbehov till följd av demografiska förändringar i många kommuner och regioner. Prognosen för det finansiella sparandet är att det ligger kvar nära noll procent under kommande år, vilket är förenligt med det historiska mönstret med lägre sparande när konjunkturen mattas av och utgiftstrycket stiger.

Stigande priser på bostadsmarknaden

I oktober steg bostadspriserna, mätt med bostadsprisindexet HOX, med 3,5 procent jämfört med samma månad föregående år. Detta kan jämföras med hushållens disponibla inkomster per capita, som har ökat i ungefär samma takt som bostadspriserna det senaste året. Prisnivån är fortfarande något lägre än innan nedgången hösten 2017, men den stigande prisökningstakten på bostäder återspeglar en ökad optimism.

Diagram 4:7. Hushållens reala disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst

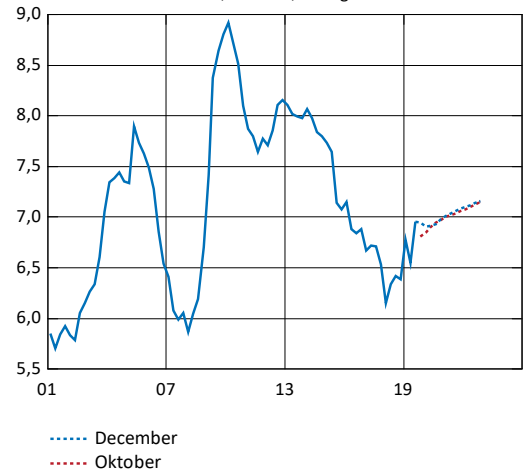


Anm. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator. Streckad linje avser genomsnitt av konsumtionstillväxten 1994–2018. Kollektivt försäkringsparande består av sparande som hushållen inte kontrollerar själva, exempelvis premiepension och avtalsförsäkringar.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:8. Arbetslöshet

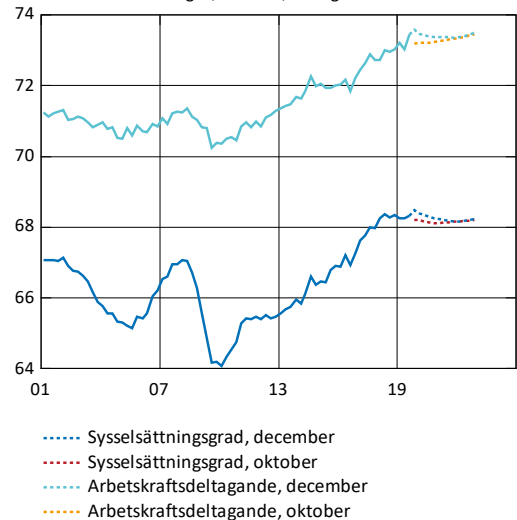
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:9. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande

Procent av befolkningen, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Utbudet av bostäder är fortsatt högt och dämpar tillsammans med amorteringskraven prisutvecklingen. De kommande åren väntas bostadspriserna växa ungefär i linje med hushållens inkomster.

Trots att bostadspriserna är något lägre än hösten 2017 betalar den som köper bostad på andrahandsmarknaden idag i genomsnitt ett högre pris än vad säljaren en gång gjorde. Tillsammans med det fortsatt stora tillskottet av nya bostäder, som innebär att fler tar bostadslån, innebär detta att hushållens skulder har fortsatt att växa med nära 5 procent per år. Hushållens skulder väntas öka något långsammare framöver. Det beror bland annat på att amorteringskraven kommer att omfatta en allt större andel av låntagarna, i takt med att bostäder omsätts och nya bolån behöver tas. Skuldernas andel av hushållens disponibla inkomster, den så kallade skuldkvoten, fortsätter emellertid att öka något och uppgår till drygt 190 procent i slutet av 2022 (se diagram 1:12).

