

# Penningpolitisk rapport

Februari 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.<sup>1</sup> 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 12 februari 2019. Rapporten går att ladda ned i pdf format på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) där det också finns mer information om Riksbanken.

---

<sup>1</sup> 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**

God global konjunktur trots blandade signaler om utsikterna 5

Den aktuella penningpolitiken 7

Osäkerhet och risker 9

## **KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden 12**

Utvecklingen internationellt 12

Finansiella förhållanden i Sverige 14

## **KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget 17**

Inflationen i Sverige 17

Global och svensk konjunktur 19

## **KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna 23**

Omvärlden 23

Sverige 26

**FÖRDJUPNING** – Utvecklingen av svenska arbetskostnader i ett internationellt perspektiv 31

**Tabeller 35**



## KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Konjunkturutvecklingen i omvärlden har liksom i Sverige gått in i en fas med lägre tillväxt. Även om tillväxten dämpas fortsätter konjunkturen vara god de närmaste åren, med låg arbetslöshet i många länder. Osäkerheten om styrkan i den internationella ekonomin är dock fortsatt stor. Även om indikatorer pekar på att stämningsläget hos hushåll och företag har dämpats i Sverige kvarstår bilden av en stark svensk konjunktur. Utvecklingen på arbetsmarknaden har varit lite starkare än väntat och efterfrågan på arbetskraft är fortsatt stor.

Inflationen har utvecklats i linje med prognosen och förutsättningarna för att inflationen ska vara kvar nära 2 procent kommande år har inte förändrats i någon större utsträckning. Direktionen har därför beslutat att lämna reporäntan oförändrad på -0,25 procent. Liksom i december indikerar prognosen för reporäntan att nästa höjning sker under andra halvåret 2019, under förutsättning att konjunktur- och inflationsutsikterna står sig. Direktionen bedömer att reporäntan behöver höjas i en långsam takt även därefter för att inflationen ska förbli nära 2 procent. Återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen fortsätter tillsvidare. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

### God global konjunktur trots blandade signaler om utsikterna

#### Världsekonomin i en lugnare fas

Efter flera år av återhämtning, med hög BNP-tillväxt och snabbt sjunkande arbetslöshet, har världskonjunkturen gått in i en fas med mer dämpad BNP-tillväxt. Särskilt påtagligt har detta varit i euroområdet den senaste tiden, även om utvecklingen där delvis påverkas av tillfälliga faktorer. En lägre global tillväxt än de senaste åren är att vänta i och med att konjunkturen kommit in i en mognare fas och resursutnyttjandet är relativt högt. Även om tillväxten dämpas väntas konjunkturen i omvärlden vara god de närmaste åren, med låg arbetslöshet i många länder. Fortsatt stark arbetsmarknad och stigande löner i många länder väntas leda till att kärninflationen stiger gradvis i omvärlden. Osäkerheten om styrkan i den internationella ekonomin är dock fortsatt stor, i synnerhet i euroområdet. Även Storbritanniens kommande utträde ur EU är en källa till osäkerhet (se marginalruta i kapitel 4).

Blandade signaler om utsikterna för världskonjunkturen har sedan i höstas bidragit till ökad osäkerhet på de finansiella marknaderna. Centralbankerna i omvärlden kommunicerar att penningpolitiken långsamt kommer att bli mindre expansiv framöver. De finansiella förhållandena i Sverige bedöms vara fortsatt expansiva och ge stöd till den ekonomiska utvecklingen.

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Konjunkturutvecklingen i omvärlden är i en fas med lugnare tillväxttakter. Kostnadstrycket stiger och penningpolitiken förs långsamt i en mindre expansiv riktning. Osäkerheten om utvecklingen i den internationella ekonomin är fortsatt stor.
Resursutnyttjandet i svensk ekonomi är fortsatt högt men tillväxten dämpas.
Inflationen och inflationsförväntningarna har etablerats kring 2 procent. Goda förutsättningar för inflationen att vara kvar nära 2 procent.
Slutsats: Reporäntan behålls på -0,25 procent. Prognosen indikerar att nästa räntehöjning sker under andra halvåret 2019, om konjunktur- och inflationsutsikterna står sig. Återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar i Riksbankens obligationsportfölj fortsätter tillsvidare.

Tabell 1:2.

Viktiga prognosrevideringar
Något lägre BNP-tillväxt i euroområdet. Förväntningar om lägre styrräntor i omvärlden.
Något lägre svensk BNP-tillväxt under 2019.
Högre kostnadstryck framförallt till följd av nedreviderad produktivitetstillväxt.
Något svagare växelkurs än i tidigare prognos.
Sammantaget små revideringar av inflationsprognosen.

### Fortsatt starkt konjunkturläge i svensk ekonomi

Den inhemska efterfrågan i Sverige har bidragit förhållandevis mycket till BNP-tillväxten de senaste åren, men växer nu långsammare. BNP-tillväxten dämpas från cirka 2,5 procent i genomsnitt de senaste åren till under 2 procent i genomsnitt per år 2019–2021 (se diagram 1:2). En viktig förklaring till detta är utvecklingen på bostadsmarknaden. Bostadsbyggandet har ökat snabbt de senaste åren men det senaste halvåret har bostadsinvesteringarna börjat falla. Dämpningen av bostadspri- ser och lägre aktiepriser kan även ha bidragit till nedgången i hushållens förtroende och lägre tillväxt i hushållens konsumtion.

Men trots lite lägre tillväxttakter är konjunkturläget fortsatt starkt vilket avspeglas i att efterfrågan på arbetskraft är fortsatt stor. Sysselsättningsgraden och arbetskraftsdeltagandet är på historiskt höga nivåer och arbetslösheten har sjunkit till den lägsta nivån på ett decennium. Gruppen arbetslösa består till stor del av personer som i genomsnitt har lägre utbildningsnivå och svagare anknytning till arbetsmarknaden. Trots att 6 procent av arbetskraften saknar arbete har det därför blivit allt svårare för företagen att hitta den personal de söker och bristtalen är på höga nivåer. Inflödet i arbetskraften består dessutom fortsatt till stor del av personer som i genomsnitt har lägre utbildningsnivå och en svagare anknytning till arbetsmarknaden. Den samlade bilden av resursutnyttjandet i svensk ekonomi är att det kommer att sjunka tillbaka men fortsätta att vara högre än normalt.

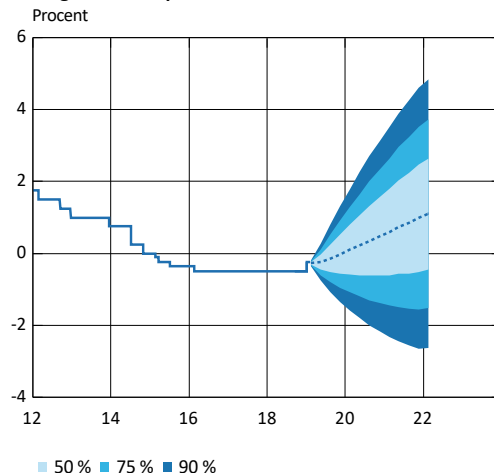
### Inflationen nära 2 procent

En hög aktivitet i ekonomin och stark utveckling på arbetsmarknaden leder normalt också till högre inflation, om än med viss eftersläpning. Inflationen har nu legat nära målet på 2 procent i över två års tid (se diagram 1:3). Den starka konjunkturen och snabbt stigande energipriser har bidragit till detta.

Den varaktiga delen av den uppmätta inflationen, som kan studeras genom olika mått på den underliggande inflationen, har dock varit lägre det senaste året. I december var medianen av de inflationsmått Riksbanken beräknar 1,6 procent. Högre hyreshöjningar, högre ökningstakt i livsmedelspriserna och effekter av tidigare kronförsvagningar pekar på en uppgång i den underliggande inflationen den närmaste tiden. Löneökningstakten har varit måttlig de senaste åren men också produktiviteten har varit överraskande svag. Den långsamma produktivitetstillväxten har inneburit att kostnadstrycket, mätt som arbetskostnaderna per producerad enhet, ökat i en ovanligt snabb takt de senaste åren. Detta brukar innebära att inflationen stiger.

Den starka konjunkturen och det stigande kostnadstrycket innebär tillsammans med något högre globalt inflationstryck att det finns förutsättningar för inflationen att vara nära inflationsmålet även kommande år, trots att ökningstakten i

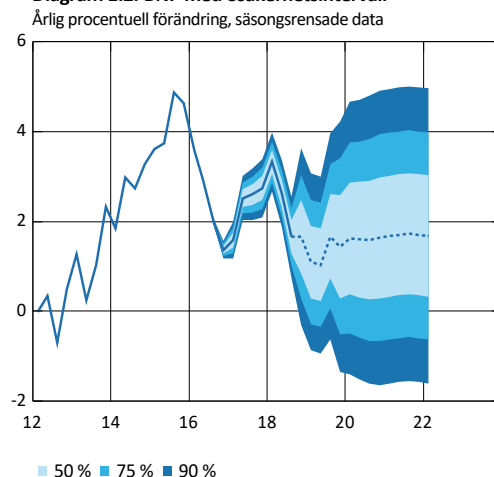
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall



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

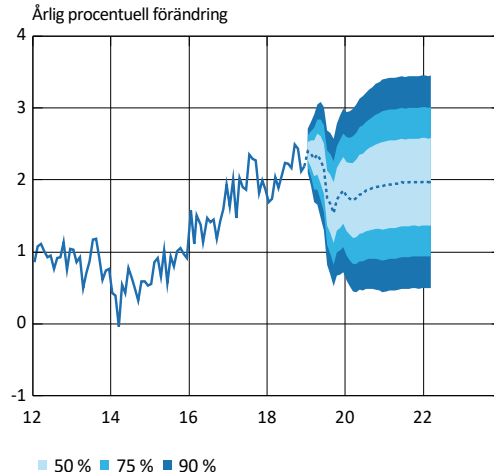
Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall



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



energipriserna dämpas och växelkursen långsamt stärks och därmed dämpar inflationen.

## Den aktuella penningpolitiken

Riksbankens penningpolitik med en negativ styrränta och omfattande köp av statsobligationer har haft ett tydligt genomslag på korta och långa marknadsräntor och på kronans växelkurs.<sup>2</sup> Penningpolitiken har bidragit till att inflationen och inflationsförväntningarna har etablerats nära 2 procent samt att konjunkturen är stark med fortsatt god utveckling på arbetsmarknaden.

### Konjunktur- och inflationsutsikterna står sig i huvudsak

Den information som kommit sedan den penningpolitiska rapporten i december har inte föranlett några större revideringar av de svenska konjunktur- och inflationsutsikterna. Dämpningen i både omvärldens och Sveriges BNP-tillväxt har skett ungefär som i Riksbankens prognos.

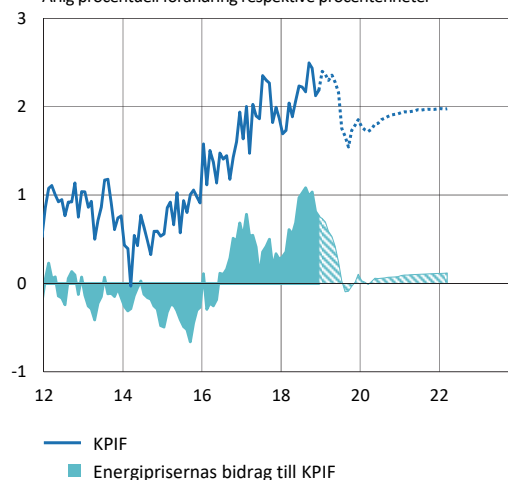
Osäkerheten om utvecklingen i den globala ekonomin är dock fortsatt stor. I euroområdet har det syns svaghets-tecken och prognosen för BNP-tillväxt och inflation är något nedreviderad. Frågetecknen kring Storbritanniens utträde ur EU har också ökat osäkerhet om tillväxten i omvärlden.

Med början i oktober har marknadsaktörer omprövat värderingen av olika finansiella tillgångar till följd av oro för att avmattningen i den globala konjunkturen kan bli mer påtaglig än vad man tidigare räknat med. Marknadsprissättningen tyder på att aktörerna tror att styrräntorna i omvärlden kommer att vara lägre framöver än vad de förväntade sig i slutet av förra året. Mjukare kommunikation från Federal Reserve och Europeiska centralbanken har bidragit till detta.

Även om indikatorer pekar på att framtidstron hos hushåll och företag har dämpats något även i Sverige kvarstår bilden av en stark svensk konjunktur. Utvecklingen på arbetsmarknaden har om något varit lite starkare än väntat med något högre sysselsättningstillväxt det fjärde kvartalet. Utfallen för löneökningstakten de allra senaste månaderna har också varit något högre än väntat och indikatorer pekar på att produktiviteten fortsätter utvecklas svagt. Detta indikerar fortsatt stigande kostnadstryck.

I december utvecklades inflationen i linje med prognosen, och förutsättningarna för att inflationen ska vara kvar nära 2 procent kommande år har inte förändrats i någon större utsträckning. Kronans växelkurs väntas förstärkas men är något svagare under prognosperioden jämfört med bedömningen i december. Prognosen för energipriserna är något uppreviderad men liksom tidigare väntas de öka i betydligt långsammare takt än de senaste åren. Båda dessa faktorer, en förstärkning av växelkursen och en långsammare ökningstakt i

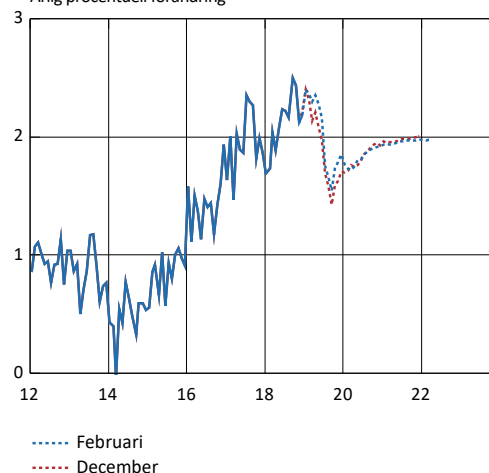
**Diagram 1:4. KPIF och bidrag från energipriser**  
Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



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

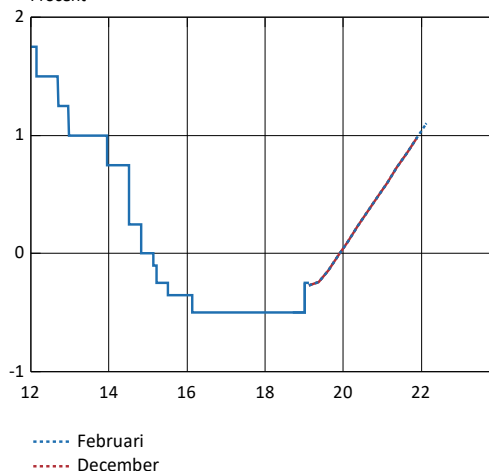
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:5. KPIF**  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:6. Reporänta**  
Procent



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

<sup>2</sup> För en analys av effekterna på bolåneräntor, se Erikson, H. och Vestin, D., "Pass-through at mildly negative policy rates: The Swedish Case", staff-memo januari 2019, Sveriges Riksbank.

energipriserna, kommer att dämpa inflationen framöver (se diagram 1:4). Men BNP-tillväxten har varit hög i flera år och detta väntas få ytterligare genomslag på kostnadstrycket, bland annat i form av något snabbare löneökningstakt. Utsikterna för inflationen mätt med KPIF exklusive energi är i stort sett oförändrade jämfört med prognosen i december. Prognosen för KPIF-inflationen är något uppreviderad 2019 till följd av något högre energipriser än i decemberprognosen (se diagram 1:5).

### Reporäntan kvar på **-0,25 procent**

Att få inflationen att stiga och stabiliseras nära inflationsmålet har krävt kraftig penningpolitisk stimulans. Efter en lång period med en styrränta på  $-0,50$  procent höjde Riksbanken reporäntan till  $-0,25$  procent i december (se diagram 1:6). Genomslaget på marknadsräntor som hushåll och företag möter har varit liknande det som skett i tidigare perioder då räntan höjts i Sverige.<sup>3</sup>

Den svenska konjunkturen är stark, sysselsättningsgraden är historiskt hög och arbetslösheten den lägsta på ett decennium. Såväl inflationen som inflationsförväntningarna har etablerats kring 2 procent (se diagram 1:7). Detta innebär att behovet av penningpolitisk stimulans har minskat och direktionen bedömer att reporäntan kommer att höjas de närmaste åren. Dessa räntehöjningar är förenliga med att inflationen förblir nära 2 procent.

Flera faktorer talar för att penningpolitiken behöver gå försiktigt fram, och därför dröjer det innan reporäntan höjs igen. Direktionen har beslutat att nu lämna reporäntan oförändrad på  $-0,25$  procent. Penningpolitiken fortsätter att vara expansiv och ge stöd åt konjunkturen.