Svensk arbetsmarknad dämpas kommande år

Nyligen reviderad statistik från SCB stödjer Riksbankens bild av att arbetsmarknaden det senaste året har mattats av, med långsammare ökningstakt i sysselsättningen och en något stigande arbetslöshet (se diagram 4:8). I linje med sysselsättningen så har utvecklingen i antalet arbetade timmar också bromsat in. Trots detta ligger sysselsättningsgraden och arbetskraftsdeltagandet fortsatt på historiskt höga nivåer (se diagram 4:9). Under loppet av 2019 har allt färre företag upplevt brist på arbetskraft och behovet av att anställa har minskat, vilket avspeglas i företagens anställningsplaner och nyanmälda lediga jobb och vakanser. Efterfrågan på arbetskraft väntas dämpas ytterligare under kommande år. Därmed väntas arbetslösheten fortsätta att stiga något. Sysselsättningsgraden ligger dock kvar på en hög nivå.

Att arbetslösheten stiger beror i huvudsak på att konjunkturen försvagas, men det finns också mer strukturella orsaker. Det finns exempelvis tecken på att det är svårt att matcha de arbetssökande med de lediga jobben. Ett vanligt sätt att illustrera hur väl matchningen på arbetsmarknaden fungerar är den så kallade Beveridgekurvan, som visar sambandet mellan arbetslöshet och vakansgrad. En stigande vakansgrad brukar vara kopplat till en sjunkande arbetslöshet och vice versa. Efter finanskrisen har arbetslösheten varit högre för en given nivå på vakansgraden, vilket illustreras av att Beveridgekurvan skiftat utåt (se diagram 4:10). Kurvan kan skifta av konjunkturella skäl, vilket kan vara en förklaring till förändringen efter finanskrisen. Att kurvan inte skiftade tillbaka när konjunkturen stärktes är ett tecken på att matchningen på arbetsmarknaden har försämrats. En förklaring till detta är sannolikt det stora inflödet i arbetskraften av grupper med svag anknytning till arbetsmarknaden. Det gäller särskilt personer som saknar gymnasieutbildning eller arbetslivserfarenhet från den svenska arbetsmarknaden.

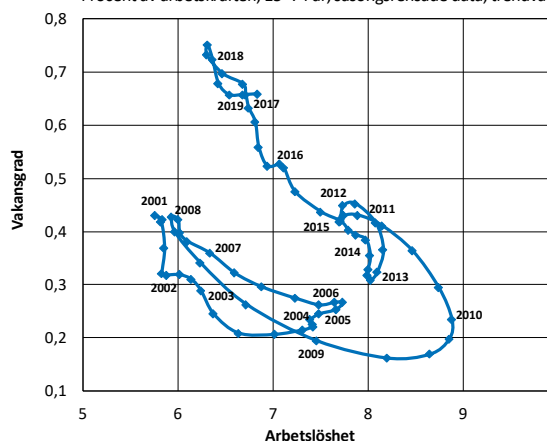
Avtalsrörelsen 2020

Den 31 mars 2020 löper industrins nuvarande löneavtal ut. Avtalen inom industrin kallas ofta för märket då de brukar vara normerande för löneökningarna även i övriga delar av ekonomin. De avtal som tecknas inom ramen för industriavtalet berör cirka en halv miljon anställda. Totalt kommer det att tecknas nya avtal som berör närmare tre miljoner anställda under 2020. Redan i vinter väntas nya avtal tecknas inom industrin. Avtalsrörelsen har inletts med att facken inom industrin har kommit med ett krav på löneökningar om 3,0 procent per år. Detta är 0,2 procentenheter högre än deras inledande krav i den föregående avtalsrörelsen.

Pappersindustriarbetareförbundet, som inte är med i fackens samordning inom industrin, har kommit med ett lönekrav om 4 procent per år. Kommunalarbetareförbundet har valt att lämna fackförbundens samordning eftersom de inte fått gehör för lönesatningar på yrkesutbildade inom välfärden. Svenskt näringsliv, på arbetsgivarsidan, har inte sifersatt något bud, men uttalat att löneökningstakten i Sverige är för hög och måste minska i kommande avtal.