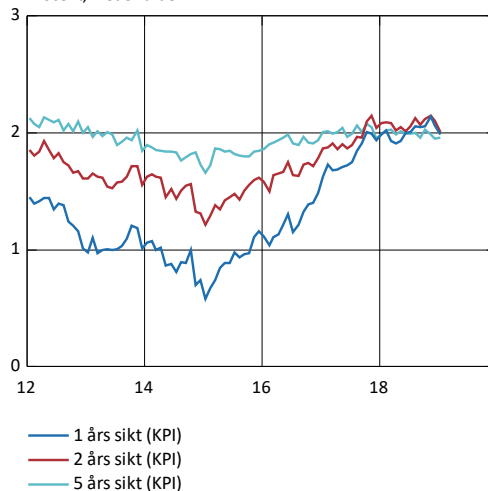
Liksom i december indikerar prognosen för reporäntan att nästa höjning sker under andra halvåret 2019, under förutsättning att konjunktur- och inflationsutsikterna står sig. Därefter väntas reporäntan höjas i långsam takt, ungefär två gånger per år med 0,25 procentenheter vid varje tillfälle. Den reala reporäntan väntas vara negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:8). Det finns dock osäkerhet kring både utvecklingen i omvärlden och styrkan i den inhemska konjunkturen. Det är konjunktur- och inflationsutsikterna som kommer att avgöra hur penningpolitiken utformas framöver.

Riksbankens innehav av statsobligationer uppgick i slutet av januari till nära 355 miljarder kronor i nominellt belopp (se diagram 1:9). Nettoköpen avslutades i december 2017, men tillsvidare återinvesteras förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen. I december 2017 beslutade också direktionen att återinvesteringarna av de stora förfall som sker under första halvåret 2019 ska fördelas jämnt under perioden från januari 2018 till juni 2019 (se diagram 1:10). Detta innebär att Riksbankens innehav av statsobligationer ökade tillfälligt under 2018 och fortsätter att göra så under början av

<sup>3</sup> Se fördjupningen "Vad brukar hända när reporäntan höjs" i penningpolitisk rapport oktober 2018.

**Diagram 1:7. Inflationsförväntningar bland penningmarknadens aktörer**

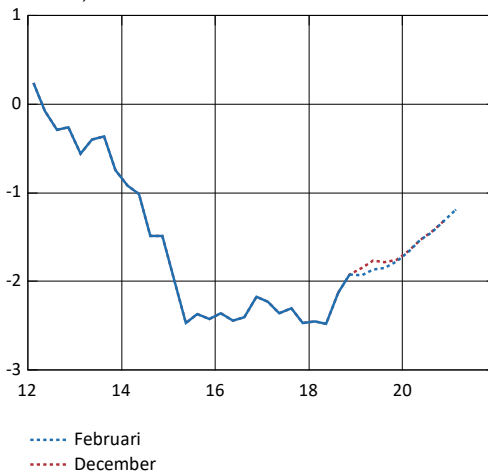
Procent, medelvärde



Källa: Kantar Sifo Prospera

**Diagram 1:8. Real reporänta**

Procent, kvartalsmedelvärden

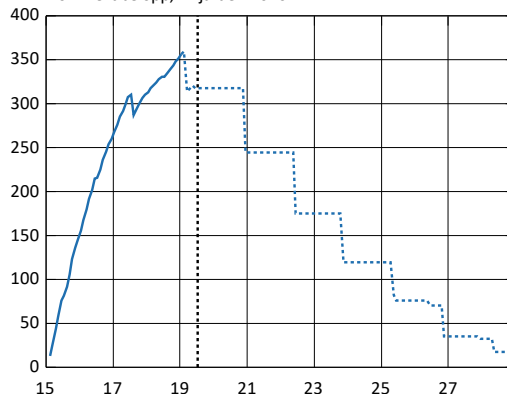


Anm. Den reala reporäntan är Riksbankens förväntade realränta, beräknad som ett medelvärde av Riksbankens reporänteprognos för det kommande året minus inflationsprognosen (KPIF) för motsvarande period. Utfall baseras på vid tidpunkten aktuella prognoser.

Källa: Riksbanken

**Diagram 1:9. Riksbankens innehav av statsobligationer**

Nominellt belopp, miljarder kronor



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

Källa: Riksbanken

2019. Ett stort förfall inträffar i mars, vilket gör att Riksbankens innehav då minskar (se diagram 1:9). Direktionen återkommer i samband det penningpolitiska mötet i april om hur framtida förfall kommer att hanteras.

I januari 2016 beslutade direktionen om ett mandat som underlättar att snabbt intervensera på valutamarknaden. Detta beslut fattades under helt andra omständigheter än dagens, i ett läge med inflation och inflationsförväntningar långt under 2 procent. En alltför snabb förstärkning av kronan sågs då som ett akut hot mot möjligheten att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Mandatet har förlängts ett flertal gånger sedan dess, men direktionen valde att inte förlänga mandatet ytterligare när det löpte ut den 12 februari i år.

## Osäkerhet och risker

Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra, vilket osäkerhetsintervallen i diagram 1:1–1:3 illustrerar. I Riksbankens prognoser är riskerna för en starkare respektive svagare utveckling i princip balanserade. Det är dock svårt att bedöma hur sannolika olika framtida händelser är och vilka konsekvenserna skulle bli om de inträffar. Det är inte heller självklart hur penningpolitiken ska förhålla sig till osäkerhet och risker. Det finns tillfällen då man i den penningpolitiska avvägningen kan vilja ta speciell hänsyn till vissa risker som bedöms kunna få särskilt stora konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen. Men vid andra tillfällen kan man behöva avvakta mer information innan penningpolitiken anpassas.

### Flera osäkerhetsfaktorer kring konjunkturutvecklingen i omvärlden och Sverige

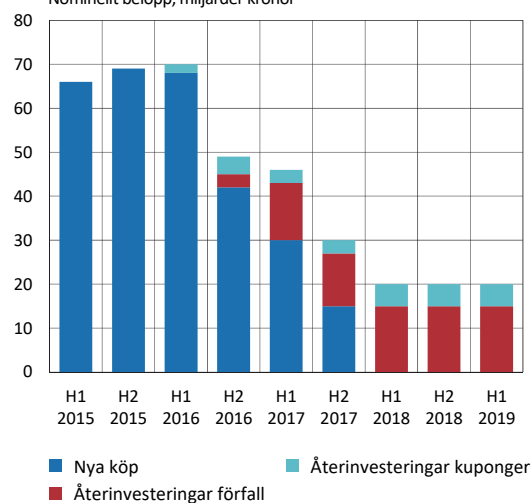
Sverige är en liten öppen ekonomi som påverkas i hög grad av utvecklingen i omvärlden. Konjunkturen i Europa har dämpats den senaste tiden. Tillväxten har försvagats betydligt i flera av de största ekonomierna i euroområdet, bland annat Tyskland, Frankrike och Italien. Riksbanken bedömer att detta delvis beror på tillfälliga faktorer, exempelvis effekten på produktionen av bilar till följd av förändrade regelverk för mätning av utsläpp.<sup>4</sup> Men det finns en risk för att utvecklingen avspeglar en mer bestående svaghet i konjunkturen.

Dessutom finns många av de tidigare osäkerhetsfaktorerna kvar, exempelvis handelskonflikten mellan USA och Kina, den ekonomiska utvecklingen i Italien samt effekterna av Storbritanniens utträde ur EU. När det gäller Storbritanniens utträde ur EU bedöms risken för ett utträde utan avtal ha ökat.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Se marginalrutan "Nya regler för mätning av bränsleförbrukning och avgasutsläpp dämpar bilproduktionen i Europa" i Penningpolitisk rapport, december 2018.

<sup>5</sup> Se marginalrutan "Storbritanniens utträde ur EU" i kapitel 4.

Diagram 1:10. Riksbankens köp av statsobligationer  
Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Utvecklingen för återinvesteringar från och med 2019 är en prognos och avser nominella belopp. De slutliga beloppen kommer att bero på aktuella marknadspriser.

Källa: Riksbanken

### Sidoeffekter av penningpolitiken

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

Låga räntor kan skapa incitament till ett för stort risktagande i ekonomin. Tillgångar kan bli övervärderade och risker felaktigt prissatta och olika aktörers skuldsättning kan öka på ett ohållbart sätt. Under en lång tid har uppgången i de svenska hushållens skuldsättning oroad. Uppgången beror bland annat på strukturella problem på bostadsmarknaden och på att realräntorna fallit trendmässigt i Sverige och omvärlden, men även den expansiva penningpolitiken har bidragit. Många år av snabbt stigande bostadspriser och kraftigt ökad skuldsättning har gjort hushållen känsliga för både prisfall på bostadsmarknaden och stigande räntekostnader. Det är därför angeläget att på olika sätt öka hushållens motståndskraft och begränsa riskerna med deras höga skuldsättning.

De finansiella marknadernas funktionssätt kan påverkas av negativ reporänta och statsobligationsköp. Hittills har marknaderna kunnat hantera negativ ränta relativt friktionsfritt. Men Riksbankens köp av statsobligationer har inneburit att en relativt stor andel av stocken inte finns tillgänglig för handel på marknaden. Det finns tecken på att det tar något längre tid att utföra transaktioner och i Riksbankens Finansmarknadsenkät uppger merparten av respondenterna att statsobligationsmarknaden fungerar dåligt. Riksgäldens återförsäljare bidrar dock positivt till likviditeten på marknaden.

De negativa räntorna har inte lett till ökad efterfrågan på kontanter. Värdet av utestående sedlar och mynt är avsevärt lägre nu än när reporäntan först blev negativ. Det är fortfarande bara en mindre del av inlåningen som sker till negativa räntor och då endast från vissa större företag och delar av offentlig sektor. Bankernas lönsamhet har inte heller minskat till följd av de låga och negativa räntorna. Tvärtom, de svenska bankernas lönsamhet har de senaste åren varit hög och stabil och deras resultat och utlåningskapacitet har inte påverkats nämnvärt. Eventuella sidoeffekter av negativ ränta borde dessutom bli mindre när reporäntan har börjat höjas.

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

I Sverige innebär utvecklingen på bostadsmarknaden en betydande risk. Efter att ha fallit under hösten 2017 har bostadspriserna återhämtat sig något det senaste året (se diagram 1:11). Enligt Riksbankens prognos kommer priserna fortsätta att stiga svagt och fallet i bostadsinvesteringar att bromsa in de kommande åren, men den framtida utvecklingen är fortsatt mycket osäker.

Riksbanken bedömer att hushållens disponibla inkomster fortsätter växa i god takt de kommande åren, trots att räntorna stiger något. Hushållens höga sparande bedöms sjunka något vilket också bidrar till en relativt god tillväxt i hushållens konsumtion framöver. Men den senaste tiden har konsumentförtroendet i Konjunkturinstitutets barometer sjunkit under en historiskt normal nivå. Det kan hänga samman med osäkerheten om utvecklingen på bostadsmarknaden. Om konsumentförtroendet fortsätter att sjunka finns en risk att sparatet förblir högt och att konsumtionen växer långsammare än i Riksbankens prognos.

### Inflationen kan bli både högre och lägre än Riksbankens prognos

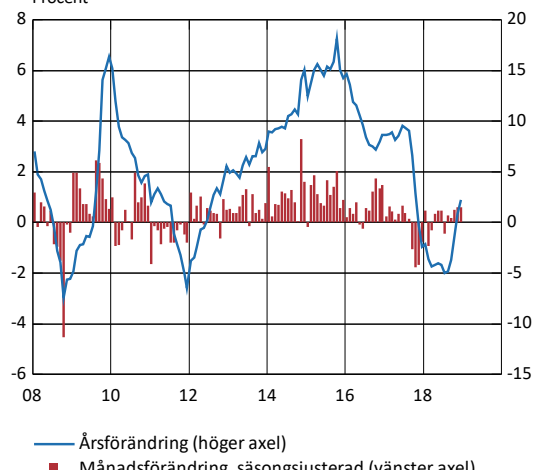
En annorlunda konjunkturutveckling i omvärlden och Sverige än i Riksbankens prognos skulle även påverka den svenska inflationsprognosen och kunna föranleda en annorlunda penningpolitik.

Även utvecklingen av den svenska kronan har betydelse för inflationen i Sverige men växelkursen är svår att prognostisera. Kronan kan bli både starkare och svagare än i Riksbankens prognos, men effekterna på inflationen av en starkare krona än i prognosen skulle vara besvärligare att hantera vid rådande räntenivåer.

En annan osäkerhetsfaktor rör utvecklingen av det inhemska kostnadstrycket. Att utväxlingen mellan konjunkturen och löneutvecklingen varit ovanligt svag de senaste åren medför en ökad osäkerhet kring löneprognosen.<sup>6</sup> Den låga ökningstakten i lönerna hänger till en del samman med att produktiviteten utvecklats svagt, vilket gjort att arbetskostnaderna per producerad enhet har ökat i en historiskt sett ganska hög takt de senaste åren.<sup>7</sup> Den senaste tiden har den svenska produktivetsutvecklingen varit påfallande svag, men Riksbankens bedömning är att den stiger något de kommande åren. En ihållande svag produktivetsutveckling innebär att det inhemska kostnadstrycket kan bli högre än väntat framöver.

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

Diagram 1:11. Bostadspriser enligt HOX Sverige  
Procent



Källor: Valueguard och Riksbanken

<sup>6</sup> Se fördjupningen "Phillipskurvan och penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport, juli 2018.

<sup>7</sup> Se även fördjupningen "Utvecklingen av svenska arbetskostnader i ett internationellt perspektiv".

lägre inflation bedöms fortfarande förtjäna särskilt stor uppmärksamhet.

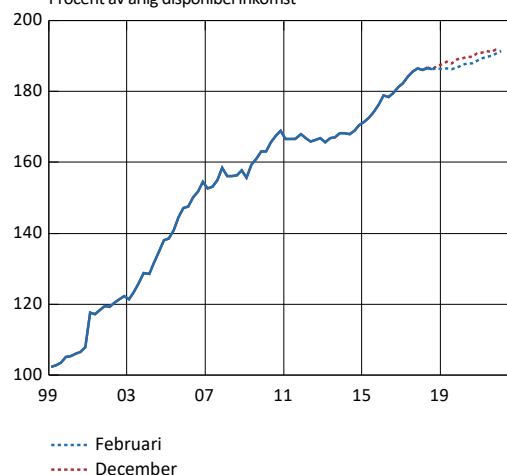
### Riskerna förknippade med hushållens skuldsättning måste hanteras

Trots den osäkra utvecklingen på bostadsmarknaden har hushållens skulder fortsatt att öka, även om ökningstakten bedöms avta något de kommande åren (se diagram 1:12). De högt skuldsatta hushållen är inte bara känsliga för stigande räntor utan även för flera andra typer av ändrade ekonomiska förutsättningar, exempelvis sjunkande bostadspriser och stigande arbetslöshet. Finansinspektionens amorteringskrav, som syftar till att begränsa antalet hushåll med höga skulder i förhållande till bostadens värde och inkomsten, är ett bra exempel på åtgärd för att minska riskerna förknippade med hushållens skuldsättning.

Men för att komma tillrätta med de strukturella problemen på den svenska bostadsmarknaden krävs framför allt åtgärder inom bostads- och skattepolitiken. Exempel på tänkbara åtgärder är att se över hyressättningssystemet, beskattningen av kapitalvinster vid bostadsförsäljningar, fastighetskatten och ränteavdragen.<sup>8</sup>

Diagram 1:12. Hushållens skulder

Procent av årlig disponibel inkomst



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

Källor: SCB och Riksbanken

<sup>8</sup> Utkastet till den sakpolitiska överenskommelsen mellan Socialdemokraterna, Miljöpartiet, Centerpartiet och Liberalerna innehåller förslag på reformer av den svenska bostadsmarknaden i form av fri hyressättning vid nybyggnation, ett avskaffande av räntan på uppskovsbelopp vid bostadsförsäljningar samt förenklingar och förkortningar av planprocessen för att göra byggandet snabbare och billigare. Förslagen utgör steg i rätt riktning, även om en hel del arbete återstår innan konkreta åtgärder kan komma på plats.

## KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Signalerna om utsikterna för världskonjunkturen fortsätter att vara blandade och bidrar till osäkerhet på de globala finansiella marknaderna. Jämfört med i höstas är aktiepriserna lägre, riskpremierna högre och finansiella förhållanden i omvärlden har blivit stramare. Den ekonomiska utvecklingen på många håll i världen är dock fortfarande god och centralbankerna kommunicerar att penningpolitiken framöver successivt behöver bli mindre expansiv. Marknadsaktörerna väntar sig lägre styrräntenivåer än vad de gjorde i december samtidigt som aktiepriserna har återhämtat sig något och riskpremierna har sjunkit tillbaka. De finansiella förhållandena i Sverige har stramats åt men är fortsatt expansiva och ger stöd till den ekonomiska utvecklingen.

### Utvecklingen internationellt

#### Fortsatta svängningar på de finansiella marknaderna

Med start i oktober har marknadsaktörer omprövat värderingen av olika finansiella tillgångar. Aktiepriser i Sverige och i omvärlden har fallit, riskpremier i form av ränteskillnader mellan riskfyllda och säkra tillgångar har ökat och mått på förväntad volatilitet som kan beräknas från finansiella instrument har stigit. Räntor på statsobligationer har sjunkit samtidigt som förväntningar om framtida styrräntor har reviderats ned.

Omprövningen beror på allt större osäkerhet om den framtida ekonomiska utvecklingen och på oro för att konjunkturavmattningen kan bli mer påtaglig än vad man tidigare räknat med. De finansiella förhållandena i omvärlden har blivit något stramare sedan i höstas. Också de finansiella förhållandena i Sverige har blivit något stramare än i fjol mot bakgrund av högre reporänta, högre räntor på riskfyllda obligationer och lägre aktiepriser. De finansiella förhållandena i Sverige är dock fortsatt mer expansiva än normalt och ger stöd till den ekonomiska utvecklingen.

#### Förväntningar om långsammare styrräntehöjningar i omvärlden

Vid det penningpolitiska mötet i december höjde Federal Reserve intervallet för styrräntan till 2,25–2,50 procent som marknadsaktörerna hade väntat sig. Medianprognos för styrräntan bland policyledamöterna i den amerikanska centralbanken justerades ned från tre till två höjningar under 2019 och, som tidigare, innehöll prognosen en ytterligare höjning under 2020.

Tabell 2:1.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i december
Marknadsaktörernas förväntningar på nivån på framtida styrräntor har sjunkit i USA och euroområdet men är ungefär oförändrade i Sverige.
Statsobligationsräntorna har sjunkit i omvärlden och i Sverige.
Kronans växelkurs är något svagare än prognosen i december.
Aktieindex har stigit något, både i Sverige och i omvärlden, sedan december.
Kortare marknadsräntor samt utlåningsräntor till hushållen har ökat.
Tillväxten i bankernas utlåning till hushållen har dämpats något medan utlåningen till icke-finansiella företag fortsätter att växa i ungefär samma takt som i höstas.

#### 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.



Som marknadsaktörerna hade väntat sig höll Federal Reserve intervallet för styrräntan oförändrat vid det penningpolitiska mötet i januari. Även om inga nya prognoser publicerades så förmedlade Federal Reserve att penningpolitiken beror på den ekonomiska utvecklingen och att man kontinuerligt prövar sin plan mot ny information. Marknadsaktörerna tolkade kommunikationen som att Federal Reserve kan komma att ompröva behov av framtida styrräntehöjningar och takten i utvecklingen av obligationsinnehavet ifall omständigheterna skulle kräva detta.

Den förväntade styrräntenivån som avspeglas i marknadspriserna har reviderats ner sedan i höstas. I oktober indikerade prissättningen att man väntade sig höjningar av räntan ungefär som i Federal Reserves medianprognos. Sedan dess har prissättningen periodvis varierat men tyder nu på att aktörerna ser det som mer sannolikt att nästa förändring av styrräntan blir en sänkning snarare än en höjning.

Den Europeiska centralbanken (ECB) har fortsatt att förmedla sin avsikt att hålla styrräntorna på de nuvarande nivåerna åtminstone över sommaren i år, och vid årsskiftet avslutades nettoköpen av obligationer. Vid det penningpolitiska mötet i januari betonade ECB att riskerna för en sämre utveckling för euroområdet ekonomi har ökat. Prissättningen tyder på att marknadsaktörerna väntar sig att ECB höjer styrräntorna i en långsammare takt än vad man väntade sig i höstas och att en första höjning av inlåningsräntan med 10 punkter sker under det första halvåret 2020 (se diagram 2:1).

Risken för att Storbritannien lämnar EU utan något utträdesavtal har ökat och marknadsaktörerna väntar sig att Bank of England höjer styrräntan i en långsammare takt än det man väntade sig i höstas. Den förväntade växelkursvolatiliteten för det brittiska pundet har också stigit sedan dess.

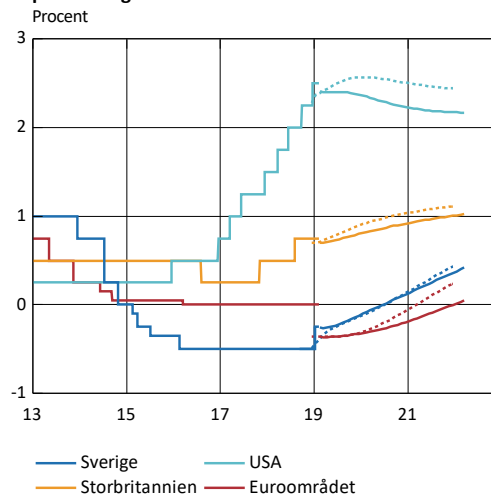
### Lägre statsobligationsräntor speglar oro för konjunkturavmattning

Statsobligationsräntorna i många länder har sjunkit jämfört med i höstas (se diagram 2:2). Nedgången speglar oron för lägre ekonomisk tillväxt och förväntningar om lägre styrräntenivåer. I tider med högre osäkerhet är det vanligt att efterfrågan på säkrare tillgångar ökar. Detta torde också ha bidragit till att obligationsräntorna sjunkit.

Räntorna på reala obligationer har inte sjunkit lika mycket som räntorna på nominella obligationer. Detta talar för att inflationsförväntningarna har reviderats ned. Den här utvecklingen är särskilt tydlig i USA men har även skett i Europa. En bidragande orsak till de lägre inflationsförväntningarna kan vara att oljepriset sjunkit den senaste tiden.

Inom euroområdet har ränteskillnaderna mot de tyska obligationsräntorna varit relativt oförändrade sedan i höstas. Undantaget är ränteskillnaderna mellan italienska och tyska statsobligationer som sjunkit sedan oktober (se diagram 2:3). De italienska räntorna har sjunkit från en hög nivå efter att EU-kommissionen godkände den italienska budgeten.

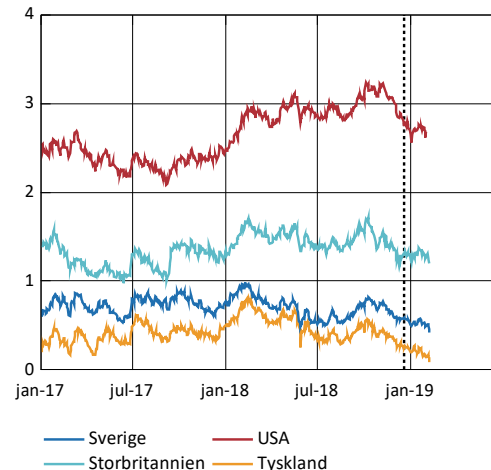
**Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning**



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan (för euroområdet referäntan). Heltäckande linjer avser 2019-02-08, streckade linjer avser 2018-12-19.

Källor: Nationella centralbanker, Macrobond och Riksbanken

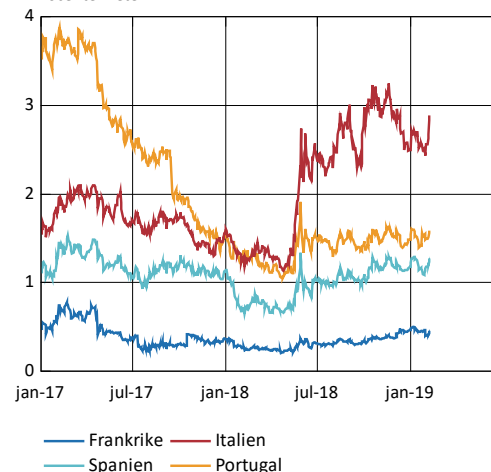
**Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid**



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

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

**Diagram 2:3. Ränteskillnader mot Tyskland, 10 år**



Anm. Ränteskillnaderna avser 10-åriga benchmarkobligationer.

Källa: Macrobond

### Högre riskpremier och volatilitet på tillgångsmarknaderna

De senaste åren har värderingen av aktier varit hög. I takt med en högre osäkerhet om utvecklingen i världskonjunkturen sjönk priserna på aktiemarknaderna i slutet av förra året (se diagram 2:4). Även efter den senaste tidens återhämtning är aktiepriserna lägre jämfört med i höstas. I USA är aktiepriserna i förhållande till de förväntade vinsterna ungefär i linje med de historiska genomsnitten.

Sedan december har förväntad volatilitet som kan beräknas från finansiella instrument sjunkit tillbaka men förblivit på högre nivåer än tidigare (se diagram 2:5). Eftersom osäkerheten om utsikterna för världskonjunkturen sannolikt kommer kvarstå tills vidare är det rimligt att tro att volatiliteten kommer vara runt dagens nivåer en tid framöver. Prissättningen av finansiella instrument som mäter förväntad volatilitet på längre sikt stödjer den bilden.

Riskpremier, som speglas i ränteskillnaderna mellan obligationer med olika grader av risk, har stigit jämfört med i fjol. I USA är dock ränteskillnaderna fortfarande lägre än historiska genomsnitt och har dessutom sjunkit tillbaka sedan december (se diagram 2:6).

### Mindre expansiva finansiella förhållanden i omvärlden

Utvecklingen på finansiella marknader de senaste åren har varit präglad av låga riskpremier och låg volatilitet. En bidragande orsak till denna utveckling har varit att omvärldens centralbanker bedrivit en mycket expansiv penningpolitik. När centralbankerna nu gör penningpolitiken mindre expansiv, om än i olika takt, är det naturligt att riskpremier och volatilitet normaliseras på det sätt som har skett de senaste månaderna.

Federal Reserve höjde sin styrränta i december och fortsätter att minska sitt obligationsinnehav. Marknadsaktörerna räknar också med att flertalet centralbanker för en mindre expansiv penningpolitik framöver. Jämfört med i höstas är aktiepriser lägre, och volatilitet och riskpremier är högre. Även om statsobligationsräntor har sjunkit så bedöms de finansiella förhållandena i omvärlden ha blivit något stramare de senaste månaderna.

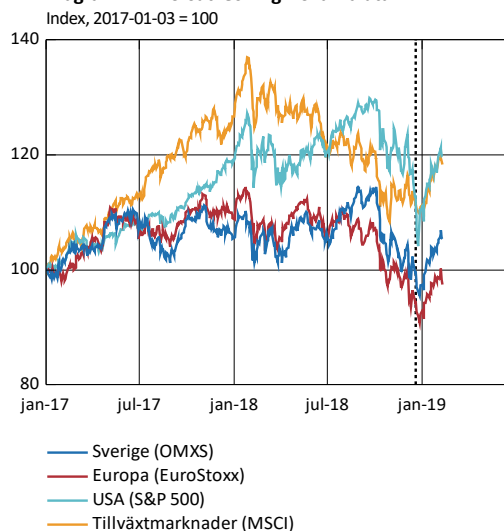
## Finansiella förhållanden i Sverige

### Väntat genomslag av penningpolitiken

I samband med höjningen av reporäntan i december har genomslaget på marknadsräntor till hushåll och företag möter stämt väl överens med genomslaget i de tidigare perioderna då räntan höjts i Sverige.<sup>9</sup> Sedan december har räntorna ökat ungefär i samma utsträckning som reporäntan höjts (se diagram 2:7) och även de listade boräntorna har stigit (se diagram 2:8).

<sup>9</sup> Se fördjupningen "Vad brukar hända när reporäntan höjs" i penningpolitisk rapport oktober 2018.

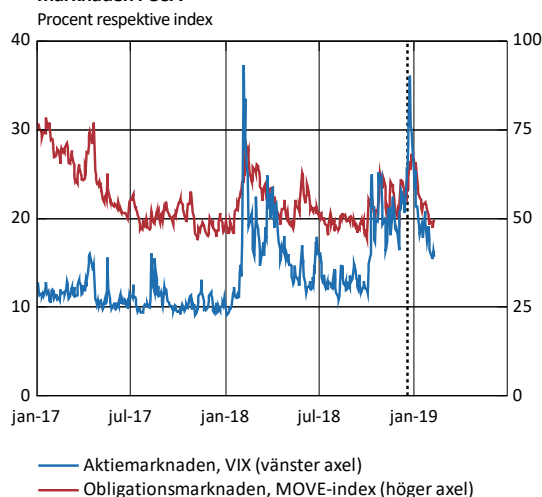
Diagram 2:4. Börsutveckling i lokal valuta



Anm. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i december.

Källa: Macrobond

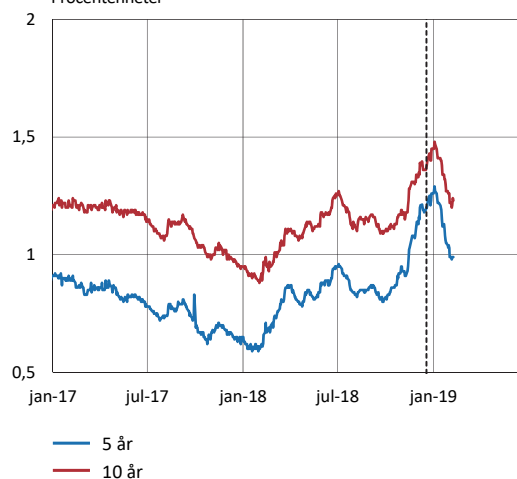
Diagram 2:5. Volatilitetsindex för aktie- och obligationsmarknaden i USA



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

Källor: Chicago Board Operations Exchange och Merrill Lynch

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



Anm. Ränteskillnaden avser 5-åriga respektive 10-åriga benchmarkobligationer. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i december.

Källa: Macrobond



Till skillnad från utvecklingen i omvärlden har marknadsaktörernas förväntningar på den framtida reporäntan varit relativt oförändrade sedan december (se diagram 2:1). Liksom tidigare finns det en skillnad mellan Riksbankens reporäntebana och förväntningarna enligt marknadsprissättningen (se diagram 2:9). Prissättningen tyder på att marknadsaktörerna räknar med att reporäntan höjs gradvis, men i en något långsammare takt än i Riksbankens prognos. De marknadsaktörer som svarar på Prosperas enkät räknar däremot med att reporäntan kommer att höjas ungefär på det sätt som antas i Riksbankens prognos (se diagram 2:9).

Sedan december har räntorna på statsobligationer i Sverige sjunkit något (se diagram 2:2). Till skillnad mot i USA och i euroområdet har skillnaden mellan räntorna på svenska företagsobligationer och statsobligationer varit ungefär oförändrade.

De finansiella förhållandena i Sverige har stramats åt något sedan december, framförallt som en följd av Riksbankens höjning av styrräntan i december. Bedömningen är dock att förhållandena är fortsatt expansiva och ger stöd till den ekonomiska utvecklingen.

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

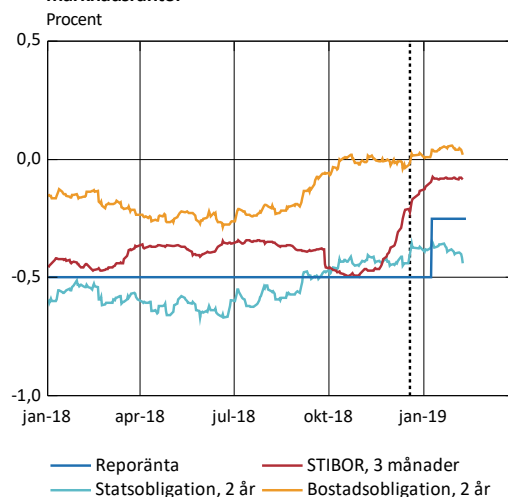
De senaste åren har omsättningen på den svenska statsobligationsmarknaden sjunkit. Detta beror delvis på finansiella regleringar men även på att Riksbankens obligationsköp har minskat mängden obligationer som marknadsaktörerna aktivt kan handla med.

Enligt Finansmarknadsenkäten som Riksbanken publicerade i december ansåg cirka två tredjedelar av de svarande som är aktiva på den svenska räntemarknaden att statsobligationsmarknaden fungerar dåligt men andra marknader där aktörerna kan hantera ränterisk ansågs fungera bra. Riksbankens veckovisa omvända auktioner för svenska statsobligationer fungerar väl.

### Kronan är något svagare än prognosen i december

I konkurrensviktade termer var kronans växelkurs förhållandevis stabil under hösten men sedan årsskiftet har den försvagats (se diagram 2:10). Kronan har utvecklats något svagare än Riksbankens prognos i december. Försvagningen har skett i samband med publicering av svensk makrostatistik som har varit sämre än vad marknaden förväntade sig.