Diagram 4:10. Beveridgekurvan

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

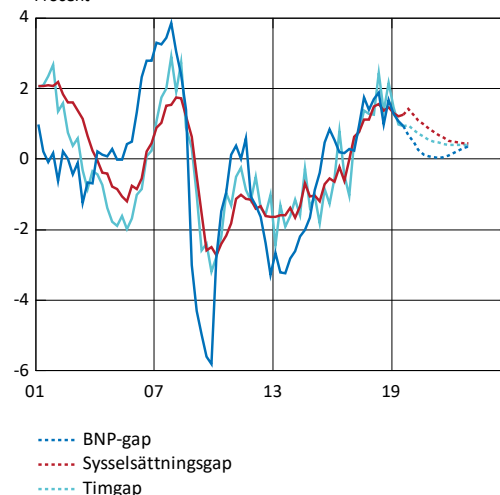


Anm. Årtalen markerar första kvartalet respektive år. Vakanser i näringslivet.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:11. BNP-, sysselsättnings och timgap

Procent



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

Källor: SCB och Riksbanken

Sammantaget bedöms resursutnyttjandet i ekonomin som helhet vara nära normala nivåer under större delen av prognosperioden (se diagram 4:11).

Löneökningstakten stiger

De senaste åren har löneökningstakten varit måttlig, både i förhållande till konjunkturen och det historiska genomsnittet. Det beror sannolikt till viss del på en förhållandevis låg produktivitetstillväxt.

Löneökningstakten enligt konjunkturlönestatistiken bedöms stiga något framöver. Flera faktorer talar för högre löneökningstakt. Produktivitetstillväxten har stigit och väntas fortsätta stiga något de närmaste åren. Arbetsmarknaden har varit stark under flera år. Därtill har löneökningstakten i omvärlden stigit och inflationen i Sverige har varit nära målet i flera år. I olika modeller, där löneökningstakten förklaras av resursutnyttjandet, produktiviteten, vinstandelen i ekonomin och ökningstakten i omvärldslönerna, prognostiseras stigande löneökningstakt de närmaste åren. Riksbankens prognos ligger ungefär i linje med modellprognoserna (se diagram 4:12). Tillväxttakten i reallönerna, som länge har varit låga sett i ett historiskt perspektiv, väntas öka måttligt i takt med att den nominella löneökningstakten stiger (se diagram 4:13).

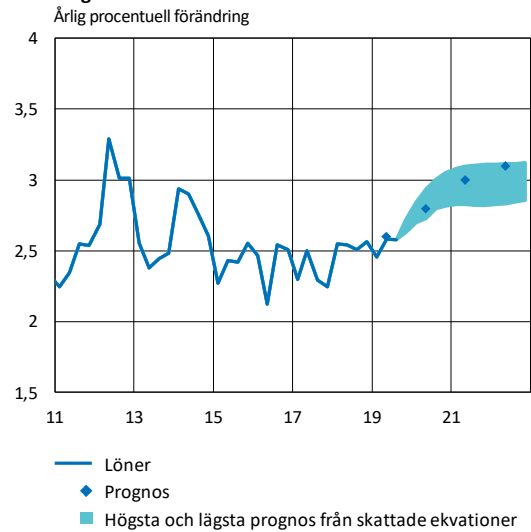
Timlöner enligt nationalräkenskaperna (NR) har ökat betydligt snabbare än enligt konjunkturlönestatistiken de senaste åren (se tabell 7). Det beror bland annat på att NR:s timlöner är ett bredare mått på löneutvecklingen än konjunkturlönestatistikens, och till exempel inkluderar bonusar. Utöver snabbt stigande lönekostnader har arbetskostnaderna enligt NR stigit till följd av höjda socialavgifter.