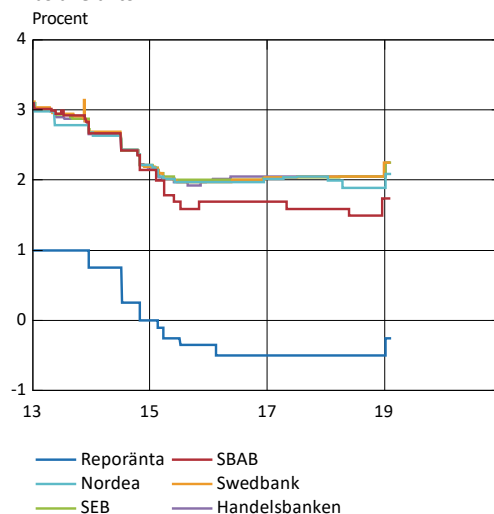
**Diagram 2:7. Reporäntan, interbankräntor och marknadsräntor**



Anm. Nollkupongräntor är beräknade från statsobligationer och bostadsobligationer. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i december.

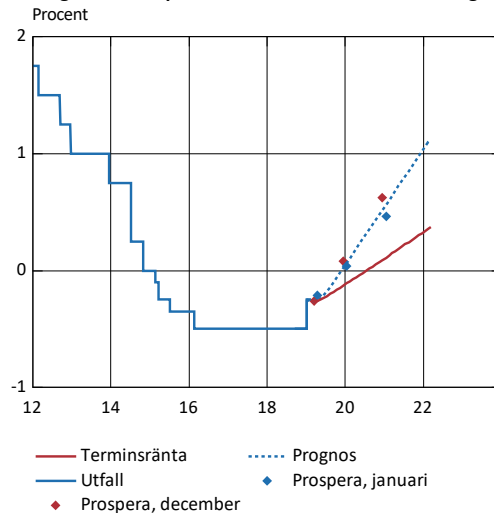
Källor: Macrobond och Riksbanken

**Diagram 2:8. Reporäntan och listade tre månaders bolåneräntor**



Källor: Macrobond och Riksbanken

**Diagram 2:9. Reporänta och marknadens förväntningar**



Anm. Terminsräntan avser 2019-02-08 och är ett mått på förväntad reporänta. Prospera-enkätens visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer 2018-12-13 respektive 2019-01-23.

Källor: Macrobond, Kantar Sifo Prospera och Riksbanken

### Bostadsfinansieringsinstitutet annonserar höjningar av sina utlåningsräntor

Sedan höjningen av reporäntan i december har flertalet bostadsfinansieringsinstitut höjt sina listade bolåneräntor (se diagram 2:8). De faktiska utlåningsräntorna till hushåll och företag tenderar att följa reporäntan väl. Höjningen av reporäntan syns ännu inte i den senast publicerade statistiken, men de stigande listräntorna tyder på att de faktiska räntorna kommer att följa reporäntan även denna gång (se diagram 2:11). Andelen nya bolån som tas till räntor med bindningstid upp till tre månader har fallit från cirka 80 till runt 70 procent den senaste tiden.

Räntorna på de längre obligationer som banker och bostadsfinansieringsinstitut finansierar sig genom har inte ökat nämnvärt efter att reporäntan har höjts. Bankerna har fortsatt goda villkor för att finansiera utlåning till hushållen. Men de korta marknadsräntorna har ökat och bankernas finansieringskostnader har därmed stigit. I och med avmattningen på bostadsmarknaden och förväntningar om stigande lånekostnader fortsätter tillväxttakten för utlåningen till hushållen att dämpas (se diagram 2:12).

Utlåningen till icke-finansiella företag fortsätter att växa i ungefär samma takt som i höstas (se diagram 2:12). Företagen lånar dessutom i allt högre grad direkt på kapitalmarknaderna, exempelvis genom att emittera företagsobligationer. Denna del av upplåningen motsvarar nu mer än en tredjedel av företagets totala skulder. En bidragande orsak är att räntorna på denna upplåningsform fortfarande är relativt låga.

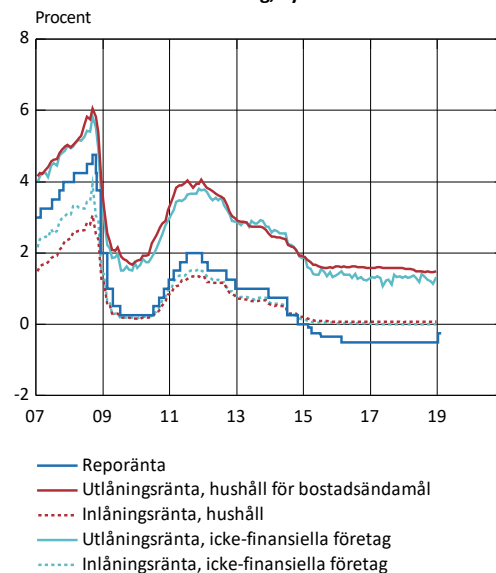
Diagram 2:10. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX Index, 1992-11-18 = 100



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

Källor: Nationella källor och Riksbanken

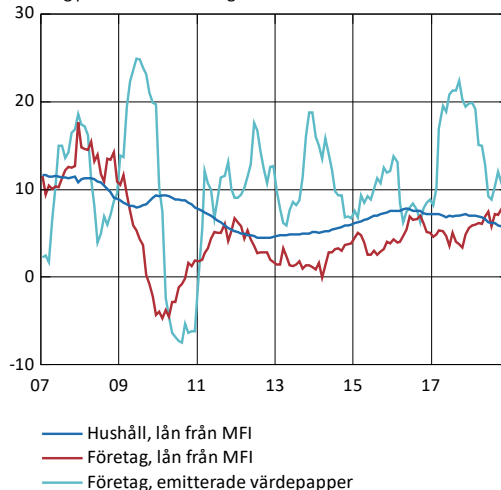
Diagram 2:11. Reporänta samt genomsnittlig in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:12. 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)

## KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Efter flera år av återhämtning, med hög BNP-tillväxt och snabbt sjunkande arbetslöshet, har världskonjunkturen gått in i en fas med mer dämpad BNP-tillväxt. I Sverige sjönk BNP under tredje kvartalet men väntas åter ha ökat i god takt under fjärde kvartalet 2018. BNP-tillväxten under de senaste och närmast kommande kvartalen bedöms dock sammantaget vara något under sitt historiska genomsnitt. Många företag vittnar fortsatt om brist på arbetskraft och resursutnyttjandet i ekonomin är högre än normalt. I december var inflationen 2,2 procent, vilket var i linje med Riksbankens prognos. Inflationen har nu legat nära målet på 2 procent i över två års tid. De flesta mått på underliggande inflation var fortsatt något under 2 procent i december, men indikatorer för prisutvecklingen pekar på en uppgång den närmaste tiden. De kommande månaderna väntas KPIF-inflationen fortsatt ligga strax över 2 procent.

### Inflationen i Sverige

#### Inflationen 2,2 procent i december

I december steg inflationen mätt med KPIF till 2,2 procent (se diagram 3:1). Detta var i linje med Riksbankens prognos från den penningpolitiska rapporten i december. Även KPIF-inflationen exklusive energipriser steg, till 1,5 procent, vilket också var i linje med prognosen från december. En högre öknings-takt i både varu- och tjänstepriser bidrog till uppgången.

Det starka konjunkturläget i Sverige har bidragit till att inflationen har stigit gradvis sedan 2014 och nu är över 2 procent. Samtidigt har kostnadstrycket, mätt som arbetskostnad per producerad enhet, ökat i snabbare takt de senaste åren. Snabbt stigande energipriser och en svagare krona har också bidragit till inflationsuppgången.

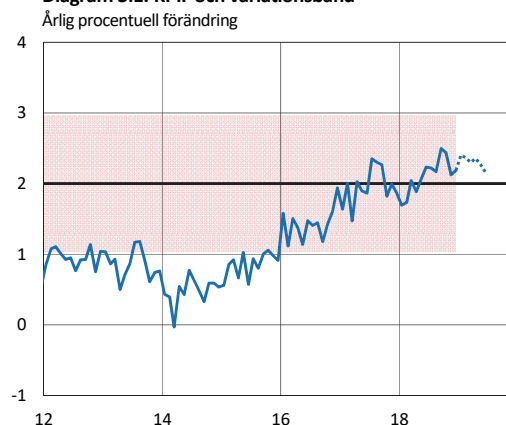
En del av inflationsutvecklingen bedöms bero på tillfälliga prisvariationer. För att uppskatta nivån på den mer varaktiga delen av den uppmätta inflationstakten kan man studera olika mått på underliggande inflation, som exkluderar eller minskar betydelsen av priser som varierar kraftigt.<sup>10</sup> Riksbankens olika mått på underliggande inflation indikerar att den varaktiga delen av inflationstakten är något lägre än den uppmätta KPIF-inflationen. Medianen för samtliga mått som Riksbanken beräknar och publicerar löpande uppgick till 1,6 procent i december (se diagram 3:2). Två av de mått som framstår som mest användbara i en utvärdering är UND24 och KPIFPC. UND24, som ger större vikt åt undergrupperna i KPIF med mindre volatila prisförändringstakter, uppgick till 1,7 procent i december. KPIFPC, som bygger på gemensamma trender bland undergrupperna, var 1,6 procent.

Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR december	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 2,2 procent och KPIF exklusive energi 1,5 procent i december.	KPIF-inflationen blev 2,2 procent och KPIF exklusive energi 1,5 procent.
BNP-tillväxten 1,6 procent fjärde kvartalet.	Indikatorer tyder på en utveckling starkare än prognosen.
Arbetslösheten 6,1 procent och sysselsättningstillväxten 2,8 procent fjärde kvartalet.	Arbetslösheten blev 6,2 procent och sysselsättningstillväxten blev 3,0 procent

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

Diagram 3:1. KPIF och variationsband



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

Källor: SCB och Riksbanken

<sup>10</sup> Se fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation" i Penningpolitisk rapport oktober 2018. En del av de ingående måtten har ett medelvärde som avviker från KPIF sedan 1995. Denna avvikelse har dock inte varit stabil över tid och behöver inte bestå framöver.

### Inflationen fortsatt över 2 procent i början av 2019

Den starka konjunkturen väntas fortsätta att bidra positivt till inflationen framöver. Ökningstakten i såväl tjänste- som varu- och livsmedelspriserna bedöms stiga något de närmaste månaderna. Högre hyreshöjningar, effekter av tidigare kronförsvagningar och stigande livsmedelspriser till följd av sommarens torka bidrar till att KPIF-inflationen exklusive energi stiger från 1,5 procent till nära 2 procent (se diagram 3:3). Samtidigt väntas ökningstakten i energipriserna minska vilket innebär att KPIF-inflationen ligger kvar strax över 2 procent under perioden (se diagram 3:1).

Prisökningstakten på importerade varor har stigit i producentledet när kronan försvagats, men även ökningstakten i hemmamarknadspriserna har stigit något de senaste månaderna. Enligt Konjunkturbarometern förväntar sig betydligt fler företag än normalt, i synnerhet inom handeln, att priserna ska öka de närmaste tre månaderna (se diagram 3:4).

Riksbankens modellprognos, som sammanfattar informationen från ett stort antal modeller och indikatorer, tyder på att inflationen mätt med KPIF exklusive energi kommer att stiga under första halvåret av 2019 (se diagram 3:3). Högre hyreshöjningar nästa år och högre ökningstakt i livsmedelspriserna till följd av sommarens torka, vilket inte fullt ut fångas av modellerna, samt en ny metod för att mäta tandvårdskostnader i KPI från och med 2019 (se marginalruta ”Ny metod för att mäta tandvårdskostnader påverkar inflations-takten 2019”), är faktorer som bidrar till att Riksbankens prognos ligger högre än modellprognosen.

Prognosen för inflationen mätt med KPIF exklusive energi under början av 2019 är i stort sett oförändrad jämfört med prognosen i december. KPIF-inflationen har däremot justerats upp något jämfört med decemberprognosen. Detta eftersom elpriserna nu väntas bli något högre än i prognosen från december. KPIF-inflationen väntas fortsatt ligga kvar över 2 procent under början av 2019 (se diagram 3:1).

### Inflationsförväntningarna nära 2 procent

Inflationsförväntningarna, enligt enkätsvar, ligger sedan drygt ett år nära 2 procent på samtliga horisonter (se diagram 1:7). Enligt Prosperas månadsundersökning sjönk visserligen förväntningarna marginellt på 1 och 2 års sikt bland penningmarknadens aktörer i januari. Men på fem års sikt var förväntningarna oförändrade. På fem års sikt förväntas inflationen, mätt enligt KPI, vara 2,0 procent. De långsiktiga inflationsförväntningarna för KPIF är något lägre och uppgick bland penningmarknadsaktörerna till 1,9 procent. Enligt prissättningen på finansiella instrument har de långsiktiga inflationsförväntningarna sjunkit de senaste månaderna, i linje med utvecklingen internationellt, och ligger nu strax under 2 procent.

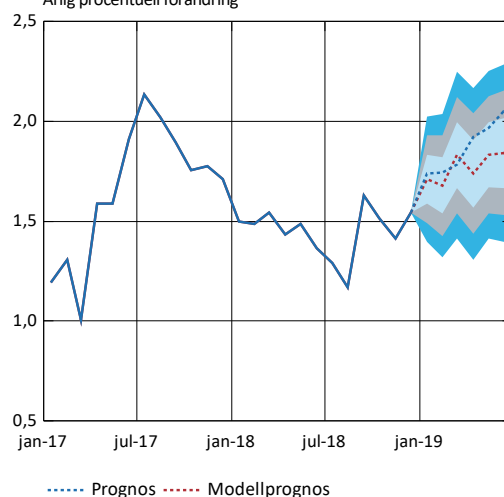
**Diagram 3:2. KPIF och olika mått på underliggande inflation**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Linjen avser KPIF. 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). Den röda punkten avser medianvärdet i december 2018 för måtten på underliggande inflation.

Källor: SCB och Riksbanken

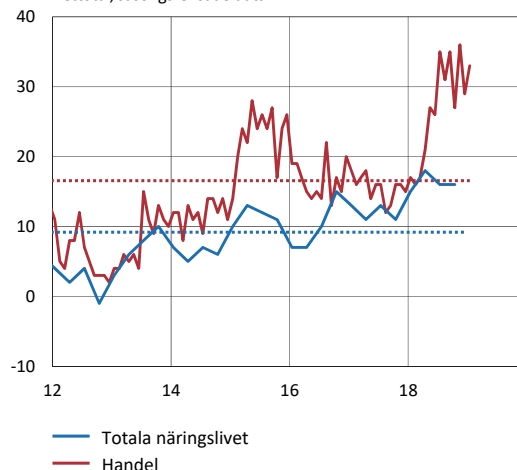
**Diagram 3:3. KPIF exklusive energi, modellprognos med osäkerhetsintervall**  
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:4. Prisplaner inom näringslivet och handeln**  
Nettotal, säsongrensade data



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

Källa: Konjunkturinstitutet

## Global och svensk konjunktur

### Hög efterfrågan i USA, men ökad osäkerhet om den globala konjunkturen

Osäkerheten om vart den globala konjunkturen är på väg är fortsatt stor. Världshandeln har utvecklats relativt svagt under 2018 och i november steg den med endast 0,7 procent jämfört med motsvarande månad året innan. Samtidigt har exportorderingen dämpats. Förtroendet i termer av inköpschefsindex och konsumentförtroende har sjunkit något och volatiliteten på finansiella marknader har stigit. BNP-tillväxten i euroområdet är mer dämpad sedan i somras, men BNP-tillväxten i USA är fortsatt god.

BNP i euroområdet ökade med 0,9 procent under fjärde kvartalet jämfört med tredje kvartalet uppräknat till årstakt (se diagram 3:5). Liksom under tredje kvartalet påverkades sannolikt tillväxten negativt av tillfälliga faktorer. Exempelvis har nya regler för hur avgasutsläpp och bränsleförbrukning ska mätas gett upphov till omställningsproblem hos vissa bilproducenter. Bilproduktionen är lägre och nybilsregistreringarna färre än vad ordergång och efterfrågeindikatorer antyder. En gradvis återhämtning i produktionen för att möta efterfrågan väntas dock de närmaste månaderna. Förtroendet bland företag och hushåll har dämpats betydligt jämfört med för ett år sedan, men indikerar alltjämt positiv tillväxt (se diagram 3:6). Hushållens konsumtionsutrymme har dock ökat på senare tid. Dels har inflationen sjunkit i spåren av lägre energipriser, dels finns tydliga tecken på att den starkare arbetsmarknaden har inneburit att lönerna har stigit (se diagram 3:7). Mot bakgrund av detta, samt att problemen i bilindustrin minskar, väntas BNP-tillväxten i euroområdet stiga under första kvartalet 2019.

BNP i USA väntas ha ökat med 2,5 procent under fjärde kvartalet jämfört med tredje kvartalet uppräknat till årstakt (se diagram 3:5). Detta är en inbromsning i BNP-tillväxten jämfört med tredje kvartalet. Hushållen väntas fortsatt att ha konsumerat i god takt och i hög grad bidra till BNP-tillväxten. Arbetsmarknaden är stark och sysselsättningen ökar snabbt samtidigt som lönerna stiger i en snabbare takt (se diagram 3:7). Förtroendet bland både hushåll och företag har dämpats något, men är fortsatt på en hög nivå. Tillväxten väntas fortsätta att dämpas något under det första kvartalet bland annat till följd av den utdragna nedstängningen av statsförvaltningen.

### Långsamt stigande inflationstryck i omvärlden

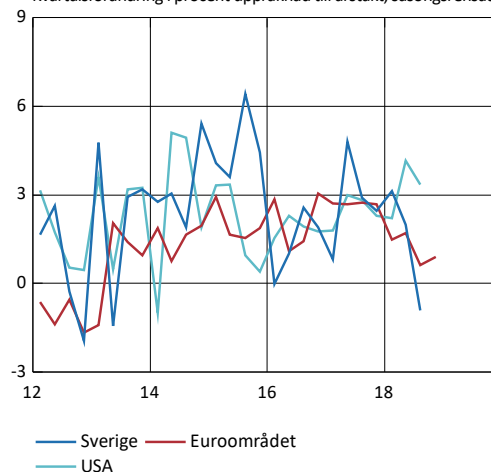
Nedgången i oljepriset under slutet av förra året bidrar till att inflationstakten nu sjunker något i omvärlden. Den underliggande inflationen, som i de flesta länder mäts med inflationstakten exklusive energi- och livsmedelspriser, väntas däremot stiga något i omvärlden de kommande kvartalen men förblir relativt måttlig.

### Ny metod för att mäta tandvårdskostnader påverkar inflationstakten 2019

Varje år gör SCB vissa förändringar i beräkningarna av KPI och så även inför 2019. De flesta ändringarna bedöms få små effekter på den uppmätta inflationen under 2019. Förändringen av beräkningen av tandvårdskostnader kommer dock att påverka inflationstakten under året. Ändringen innebär att i stället för att utgå från vårdgivarnas priser så kommer SCB att notera vad patienterna faktiskt betalar. Detta medför att mätningen nu får ett tydligt säsongsmonster vilket tidigare inte varit fallet. Anledningen till detta är det allmänna tandvårdsbidraget som fylls på i juli varje år. Alla som går till tandläkaren i juli har alltså tillgång till detta stöd, men senare under året och i början på nästa år har vissa redan använt sitt stöd och priset de själva måste betala är då högre. Detta kommer att leda till att det uppmätta priset faller kraftigt i juli för att sedan stiga successivt under resten av årets månader. Förändringen kommer att påverka inflationstakten under hela 2019, men främst under juli–september då inflationstakten bedöms bli drygt 0,1 procentenheter lägre än vad den annars skulle ha blivit. För 2020 och framåt kommer metodförändringen inte längre att påverka inflationstakten.

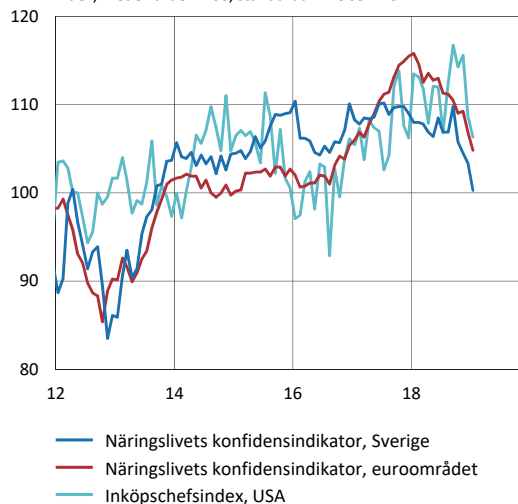
Diagram 3:5. BNP i Sverige och omvärlden

Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och SCB

Diagram 3:6. Konfidensindikatorer i Sverige och omvärlden  
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



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

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

I euroområdet sjönk inflationen i januari enligt preliminära siffror till 1,4 procent då både energi- och en del livsmedelspriser dämpades. Den underliggande inflationen, som rensas för dessa delar, steg något till 1,1 procent. Den underliggande inflationen är alltså fortsatt låg, men väntas stiga gradvis framöver mot bakgrund av sjunkande arbetslöshet och stigande löneökningstakt.

I USA sjönk inflationen något i december till 1,9 procent. Underliggande inflation, mätt med KPI exklusive energi och livsmedel, uppgick i december till 2,2 procent. Inflationen väntas ligga kvar nära 2 procent under början av året.

### Dämpad svensk tillväxt

Efter en tillfällig nedgång i svensk BNP under tredje kvartalet väntas BNP åter ha ökat i god takt under fjärde kvartalet 2018. BNP-tillväxten under de senaste och närmast kommande kvartalen bedöms dock sammantaget vara under sitt historiska genomsnitt. Det är framför allt inhemsk efterfrågan, i form av bostadsinvesteringar och hushållens konsumtion, som dämpar tillväxten under denna period.

Månadsstatistiken för efterfrågan och produktionen, som är central för SCB:s beräkning av BNP-tillväxten, finns tillgänglig för hela fjärde kvartalet. Den tyder på relativt snabb tillväxt efter den mycket svaga utvecklingen under det tredje kvartalet. Samtidigt tyngs utsikterna av den fortsatta nedgången i bostadsinvesteringarna, som bedöms ha dämpat tillväxten betydligt mot slutet av 2018 och under inledningen av 2019.

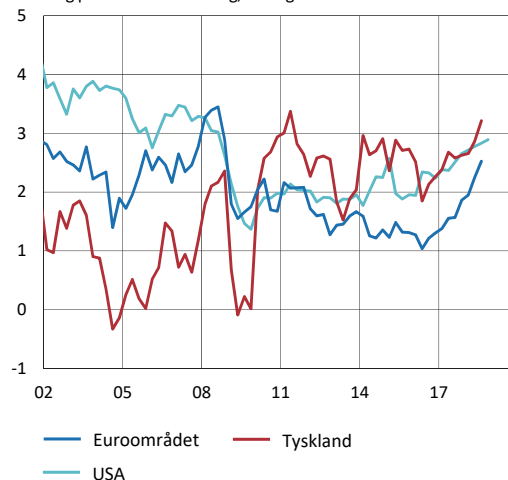
Inköpen av personbilar och lätta lastbilar har åter ökat efter att regeländringar i Sverige och Europa bidragit till en svag konsumtionsutveckling under hösten. Hushållens konsumtion väntas i och med detta ha ökat ungefär i normal takt fjärde kvartalet, trots att omsättningen i detaljhandeln utvecklats svagt. Sammantaget bedöms konsumtionstillväxten ha utvecklats relativt svagt under andra halvåret 2018.

Trots en försämring under hösten är förtroendet fortsatt relativt gott bland företagen medan hushållen är mer pessimistiska än normalt. Konjunkturinstitutets barometerindikator, som väger samman förtroendet bland hushåll och företag, var starkare än normalt under fjärde kvartalet men sjönk i januari och ligger nu nära sitt historiska genomsnitt (se diagram 3:8). Förtroendet i industrin enligt Inköpschefsindex, som var något lägre än normalt under fjärde kvartalet efter en tydlig nedgång i december, var i stort sett oförändrat i januari.

Riksbankens modellprognos för BNP-tillväxten på kort sikt bygger på en sammanvägning av information från både förtroendeindikatorerna och månadsstatistiken för produktion och efterfrågan. Modellprognosen indikerar att BNP växer med drygt 3 procent fjärde kvartalet jämfört med närmast föregående kvartal, uppräknat till årstakt (se diagram 3:9). Riksbanken väger även in andra faktorer i prognoserna på kort sikt, men den sammantagna bedömningen är att BNP växer ungefär i linje med modellprognosen. Till viss del beror detta på det svaga tredje kvartalet, och tillväxttakten dämpas

Diagram 3:7. Arbetskostnad per anställd

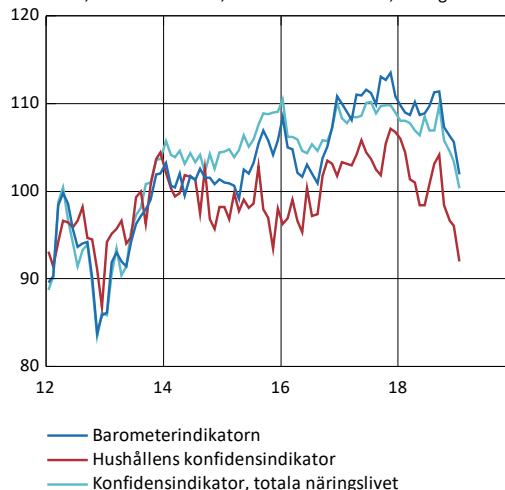
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Källor: Bureau of Labor Statistics och ECB

Diagram 3:8. Konfidensindikatorer

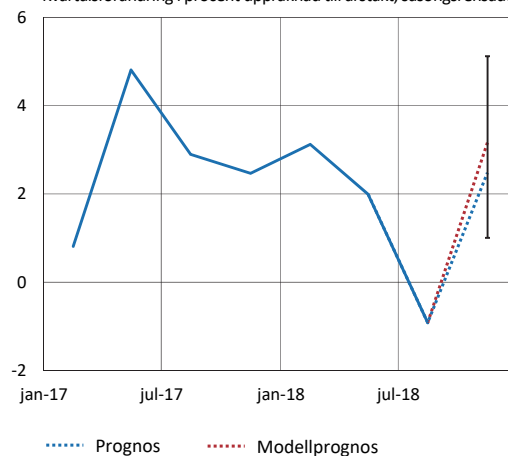
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10, säsongrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:9. BNP, modellprognos och osäkerhetsintervall

Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

åter första kvartalet 2019 till drygt 1 procent, bland annat till följd av den svagare utvecklingen av bostadsinvesteringarna.

### Fortsatt gynnsam utveckling på arbetsmarknaden

Fortsatt hög efterfrågan på arbetskraft innebar att antalet sysselsatta ökade påtagligt under 2018 och sysselsättningsgraden är nu på en historiskt sett mycket hög nivå. Antalet i arbetskraften ökade också, dock inte lika snabbt som sysselsättningen, vilket fick arbetslösheten att falla till den lägsta nivån på tio år. Under fjärde kvartalet var arbetslösheten 6,2 procent.

Den svenska arbetsmarknaden är dock tudelad. Så kallade utsatta grupper, exempelvis utomeuropeiskt födda och personer utan gymnasieutbildning, har en förhållandevis svag anknytning till arbetsmarknaden. Det senaste årets starka utveckling har dock inneburit att antalet inskrivna arbetslösa hos Arbetsförmedlingen som tillhör dessa grupper har minskat (se diagram 3:10). De utsatta grupperna utgör dock fortfarande 75 procent av de arbetslösa. Eftersom dessa grupper i genomsnitt har svårare än andra att få ett arbete, försvaras en fortsatt nedgång i arbetslösheten.

I det korta perspektivet pekar indikatorer på att efterfrågan på arbetskraft är fortsatt god (se diagram 3:11). Sysselsättningen och arbetskraften väntas därför fortsätta att öka i relativt god takt under inledningen av 2019 och arbetslösheten väntas vara i stort sett oförändrad.

### Högt resursutnyttjande i ekonomin

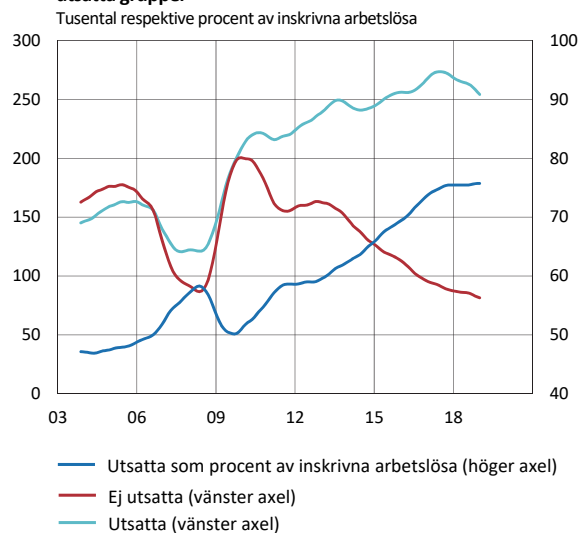
Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar utvecklingen av löner och priser, med en viss eftersläpning. Resursutnyttjandet i ekonomin kan dock inte mätas exakt. För att kunna göra en bedömning följer Riksbanken därför en mängd olika indikatorer.

I nuläget är kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin, enligt både Konjunkturinstitutet och SCB, högt ur ett historiskt perspektiv. Samtidigt uppger många företag att de har brist på arbetskraft. Bristtalen är höga inom samtliga branscher inom näringslivet (se diagram 3:12). I viss utsträckning är de höga bristtalen en följd av att sysselsättningen ökar snabbt, men även andra indikatorer pekar på att mängden lediga resurser på arbetsmarknaden är liten. Bland annat är vakansgraden, som mäter antalet obemannade jobb som behöver tillsättas omedelbart, på en hög nivå samtidigt som den genomsnittliga rekryteringstiden i näringslivet är lång. Sammantaget bedömer Riksbanken att resursutnyttjandet i ekonomin är högre än normalt, vilket stöds av Riksbankens indikator för resursutnyttjandet (se diagram 3:13).

### Långsamt stigande löneökningstakt

Löneökningstakten steg förra året. Enligt preliminär konjunkturlönestatistik ökade lönerna i hela ekonomin med i genomsnitt 2,6 procent i årstakt fram till november 2018, vilket är en ökning från 2,3 procent för samma period året innan. Det är

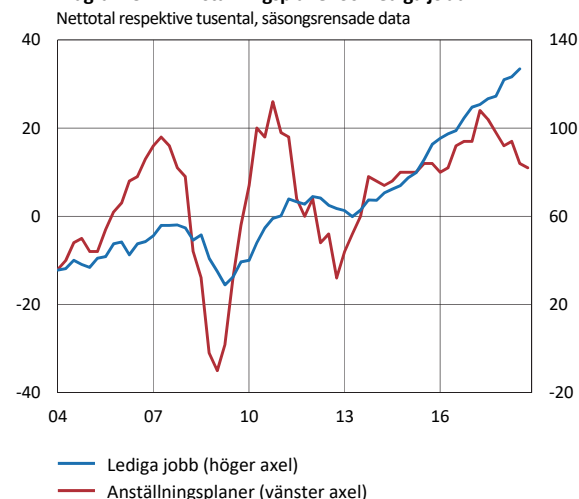
**Diagram 3:10. Inskrivna arbetslösa fördelat på utsatta och ej utsatta grupper**



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

Källa: Arbetsförmedlingen

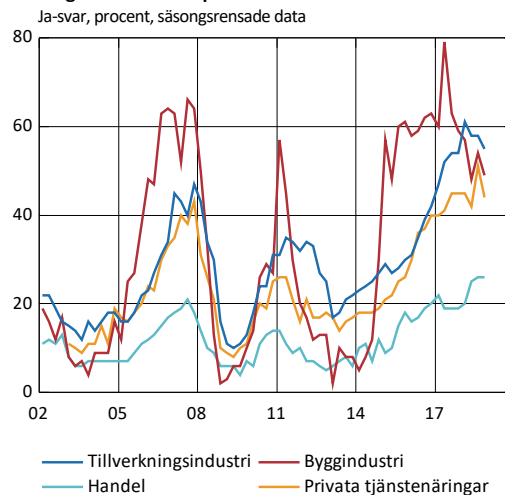
**Diagram 3:11. Anställningsplaner och lediga jobb**



Anm. Anställningsplaner avser förväntningar om antal anställda i näringslivet på tre månaders sikt.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

**Diagram 3:12. Brist på arbetskraft**

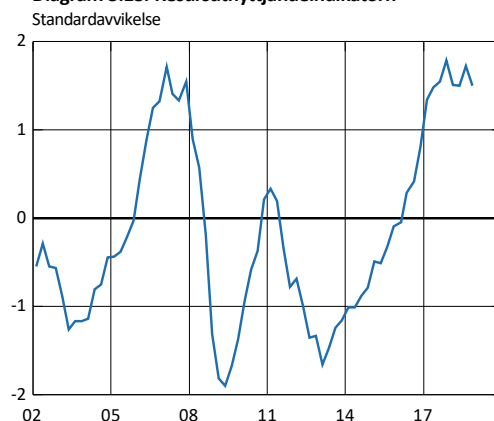


Anm. Byggingusti avser andel företag som angett brist på arbetskraft som främsta hindret för ökat byggande. Övriga branscher avser andelen företag som svarat ja på frågan om det råder brist på arbetskraft.