Tillsammans med en måttlig produktivitetstillväxt har det bidragit till att ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet de senaste åren har varit förhållandevis hög. Framöver väntas de öka ungefär i linje med sitt historiska genomsnitt på 2 procent (se diagram 4:14). Sett i ett globalt perspektiv har svenska företag på senare tid fått en konkurrensfördel eftersom arbetskostnaderna, uttryckt i gemensam valuta, varit lägre än i omvärlden i och med att kronan har försvagats.²⁶

Kronan stärks gradvis framöver

Osäkerheten kring den makroekonomiska utvecklingen i såväl Sverige som omvärlden har bidragit till försvagningen av kronkursen under 2019. Den senaste månaden har dock kronan stärkts. Riksbanken bedömer att kronan kommer att fortsätta att stärkas på sikt eftersom den i dagsläget är svagare än vad som motiveras av långsiktiga bestämningsfaktorer.²⁷ Det är dock osäkert i vilken takt växelkursen kommer att förstärkas. Den aktuella prognosen bygger på en bedömning där kronan varken förstärks eller försvagas det närmaste året. Därefter

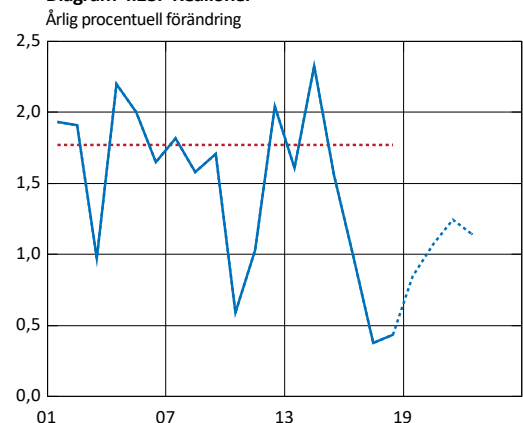
Diagram 4:12. Löner



Anm. Löner enligt konjunkturlönestatistiken. Kvadraterna visar Riksbankens prognoser av löneökningstakten för åren 2019 t.o.m. 2022. Fältet visar den högsta och lägsta prognosen från enkla skattade ekvationer där löneökningstakten förklaras av BNP-gapet, produktiviteten, omvärldslönerna (KIX-vägt) och vinstandelen i hela ekonomin.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

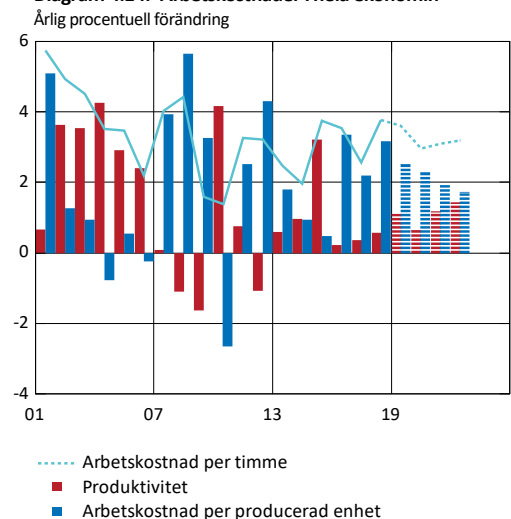
Diagram 4:13. Reallöner



Anm. Löner enligt konjunkturlönestatistiken deflaterade med KPIF. Streckad röd linje avser historiskt medelvärde 1995–2018.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 4:14. Arbetskostnader i hela ekonomin



Källor: SCB och Riksbanken

²⁶ Se även fördjupningen "Utvecklingen av svenska arbetskostnader i ett internationellt perspektiv" i Penningpolitisk rapport februari 2019.

²⁷ Se fördjupningen "Kronans trendmässiga utveckling" i Penningpolitisk rapport juli 2019.

väntas en gradvis förstärkning av växelkursen i likhet med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i oktober (se diagram 4.15).

Förutsättningarna för en inflation nära målet är fortsatt goda

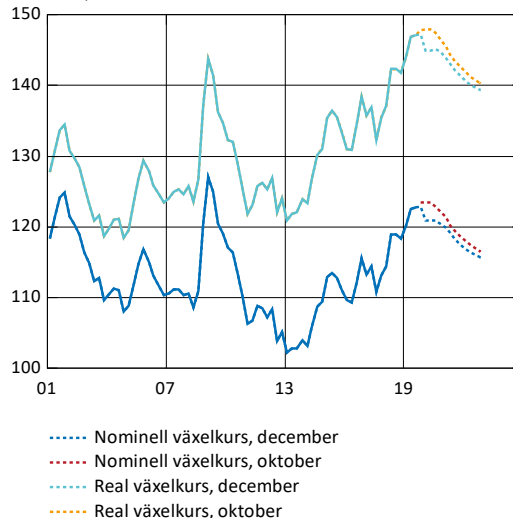
Efter att ha legat nära Riksbankens mål på 2 procent en tid sjönk KPIF-inflationen under sommaren, vilket framför allt berodde på fallande energipriser. Därefter har den stigit igen (se diagram 4:16). Sedan det penningpolitiska mötet i oktober har inflationen utvecklats ungefär som väntat. I november uppgick KPIF-inflationen till 1,7 procent medan ökningstakten i KPIF exklusive energi uppgick till 1,8 procent. Olika mått på underliggande inflation ligger sammantaget strax under 2 procent.

Inflationen dämpas något under 2020. Det beror främst på att kronans effekter på inflationen avtar, samtidigt som energipriserna har en marginellt dämpande effekt. Riksbanken bedömer att förutsättningarna för en inflation nära målet ändå är goda. Efterfrågan har varit god under en lång period. Efter att ha varit högt under flera år bedöms resursutnyttjande vara nära normalt i nuläget och fortsätta vara det under prognosperioden. Löneökningstakten väntas stiga något och företagets kostnader, mätt med arbetskostnader per producerad enhet, väntas öka med ungefär 2 procent per år. Ökningstakten i energipriserna antas också stiga långsamt efter 2020. Sammantaget gör det här att inflationen stiger successivt igen och väntas vara nära målet mot slutet av prognosperioden (se diagram 4:16).

Inflationsutsikterna är i stort sett desamma som i oktober. KPIF-inflationen exklusive energipriser är något nedreviderad det närmaste året till följd av att utfallen blivit lägre och att kronan blivit starkare än väntat. Prognosen för KPIF-inflationen är i princip oförändrad jämfört med bedömningen i oktober, eftersom energipriserna något uppreviderade (se diagram 4:17).

Diagram 4:15. Nominell och real växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100

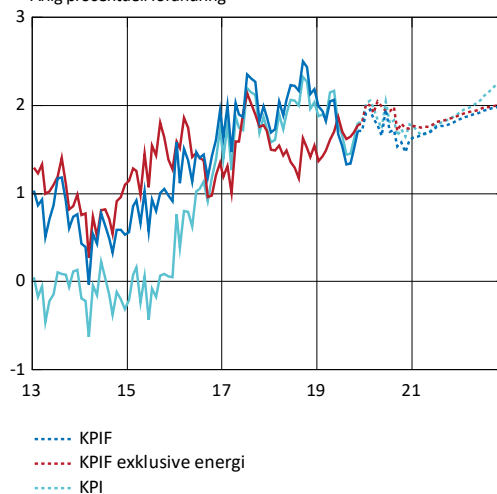


Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt av valutor i de länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. Real växelkurs är beräknad med KPIF för Sverige och KPI för andra länder.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

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

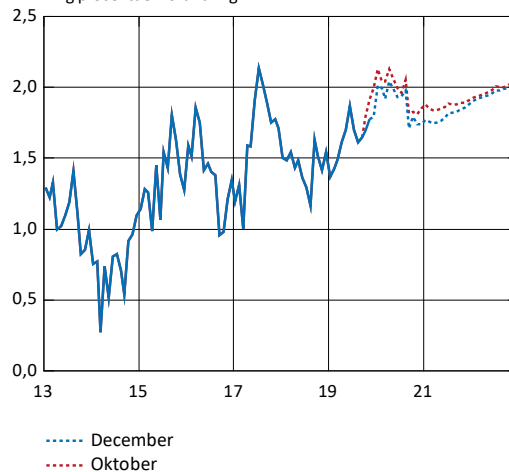
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:17. KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2019 kv3	2019 kv4	2020 kv1	2020 kv4	2021 kv4	2022 kv4
Reporänta	-0,25 (-0,25)	-0,25 (-0,25)	-0,02 (-0,05)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,13 (0,13)