Källa: Konjunkturinstitutet

även något högre än bedömningen i den penningpolitiska rapporten i december vilket följer av att de preliminära siffrorna för 2018 reviderades upp i och med det senaste utfallet. Uppgången var särskilt tydlig inom näringslivet (se diagram 3:14). Löneutfallen enligt nationalräkenskaperna är vanligen mer volatila. Men även dessa tyder på att löneökningstakten var snabbare de tre första kvartalen under fjolåret än vad den var i genomsnitt 2017. Löneökningstakten väntas fortsätta stiga ytterligare under de närmaste kvartalen i takt med att det starka arbetsmarknadsläget fortsätter att sätta avtryck i löneökningstakten.

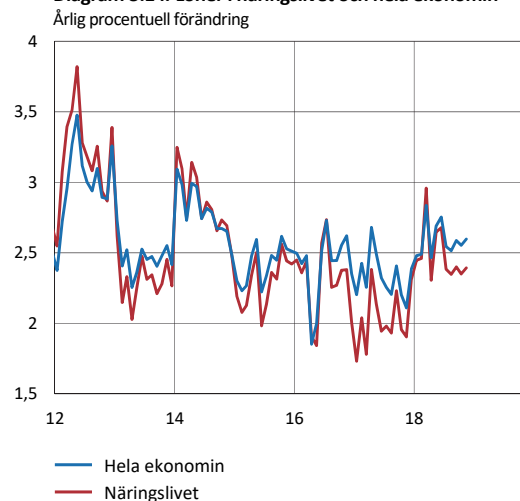
**Diagram 3:13. Resursutnyttjandeindikatorn**



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. Löner i näringslivet och hela ekonomin**



Anm. Medlingsinstitutets prognos på definitivt utfall december 2017–november 2018.

Källa: Medlingsinstitutet



## KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Den globala återhämtningen och låga räntor har bidragit till ett allt starkare svenskt konjunkturläge de senaste åren. Då allt fler ekonomier uppnår fullt resursutnyttjande och penningpolitiken långsamt blir mindre expansiv går konjunkturen i omvärlden in i ett skede med lägre tillväxt. Inflationen i omvärlden dämpas i år till följd av en nedgång i oljepriset, men samtidigt bidrar en hög efterfrågan på arbetskraft och stigande löner till högre inflation på sikt. Läget på svensk arbetsmarknad är starkt och löneökningstakten väntas stiga framöver. De kommande åren bidrar gradvisa höjningar av reporäntan till att konjunkturläget i svensk ekonomi normaliseras och till att kostnadstrycket stiger i en takt som är förenlig med inflationsmålet. KPIF-inflationen bedöms vara kring 2 procent under prognosperioden. Detta är i princip samma bedömning som i den penningpolitiska rapporten i december.

### Omvärlden

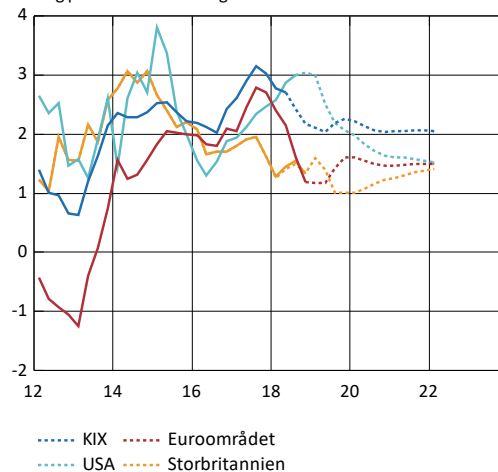
#### Lägre tillväxt i omvärlden

Den handelsviktade tillväxten i omvärlden har dämpats de senaste kvartalen efter en period av hög tillväxt. Utvecklingen med mera normala tillväxttakter väntas fortsätta och under 2020 och 2021 växer KIX-vägd BNP med drygt 2 procent per år (se diagram 4:1). Tillväxten i importen bland världens utvecklade ekonomier har bromsat in under 2018. En tydlig dämpning i företagens exportordergång indikerar dessutom att ingen snabb återhämtning för världshandeln sker inom det närmaste halvåret. Inbromsningen sker dock efter en förhållandevis stark konjunktur de senaste åren, då efterfrågan på flera håll har vuxit i god takt och resursutnyttjandet därmed har stigit. Förra året bedöms svensk exportmarknad ha vuxit med knappt 4 procent. Framöver väntas tillväxttakten sjunka ner mot 3,5 procent, vilket är i linje med den genomsnittliga tillväxttakten under de senaste tio åren.

Formerna för Storbritanniens utträde ur EU utgör en osäkerhetsfaktor för tillväxten i omvärlden. Svårigheterna att i brittiska parlamentet få gehör för regeringens överenskommelse med EU innebär att risken har ökat för att Storbritannien lämnar EU i mars i år utan ett avtal (se marginalruta "Storbritanniens utträde ur EU").

Den pågående handelskonflikten mellan USA och flera andra länder utgör en annan osäkerhet för de internationella konjunkturutsikterna. De höjningar av tullar på kinesisk import som tidigare aviserats till årsskiftet har USA:s regering skjutit upp till mars. Förhandlingarna mellan de båda ländernas regeringar om de framtida handelsrelationerna har sedan dess fortsatt. De hittills genomförda tullhöjningarna bedöms dock endast få marginella effekter på den globala tillväxten. Däremot syns redan förändringar i handelsmönster i såväl Kina som USA.

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



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

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

### Stark konjunktur i USA

Konjunkturen i USA är fortsatt stark. BNP-tillväxten är hög, delvis till följd av de ökningar av offentliga utgifter och skattesänkningar som tidigare beslutats av kongressen. På senare tid har förtroendet hos både hushåll och företag dämpats något, men det befinner sig fortsatt på nivåer över historiska medelvärden. För hushållen kan denna dämpning delvis förklaras av den partiella nedstängningen av den amerikanska statsapparaten. Svårigheterna för parterna att komma överens indikerar också att förhandlingarna som väntas senare i vår om höjning av skuldtaket kan komma att bli utdragna. Det finns även en viss osäkerhet om utvecklingen på bostadsmarknaden, där försäljningen av bostäder har dämpats under 2018.

BNP väntas ha ökat med nästan 3 procent under 2018, men svårigheter för företagen att få tag på personal i kombination med att både finans- och penningpolitiken blir mindre expansiv de kommande åren bidrar till att tillväxten väntas bli lägre framöver (se diagram 4:1). BNP-tillväxten väntas bli 2,4 procent i år för att sedan gradvis dämpas till 1,6 procent 2021.

Arbetsmarknaden är stark och arbetslösheten är runt 4 procent (se diagram 4:2). Det höga resursutnyttjandet bidrar till att löneökningstakten fortsätter att stiga. Företagens arbetskostnader per anställd ökar nu med nästan 3 procent i årstakt (se diagram 3:7).

### Tillfällig inbromsning i euroområdet

I och med att BNP-tillväxten blev något svagare än väntat fjärde kvartalet förra året och anpassningsproblemen i bilindustrin hållit i sig lite längre än väntat har prognosen för BNP-tillväxten för 2019 reviderats ned. Anpassningsproblemen väntas lösas den närmaste tiden och BNP-tillväxten förutses stiga de närmaste kvartalen för att därefter återgå till normal takt de närmaste åren (se diagram 4:1). Penningpolitiken är expansiv och kreditvillkoren har överlag förbättrats. Tillväxttakten i konsumtion och investeringar dämpas visserligen något de närmaste åren i takt med att uppdämda behov tillgodoses, men BNP väntas ändå växa i relativt god takt, med ungefär 1,5 procent per år 2019–2021. Tillväxten bedöms bli tillräckligt hög för att arbetslösheten ska fortsätta att sjunka något. Detta bidrar till att hålla uppe löneökningstakten under prognosperioden.

### Expansiv ekonomisk politik i Kina

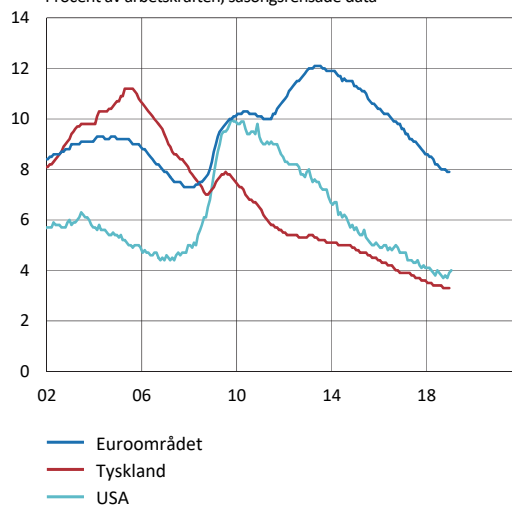
Tillväxten i Kina för helåret 2018 dämpades till 6,6 procent från 6,9 procent året innan, vilket var i linje med regeringens tillväxtmål på runt 6,5 procent. Den lägre tillväxten beror på att den inhemska efterfrågan dämpats då tillväxten i både investeringar och konsumtion har avtagit under det gångna året. En bidragande orsak till den lägre tillväxten är att

### Storbritanniens utträde ur EU

I december förra året kom Storbritanniens regering och företrädare för EU överens om villkoren för landets utträde ur unionen. Överenskommelsen innebar att Storbritannien under en övergångsperiod fram till och med 31 december 2020 skulle vara kvar i den inre marknaden och i EU:s tullunion. Den 15 januari valde emellertid en majoritet av de brittiska parlamentsledamöterna att förkasta förslaget till överenskommelse. Den 29 januari röstade en majoritet i parlamentet för att man önskar att se ett ordnat utträde ur EU. Parlamentet röstade också för att riva upp överenskommelsen med EU. Parlamentet vill förhandla om överenskommelsen i syfte att säkerställa att en eventuell tullunion med EU endast är en temporär lösning. Dessa krav har den brittiska regeringen tidigare försökt få gehör för men utan resultat.

Om Storbritannien inte skulle få gehör för sina krav är osäkerheten stor vad gäller landets utträde ur EU, då ledamöterna i det brittiska parlamentet är splittrade i sin syn. Eftersom det råder tydligt delade meningar om vad som är bästa alternativet till ett avtalslöst utträde är det sannolikt svårt att enas om ett förslag. Detta bedöms innebära att risken för ett avtalslöst utträde har ökat. I ett scenario då utträdet sker utan en uppgörelse skulle tillväxten påverkas negativt, framför allt i Storbritannien. Ett avtalslöst utträde skulle sannolikt påverka handeln, utländska direktinvesteringar och produktiviteten negativt. Det skulle sannolikt också påverka de finansiella marknaderna. EU har därför aviserat att man vid ett avtalslöst utträde kommer att vidta åtgärder för att ska det vara kontinuitet i finansiell handel mellan EU och Storbritannien. Enligt Bank of England skulle pundet sannolikt försvagas vid ett avtalslöst utträde och räntor till hushåll och företag stiga.<sup>11</sup> Lägre tillväxt, stigande arbetslöshet och högre inflation skulle bli följden på kort sikt. Detta skulle kunna leda till att såväl Sverige som flera andra länder i euroområdet, i synnerhet de som har nära handelsförbindelser med Storbritannien, också påverkas negativt.

Diagram 4.2: Arbetslöshet i olika länder och regioner  
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



Källa: OECD

<sup>11</sup> Bank of England, "EU withdrawal scenarios and monetary and financial stability", A response to the House of Commons Treasury Committee, November 2018.

kinesiska myndigheter fört en mer åtstramande politik sedan 2017 med fokus på en mer hållbar ekonomisk utveckling och finansiell stabilitet.

Sedan 2018 har en del externa faktorer bidragit till att riskerna har ökat i den kinesiska ekonomin. Framför allt har handelskonflikten med USA skapat problem även om de negativa effekterna hittills delvis har motverkats av att den kinesiska valutan har försvagats gentemot den amerikanska. Det finns också en risk att konflikten trappas upp ytterligare om förhandlingarna mellan Kina och USA inte ger resultat innan den första mars, den tidsfrist som USA satt upp för att inte höja tullarna ytterligare.

För att kompensera för de ökade riskerna har de kinesiska myndigheterna indikerat att de vill föra en mer expansiv ekonomisk politik med bland annat ytterligare skattesänkningar för att stimulera den inhemska efterfrågan. Penningpolitiken har också lagts om i mer expansiv riktning i och med att reservkraven på bankerna har sänkts i flera steg under det gångna året. Trots stimulanserna väntas en dämpad kreditväxt och ett svagt konsumentförtroende bidra till en lägre tillväxt i år. Tillväxten väntas var omkring 6 procent 2019–2021.

#### Återhämtning i priset på råolja

Världsmarknadspriset på råolja har stigit något den senaste månaden till cirka 60 dollar per fat efter att ha fallit kraftigt under hösten. Återhämtningen beror bland annat på att OPEC och Ryssland avser att minska produktionen av olja efter att flera viktiga oljeproducerande länder, framför allt USA, ökat produktionen under slutet av 2018. Vid sidan om detta kan en mildare ton i handelskonflikten mellan USA och Kina också ha verkat för ett högre oljepris. Införda sanktioner mot Venezuelas oljeexport kan på kort sikt komma att leda till högre oljepriser. Å andra sidan bidrar oro kring den globala konjunkturen och i synnerhet utvecklingen i Kina till att tynga oljepriset. Terminalspriserna på olja indikerar att oljepriset förväntas ligga kvar kring 60 dollar per fat framöver (se diagram 4:3).

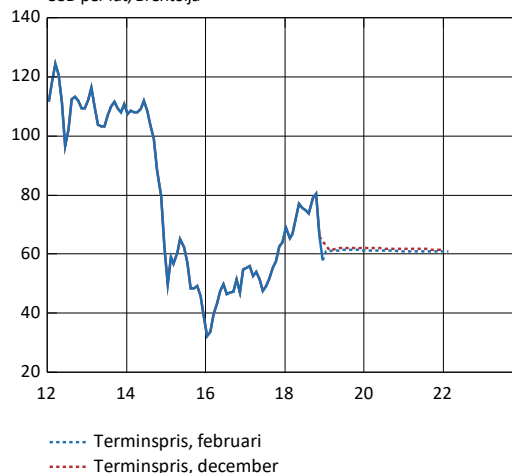
#### Långsamt stigande kostnadstryck i omvärlden

Trots uppgången i år är oljepriset lägre än det var i början av 2018, vilket bidrar till att dämpa inflationen i omvärlden på kort sikt (se diagram 4:3 och 4:4). I år väntas KPI-inflationen i USA bli lägre än i fjol, men 2020 och 2021 väntas konsumentpriserna åter stiga med drygt 2 procent per år (se diagram 4:4). De senaste årens starka amerikanska arbetsmarknad bidrar till att löneökningstakten och företagets kostnader för arbetskraft nu stiger snabbare. Enligt prognosen fortsätter kostnadstrycket att vara jämförelsevis högt, vilket bidrar till att hålla uppe inflationen. Den underliggande inflationen är nära 2 procent och prognosen är att den ska förbli så under de kommande åren.

Det lägre oljepriset innebär att även inflationen i euroområdet sjunker i år, men därefter bidrar ett högre kostnadstryck till att inflationen åter blir högre. (se diagram 4:4). En

**Diagram 4:3. Pris på råolja**

USD per fat, Brentolja

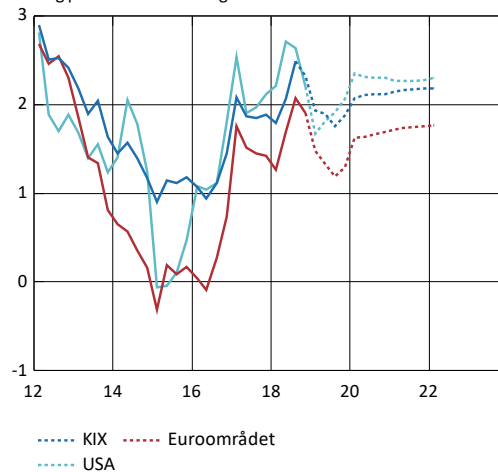


Anm. Terminalspriserna är beräknade som ett 15-dagars genomsnitt. Utfallet avser månadsgenomsnitt av spotpriser.

Källor: Macrobond och Riksbanken

**Diagram 4:4. KPI i olika länder och regioner**

Årlig procentuell förändring

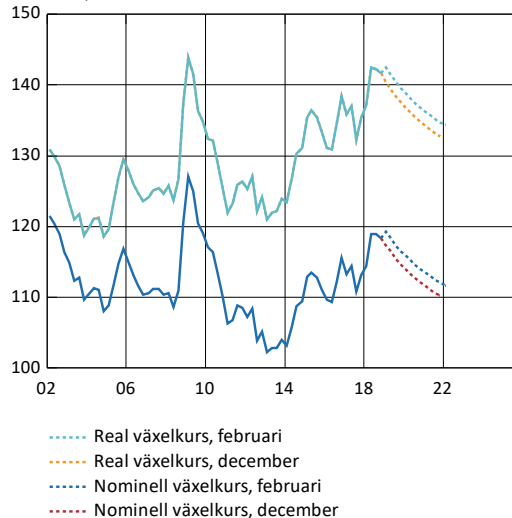


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

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

**Diagram 4:5. Real och nominell växelkurs, KIX**

Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Real växelkurs är beräknad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

starkare arbetsmarknad med löner som ökar snabbare väntas leda till att kärninflationen, mätt som HIKP exklusive energi- och livsmedelspriser, stiger gradvis från drygt 1 procent i dagsläget till strax under 2 procent i slutet av prognosperioden.