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2018	2019	2020	2021	2022
KPIF	2,1 (2,1)	1,7 (1,7)	1,7 (1,8)	1,7 (1,8)	1,9 (2,0)
KPIF exkl. energi	1,4 (1,4)	1,6 (1,7)	1,9 (2,0)	1,8 (1,9)	2,0 (2,0)
KPI	2,0 (2,0)	1,8 (1,8)	1,8 (1,9)	1,8 (1,8)	2,1 (2,1)
HIKP	2,0 (2,0)	1,7 (1,7)	1,8 (1,7)	1,7 (1,8)	1,9 (1,9)

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2018	2019	2020	2021	2022
Reporänta	-0,5 (-0,5)	-0,3 (-0,3)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,1 (0,1)
10-årsränta	0,7 (0,7)	0,1 (0,1)	0,3 (0,1)	0,7 (0,5)	1,1 (0,9)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	117,6 (117,6)	122,1 (122,2)	120,8 (123,0)	118,6 (119,9)	116,3 (117,3)
Offentligt finansiellt sparande*	0,8 (0,8)	0,3 (0,3)	0,0 (-0,1)	-0,1 (0,0)	-0,1 (0,1)

* Procent av BNP.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2018	2019	2020	2021	2022
Euroområdet	0,11	0,49	1,9 (1,9)	1,2 (1,1)	1,2 (1,0)	1,3 (1,3)	1,3 (1,3)
USA	0,15	0,08	2,9 (2,9)	2,3 (2,2)	1,8 (1,7)	1,7 (1,7)	1,7 (1,7)
Japan	0,04	0,02	0,3 (0,8)	1,0 (1,0)	0,3 (0,2)	0,5 (0,5)	0,6 (0,5)
Kina	0,19	0,08	6,7 (6,7)	6,1 (6,1)	5,9 (5,9)	5,8 (5,8)	5,8 (5,7)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,6 (2,6)	2,0 (1,9)	1,9 (1,8)	2,0 (2,0)	2,0 (1,9)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,6 (3,6)	3,0 (3,0)	3,3 (3,3)	3,5 (3,5)	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	2018	2019	2020	2021	2022
Euroområdet (HIKP)	1,8 (1,8)	1,2 (1,2)	1,2 (1,2)	1,3 (1,4)	1,6 (1,7)
USA	2,4 (2,4)	1,8 (1,8)	2,3 (2,1)	2,2 (2,3)	2,2 (2,3)
Japan	1,0 (1,0)	0,6 (0,7)	0,8 (0,9)	0,9 (1,0)	1,0 (1,2)
KIX-vägd	2,2 (2,2)	1,8 (1,8)	1,8 (1,8)	1,9 (2,0)	2,1 (2,1)

	2018	2019	2020	2021	2022
Styrränta i omvärlden, procent	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,1)
Råoljepris, USD/fat Brent	71,5 (71,5)	63,9 (63,5)	60,3 (57,5)	57,8 (56,1)	56,9 (56,1)
Svensk exportmarknad	3,6 (3,7)	2,8 (2,5)	3,1 (3,0)	3,2 (3,1)	3,2 (3,2)

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

	2018	2019	2020	2021	2022
Hushållens konsumtion	1,7 (1,6)	1,0 (1,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (1,8)
Offentlig konsumtion	0,4 (0,4)	0,4 (0,8)	0,7 (0,7)	1,0 (0,8)	0,9 (0,8)
Fasta bruttoinvesteringar	4,2 (4,6)	-1,2 (-1,2)	0,3 (-0,1)	1,7 (1,6)	2,2 (2,2)
Lagerinvesteringar*	0,4 (0,5)	-0,3 (-0,2)	-0,3 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	3,2 (3,1)	4,7 (4,3)	3,0 (3,0)	3,1 (3,0)	3,2 (2,8)
Import	3,6 (3,6)	2,2 (1,9)	2,4 (2,6)	3,1 (3,0)	2,9 (2,6)
BNP	2,2 (2,3)	1,1 (1,3)	1,2 (1,2)	1,7 (1,6)	1,9 (1,8)
BNP, kalenderkorrigerad	2,3 (2,4)	1,2 (1,3)	1,0 (1,0)	1,6 (1,5)	2,0 (1,8)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	1,9 (2,0)	0,2 (0,3)	1,1 (1,0)	1,6 (1,5)	1,7 (1,5)
Nettoexport*	-0,1 (-0,1)	1,2 (1,2)	0,4 (0,3)	0,1 (0,1)	0,2 (0,2)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	2,7 (2,3)	4,2 (3,8)	4,4 (3,9)	4,3 (3,9)	4,4 (4,0)

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 6. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2018	2019	2020	2021	2022
Folkmängd, 15-74 år	0,8 (0,8)	0,7 (0,7)	0,5 (0,5)	0,4 (0,4)	0,4 (0,4)
Potentiellt arbetade timmar	0,9 (1,1)	0,8 (1,0)	0,7 (0,9)	0,6 (0,7)	0,6 (0,6)
Potentiell BNP	1,8 (1,9)	1,8 (1,8)	1,7 (1,7)	1,7 (1,7)	1,7 (1,7)
BNP, kalenderkorrigerad	2,3 (2,4)	1,2 (1,3)	1,0 (1,0)	1,6 (1,5)	2,0 (1,8)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,8 [2,4]	0,0 [1,3]	0,3 (0,0)	0,4 (0,2)	0,5 (0,3)
Sysselsatta, 15-74 år	1,5 [1,8]	0,7 [0,3]	0,5 (0,3)	0,3 (0,4)	0,4 (0,5)
Arbetskraft, 15-74 år	1,1 [1,4]	1,2 [0,8]	0,6 (0,5)	0,4 (0,5)	0,5 (0,6)
Arbetslöshet, 15-74 år*	6,3 [6,3]	6,8 [6,8]	6,9 (6,9)	7,0 (7,0)	7,1 (7,1)
BNP-gap**	1,6 (1,4)	1,0 (0,9)	0,2 (0,2)	0,1 (0,0)	0,3 (0,1)
Tim-gap**	1,8 (1,8)	1,1 (2,1)	0,7 (1,2)	0,5 (0,7)	0,4 (0,3)

* 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. Efter att ha identifierat kvalitetsbrister har SCB publicerat reviderad arbetsmarknadsstatistik. De siffror som helt eller delvis bygger på tidigare publicerad statistik är kursiverade inom hakparentes.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

	2018	2019	2020	2021	2022
Timlön, KL	2,5 (2,5)	2,6 (2,6)	2,8 (2,8)	3,0 (3,0)	3,1 (3,1)
Timlön, NR	2,8 [2,2]	3,8 [2,6]	2,9 (2,8)	3,0 (3,0)	3,1 (3,1)
Arbetsgivaravgifter*	0,7 (0,7)	-0,1 (0,0)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)
Arbetskostnad per timme, NR	3,5 [2,9]	3,7 [2,6]	3,0 (2,9)	3,1 (3,1)	3,2 (3,2)
Produktivitet	0,5 [0,0]	1,2 [0,1]	0,7 (0,9)	1,2 (1,3)	1,4 (1,5)
Arbetskostnad per producerad enhet	3,2 (3,1)	2,5 (2,6)	2,3 (2,0)	1,9 (1,8)	1,7 (1,7)

* 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. Efter att ha identifierat kvalitetsbrister har SCB publicerat reviderad arbetsmarknadsstatistik. Tidigare missvisande siffror är kursiverade inom hakparentes.

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)