### Kronan stärks de kommande åren

Den svenska kronan har försvagats något under inledningen på året och bedöms förbli något svagare än i prognosen från december även på längre sikt. Men Riksbanken bedömer fortsatt att kronans reala växelkurs är svagare än vad som motiveras av långsiktiga faktorer som till exempel produktivitetstvecklingen i Sverige jämfört med omvärlden.<sup>12</sup> Osäkerheten kring den handelspolitiska och ekonomiska utvecklingen i omvärlden, liksom låga svenska räntor, är möjliga bidragande orsaker. Eftersom den reala växelkursen är svag jämfört med nivåer som motiveras av långsiktiga faktorer så talar detta för att kronan kommer att stärkas framöver. (se diagram 4:5).

## Sverige

### Arbetskraftsutbudet växer långsammare

Den långsiktiga utvecklingen av produktivitet och arbetskraftsutbud är viktig för att skaffa sig en uppfattning om tillväxtpotentialen i ekonomin. Under de senaste åren har befolkningen i arbetsför ålder vuxit snabbare än normalt (se diagram 4:6). Detta är en faktor bakom att utbudet på arbetskraft har ökat kraftigt. De kommande åren sjunker tillväxten i den arbetsföra befolkningen eftersom den inrikes födda befolkningen blir i genomsnitt äldre samtidigt som invandringen antas vara lägre. Det leder i sin tur till att utbudet på arbetskraft ökar långsammare (se diagram 4:6).

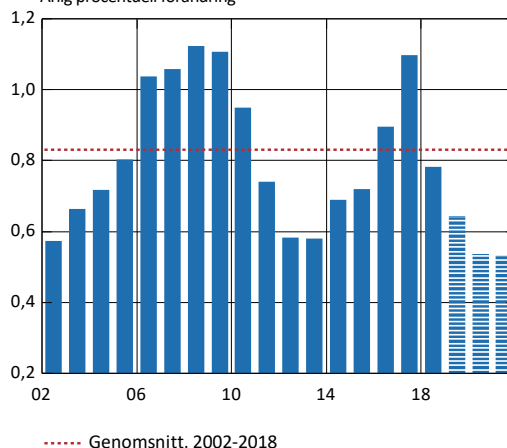
De senaste åren har även arbetskraftsdeltagandet ökat trendmässigt (se diagram 4:13). Uppgången har skett både bland inrikes och utrikes födda. Bland inrikes födda beror ökningen främst på att äldre väljer att stanna kvar i arbetskraften högre upp i åldrarna. Det ökade arbetskraftsdeltagandet bland utrikes födda och äldre gör att den trendmässiga tillväxten i utbudet på arbetskraft inte bedöms dämpas lika snabbt som befolkningstillväxten.

I likhet med i stora delar av omvärlden har produktivitetstillväxten bortsett från 2010 och 2015 varit jämförelsevis låg sedan finanskrisen (se diagram 4:7). Det råder ingen konsensus kring varför produktivitetstvecklingen varit svag, och sannolikt har flera faktorer påverkat. Enligt prognosen bedöms produktivitetstillväxten öka men förbli lägre än före finanskrisen.

Sammantaget bedöms tillväxten i arbetskraften och produktiviteten innebära en trendmässig tillväxt i BNP på nära 2 procent per år 2019–2021 (se diagram 4:8).

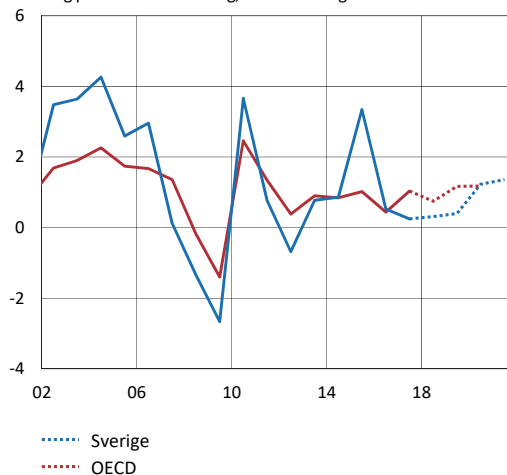
Efter några år med en faktisk tillväxt strax under 2,5 procent väntas BNP-tillväxten dämpas till under 2 procent de

**Diagram 4:6. Befolkningen i arbetsför ålder, 15–74 år**  
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

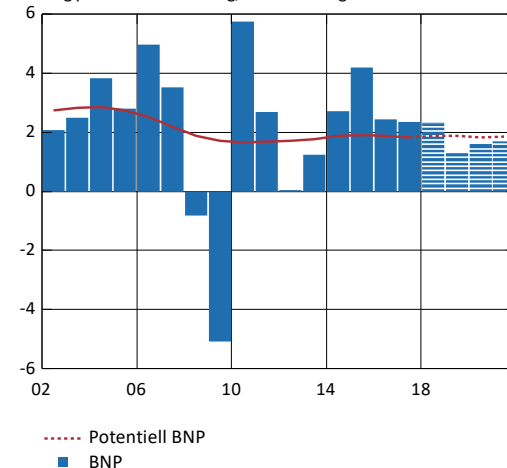
**Diagram 4:7. Produktivitet**  
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Anm. Produktiviteten avser BNP per arbetad timme. Prognosen för OECD hämtad från Economic Outlook, november 2018.

Källor: OECD, SCB och Riksbanken

**Diagram 4:8. BNP**  
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

<sup>12</sup> Se fördjupningen "Kronans utveckling på längre sikt" i den penningpolitiska rapporten från oktober 2018.

kommande åren (se diagram 4:9). Eftersom tillväxten bedöms bli lägre än den trendmässiga framöver dämpas det höga resursutnyttjandet i ekonomin något de närmaste åren.

#### Fortsatt stark konjunktur, men lägre tillväxttakter framöver

En viktig förklaring till dämpningen i efterfrågetillväxten är utvecklingen på bostadsmarknaden. Bostadsbyggandet har ökat snabbt under flera år och bostadsinvesteringarna har lämnat betydande bidrag till tillväxten 2014–2017 (se diagram 4:10). Allteftersom efterfrågan på de bostäder som produceras förefaller ha mättats har också bostadspriserna fallit, vilket i sin tur fått bostadsbolagen att påbörja färre bostäder. Störst är nedgången i antalet påbörjade bostadsrätter medan nybyggandet av hyresrätter minskar relativt sett mindre. I ett historiskt perspektiv kommer bostadsbyggandet vara fortsatt högt de kommande åren, men nedgången i bostadsinvesteringarna väntas ändå dämpa BNP-tillväxten med nära 1 procentenhet i år och några tiondels procentenheter nästa år.

Eftersom konjunkturutsikterna nu är något svagare växer även näringslivets investeringar exklusive bostadsinvesteringar gradvis något långsammare de kommande åren. Sammantaget innebär detta att de totala bruttoinvesteringarna minskar i år för att åter öka, men i måttlig takt, åren därefter.

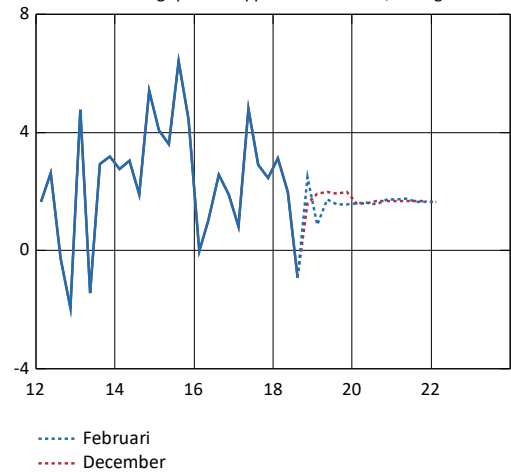
#### Stabil konsumtionstillväxt

Trots en god inkomstutveckling, bland annat på grund av låga räntor och sänkta skatter, har hushållen blivit allt mindre optimistiska kring den ekonomiska utvecklingen. Detta kan vara en orsak till att hushållen har fortsatt att spara en stor del av sina inkomster. Det mer dämpade stämningläget bland hushållen har sannolikt att göra med oron på bostadsmarknaden, men också med de senaste månadernas ökade osäkerhet på de finansiella marknaderna. Mot bakgrund av fortsatt stark arbetsmarknad och att bostadspriserna har slutat falla bedöms det dock finnas goda förutsättningar för att hushållens förtroende ska stiga framöver.

När bolåneräntorna stiger innebär det att hushållens ränteutgifter ökar vilket bidrar till att dämpa hushållens disponibla inkomstökningar framöver. Hushållens ränteförväntningar enligt Konjunkturinstitutets hushållsbarometer stämmer i stort överens med Riksbankens reporäntebana och hushållen bedöms därför ha tagit höjd för ränteuppgången genom att spara en större del av inkomsten. Genom att sedan minska sitt sparande när inkomsterna växer långsammare kan hushållen jämna ut sin konsumtion över tiden (se diagram 4:11). De kommande åren väntas hushållens konsumtion öka med ungefär 2 procent per år, vilket är strax under den historiskt normala tillväxten.

Diagram 4:9. BNP i Sverige

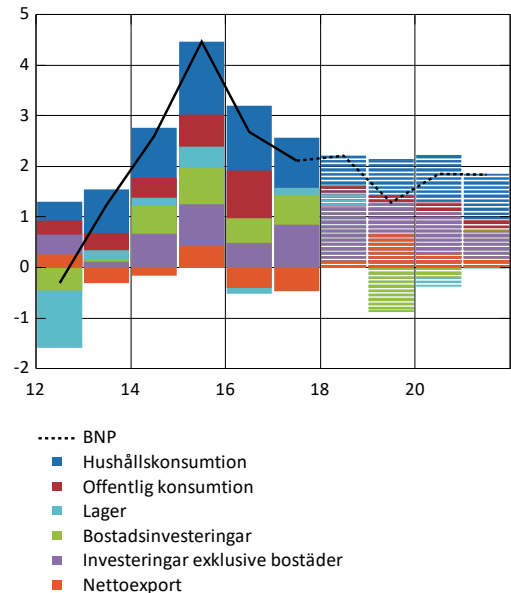
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:10. Bidrag till BNP-tillväxt

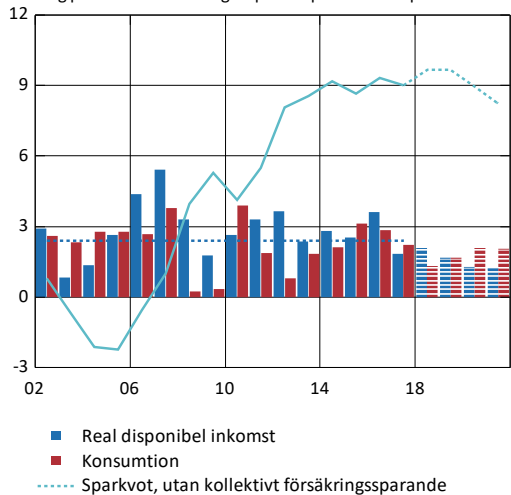
Procentenheter



Källor: SCB och Riksbanken

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

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



Anm. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator. Streckad linje avser genomsnitt av konsumtionstillväxten 1994–2017. Kollektivt försäkringsparande består av sparande som hushållen inte kontrollerar själva, exempelvis premiepension och avtalsförsäkringar.

Källor: SCB och Riksbanken

### Utländsk efterfrågan allt viktigare för BNP-tillväxten

Den inhemska efterfrågan har bidragit förhållandevis mycket till BNP-tillväxten de senaste åren, men den växer långsammare de kommande åren. I stället blir den utländska efterfrågan relativt viktigare. Exporten av svenska varor och tjänster väntas öka med ungefär 3,5 procent per år de kommande åren.

### Hushållens skulder ökar långsammare

I spåren av den nedgång i bostadspriserna som påbörjades hösten 2017 har också tillväxten i hushållens skulder dämpats även om skulderna alltjämt växer snabbare än hushållens inkomster. En viktig förklaring till detta är att dagens bostadsköpare betalar ett högre pris för bostaden än vad säljarna en gång gjorde och de behöver därmed låna ett högre belopp. Samtidigt innebär det lägre bostadsbyggandet att hushållen i mindre utsträckning ökar sin skuldsättning för att finansiera nya bostäder. Stigande bolåneräntor och de införda amorteringskraven bidrar också till att hushållens efterfrågan på lån väntas öka långsammare framöver. Sammantaget väntas hushållens skulder ändå öka något snabbare än deras inkomster och den så kallade skuldkvoten väntas uppgå till drygt 190 procent i början av 2022 (se diagram 4:12).

### Stark arbetsmarknad

Läget på arbetsmarknaden har förbättrats kontinuerligt i flera år och sysselsättningsgraden har nått en historiskt hög nivå (se diagram 4:13). Det gynnsamma konjunkturläget innebär att efterfrågan på arbetskraft är fortsatt stor och sysselsättningen väntas öka med drygt 1 procent i år.

Även arbetskraften har utvecklats starkt och väntas fortsätta öka. Inflödet i arbetskraften består dock fortsatt till stor del av människor födda utanför Europa, en grupp som historiskt haft en svagare anknytning till arbetsmarknaden. Men det finns tecken på att etableringen på arbetsmarknaden nu går något snabbare än tidigare. Sannolikt har det goda konjunkturläget bidragit till detta och konjunkturen bedöms fortsätta att underlätta inträdet på arbetsmarknaden de kommande åren.

I takt med att sysselsättningsgraden har stigit och arbetslösheten minskat har det blivit allt svårare för företagen att hitta den personal de söker. Exempelvis är andelen företag som rapporterar brist på arbetskraft i Konjunkturbarometern på en mycket hög nivå trots att arbetslösheten fortfarande är relativt hög (se diagram 3:12). Sammansättningen av gruppen arbetslösa innebär dock en utmaning då gruppen i mycket stor utsträckning består av personer som historiskt haft svårt att få ett arbete, exempelvis de som saknar gymnasieutbildning och är utomeuropeiskt födda (se diagram 3:10). Riksbanken bedömer att arbetslösheten kommer att stiga något de

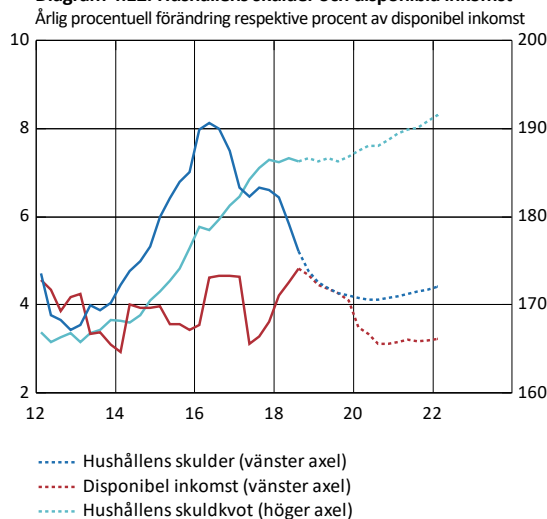
### Ny regering – för tidigt att bedöma effekterna på ekonomin

Efter fyra månaders förhandlingar fick Sverige en ny regering i januari. Socialdemokraterna bildar regering tillsammans med Miljöpartiet efter en sakpolitisk överenskommelse med Centerpartiet och Liberalerna. Partierna är överens om ett budgetsamarbete och ett samarbete i en rad politiska frågor.<sup>13</sup>

I överenskommelsen finns åtgärder som kan komma att påverka den ekonomiska utvecklingen på både kort och lång sikt. Förslagen berör till exempel arbetsmarknad, bostadsmarknad, migration och integration. I vilken utsträckning den ekonomiska utvecklingen påverkas är oklart i dagsläget, då omfattningen av åtgärderna återstår att precisera.

I Riksbankens inflationsprognos har ett par förändringar beaktats. Flygskatten som planerades att tas bort i och med 2019 års budget ska enligt den sakpolitiska överenskommelsen vara kvar. Man antas inte heller förändra indexuppräknings av bränsleskatten, som tidigare planerades. Sammantaget bidrar dessa åtgärder till marginellt högre inflation kommande år.

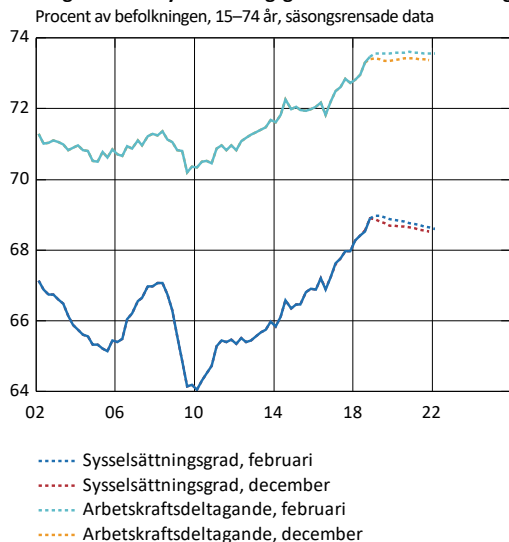
**Diagram 4:12. Hushållens skulder och disponibla inkomst**



Anm. Disponibel inkomst summerad över de senaste fyra kvartalen.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:13. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande**



Källor: SCB och Riksbanken

<sup>13</sup> Se "Utkast till sakpolitisk överenskommelse mellan Socialdemokraterna, Centerpartiet, Liberalerna och Miljöpartiet de gröna" under följande länk: <https://www.socialdemokraterna.se/globalassets/aktuellt/utkast-till-sakpolitisk-overenskommelse.pdf>

kommande åren i takt med att allt fler personer som normalt har svårt att få arbete kommer in i arbetskraften (se diagram 4:14).

Sammantaget bedöms dock resursutnyttjandet på arbetsmarknaden, och i ekonomin som helhet, vara högre än normalt. Då tillväxten i BNP, sysselsättning och timmar växlar ned och blir lägre än deras respektive trendmässiga tillväxt, kommer dock resursutnyttjandet att normaliseras under kommande år (se diagram 4:15).

### Löneökningstakten stiger

Löneökningstakten har de senaste åren varit måttlig i förhållande till ett historiskt genomsnitt och i förhållande till konjunkturläget. Det kan till viss del förklaras av den svaga produktivitetstillväxten de senaste tio åren som har hållit tillbaka utrymmet för löneökningar samtidigt som löneökningarna i omvärlden varit låga. Den långsamma produktivitetstillväxten har inneburit att arbetskostnaderna per producerad enhet ökat i en ovanligt snabb takt de senaste åren, trots att löneökningstakten varit dämpad (se diagram 4:16 och fördjupningen "Utvecklingen av svenska arbetskostnader och vinster i ett internationellt perspektiv").

Lönerna väntas öka gradvis snabbare framöver, vilket leder till högre arbetskostnader per producerad enhet (se diagram 4:16). Det finns ett antal faktorer som talar för detta: arbetsmarknadsläget är starkt, inflationen har stigit och inflationsförväntningarna förefaller väl förankrade vid inflationsmålet på två procent. Det finns även tydliga tecken på stigande löneökningar i omvärlden (se diagram 3:7). Produktivitetstillväxten bedöms dessutom stiga gradvis under prognosperioden. Arbetskostnaderna per producerad enhet bedöms öka med omkring 2 procent per år under prognosperioden, vilket är en relativt normal ökningstakt (se diagram 4:16).

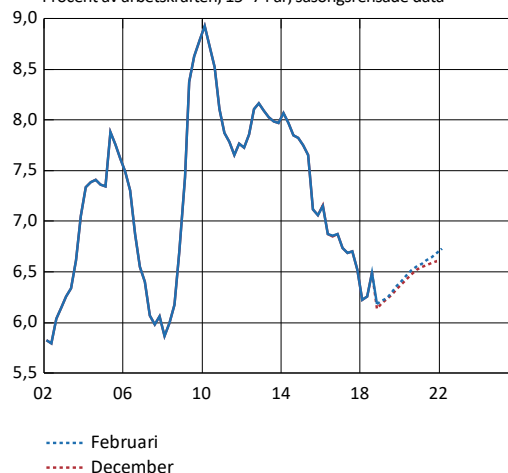
### Inflationsprognosen i stort sett oförändrad

Inflationen har nu legat nära Riksbankens inflationsmål på 2 procent i drygt två års tid (se diagram 4:17). Olika faktorer har bidragit till att prisökningstakten har nått denna nivå. Bland annat har konjunkturläget i svensk ekonomi stärkts och kronan har försvagats, vilket har lett till högre priser på importerade varor och livsmedel. På senare tid har även stigande energipriser bidragit till att inflationen stigit.

I december uppgick inflationen mätt med KPIF till 2,2 procent. Olika mått på den underliggande inflationen är dock lägre och medianen av de mått Riksbanken beräknar låg på 1,6 procent i december. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi uppgick i december till 1,5 procent, vilket var ungefär som i prognosen i den penningpolitiska rapporten från december. En fortsatt stark konjunktur väntas bidra till att inflationen kommer att vara nära inflationsmålet de kommande åren. Under det första halvåret 2019 väntas den underliggande inflationen stiga något även till följd av högre hyreshöjningar och effekter på konsumentpriserna av den

**Diagram 4:14. Arbetslöshet**

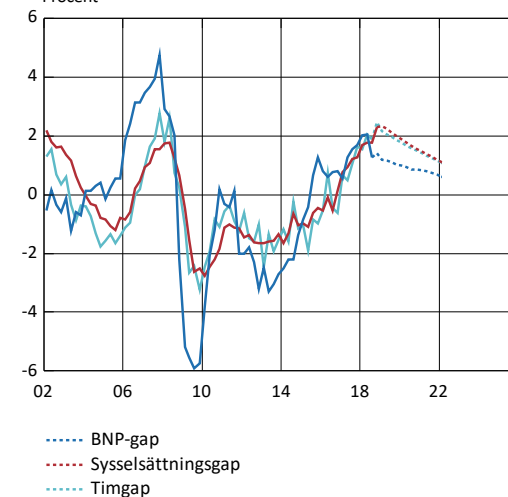
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:15. BNP-, sysselsättnings- och timgap**

Procent

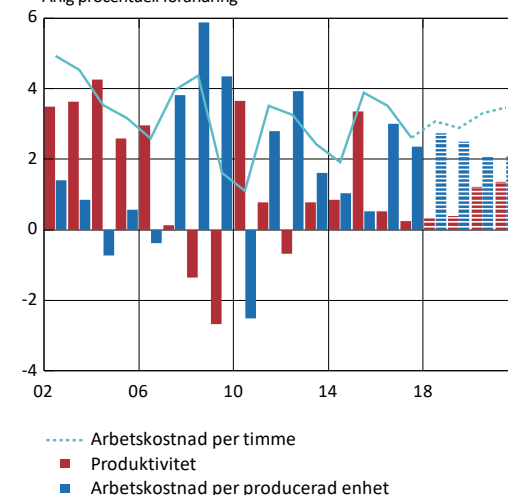


Anm. Gapen avser BNP:s, antalet sysselsattas, respektive antalet arbetade timmars avvikelser från Riksbankens bedömda trend.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:16. Arbetskostnader i hela ekonomin**

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

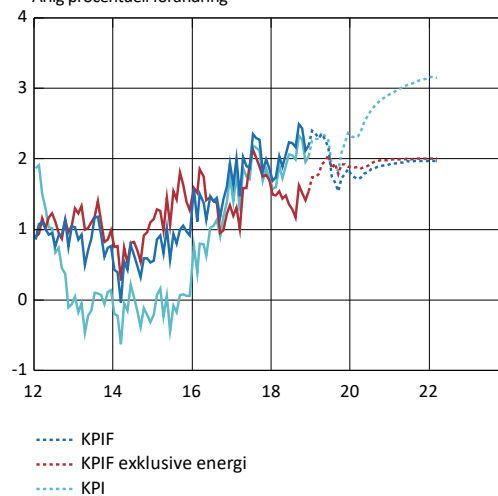
tidigare försvagningen av kronan. Dessutom innebär sammans torka att livsmedelspriserna väntas stiga snabbare de kommande månaderna.

Förutsättningarna för att inflationen ska ligga kvar nära 2 procent under prognosperioden är fortsatt goda. De kommande åren väntas visserligen en förstärkning av växelkursen samtidigt som energipriserna väntas öka i betydligt långsammare takt, jämfört med utvecklingen de senaste åren. Dessa båda faktorer kommer att dämpa inflationen. Men konjunkturläget är starkt och i prognosen är resursutnyttjandet fortsatt högt de närmaste åren. Det höga resursutnyttjandet bedöms även fortsättningsvis få genomslag på kostnadstrycket. Arbetskostnaden per producerad enhet har stigit relativt snabbt den senaste tiden men väntas stiga i ungefär normal takt under prognosperioden. Samtidigt kommer vissa av de indirekta skatter som togs bort i höstbudgeten nu att bli kvar i och med den ekonomiska uppgörelsen som ligger till grund för den nya regeringen. Detta ger ett marginellt positivt bidrag till inflationstakten, främst under 2019 och 2020.

Sammantaget innebär detta att inflationen mätt med KPIF exklusive energi stiger och att KPIF-inflationen ligger kvar nära 2 procent under prognosperioden (se diagram 4:17). När reporäntan och bolåneräntorna stiger ökar hushållens räntekostnader snabbare vilket medför att inflationen mätt med KPI blir betydligt högre än inflationen mätt med KPIF. Under 2021 väntas KPI öka med runt 3 procent.

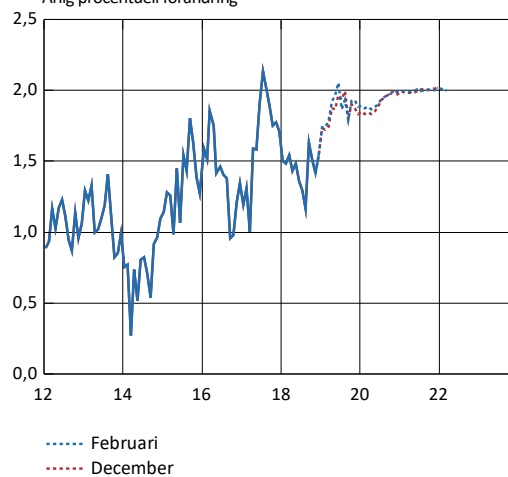
Prognosen för inflationen är justerad till följd av en ny metod för att mäta tandvårdskostnader i KPI från och med 2019 (se marginalruta i kapitel 3 "Ny metod för att mäta tandvårdskostnader påverkar inflationstakten 2019"). Bortsett från denna metodförändring är prognosen för inflationen mätt med KPIF exklusive energi i stort sett oförändrad jämfört med prognosen i december. Samtidigt är prognosen för KPIF-inflationen något uppreviderad 2019 till följd av något högre elpriser än i decemberprognosen. För åren därefter är prognosen oförändrad (se diagram 1:5 och diagram 4:18).

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



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:18. KPIF exklusive energi**  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken



## FÖRDJUPNING – Utvecklingen av svenska arbetskostnader i ett internationellt perspektiv

Arbetskostnadernas utveckling samvarierar med den inhemska konjunkturen, produktivets- och prisutvecklingen. Även arbetskostnadsutvecklingen i omvärlden är av betydelse eftersom det påverkar hur svenska företag står sig i den globala konkurrensen. Om de svenska arbetskostnaderna stiger relativt omvärlden urholkas normalt Sveriges konkurrenskraft om inte även produktiviteten ökar snabbare eller den nominella växelkursen försvagas i motsvarande grad. Konkurrenskraft påverkar i sin tur förutsättningarna för produktion och sysselsättning. Den svaga kronan innebär att enhetsarbetskostnader inom den svenska tillverkningsindustrin för närvarande är ovanligt låga relativt omvärlden. Riksbankens prognos innebär att svenska arbetskostnader per producerad enhet ökar i ungefär samma takt som i konkurrentländerna de kommande åren. Den förväntade kronförstärkningen är förenlig med en normal konkurrenssituation för den svenska industrin och en fortsatt god ekonomisk utveckling. Det finns dock inget entydigt mått på konkurrenskraft och bedömningen är osäker då den bygger på en rad olika prognoser.

### Svenska löner påverkas av den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden

Aktiviteten i den svenska ekonomin är i nuläget hög, sysselsättningsgraden har stigit till en historiskt hög nivå och ovanligt många företag rapporterar om brist på personal. När arbetstagarna får ett bättre förhandlingsläge bidrar det vanligtvis till att lönerna stiger snabbare. Högre efterfrågan bidrar samtidigt till högre priser och när priserna stiger blir också kraven på, liksom utrymmet för, löneökningar större.

I en liten öppen ekonomi behöver lönebildningen dock även ta hänsyn till den internationella konkurrensen som sätter ramarna för priserna på en stor del av de varor och tjänster som produceras i Sverige. Tillverkningsindustrin är den sektor som är mest konkurrensutsatt från omvärlden och den har därför också varit normerande för lönesättningen i Sverige. Men med tiden har allt fler sektorer kommit att påverkas av global konkurrens. Om produktionskostnaderna i Sverige blir för höga jämfört med omvärlden försämras förutsättningarna för lönsam och konkurrenskraftig produktion. För den offentliga sektorn och delar av näringslivet som utsätts för internationell konkurrens i liten utsträckning är jämförelsen med omvärlden mindre relevant. Omvärldsutvecklingen kan dock vara informativ som en referenspunkt även för dessa sektorer.<sup>14</sup>

### Produktivitet och växelkurs är också viktigt för bedömningen av konkurrenskraft

Eftersom högre produktion per arbetad timme ger utrymme för högre lön är det viktigt att ta hänsyn till den relativa produktiviteten mellan länder. Ett mått som tar hänsyn till både arbetskostnader och produktivitet är enhetsarbetskostnad.<sup>15</sup> För att få en bredare bild av hur kostnadsutvecklingen påverkar konkurrenskraften behöver mått på enhetsarbetskostnad kompletteras med bland annat mått på lönsamhet, som utöver kostnadsutvecklingen även beror på utvecklingen av priser.

Eftersom Sverige har rörlig växelkurs är växelkursen en viktig komponent i bedömningen av konkurrenskraften. Det är relativa priser och kostnader omräknat till samma valuta som är relevanta. Grovt förenklat tenderar en rörlig växelkurs att på sikt bidra till att jämna ut skillnader i relativa priser och kostnader omräknade till en gemensam valuta. Om arbetskostnaderna per producerad enhet i Sverige ökar snabbare än i omvärlden kan den svenska konkurrenskraften bibehållas om kronans värde mot andra valutor sjunker. Men växelkursen påverkas av en rad olika faktorer och processen att jämna ut skillnader i relativa priser och produktionskostnader kan vara utdragen. Svenska företag kan därmed inte sätta löner och priser under antagande att växelkursen alltid jämnar ut eventuella skillnader jämfört med konkurrentländerna. Den nominella växelkursen kan däremot inte bortses från i

<sup>14</sup> I denna fördjupningsruta fokuserar diskussionen på en jämförelse av tillverkningsindustrin men hela ekonomin kommenteras också. Tolkningar av jämförelsen i termer av konkurrenskraft baseras främst på utvecklingen inom tillverkningsindustrin.

För ytterligare analys av Sveriges konkurrenskraft, se till exempel Svenskt Näringslivs rapportserie "Lönens inverkan på Sveriges internationella konkurrenskraft" (2018).

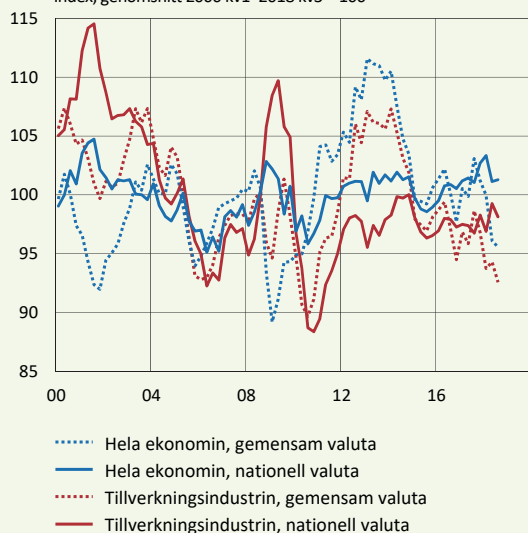
<sup>15</sup> Detta begrepp är synonymt med arbetskostnad per producerad enhet och används här därefter i texten.

en bedömning av vilka kostnadsökningar som är förenliga med en viss utveckling av konkurrenskraften.

### Svag krona innebär lägre svenska arbetskostnader relativt omvärlden

Det finns inget enskilt mått som ger en komplett jämförelse av kostnadsnivåer mellan olika länder. Det är vanligt att analysera konkurrenskraften utifrån utvecklingen av produktionskostnaderna över tid. Skillnader i produktivitetstillväxt bidrog till tvära kast i relativa kostnader runt åren 2009–2010 då utvecklingen färgades av den globala finanskrisen. Svängningar i växelkursen har också bidragit till stora variationer i relativa kostnader uttryckta i gemensam valuta. Bedömningen av relativ kostnadsnivå mellan länder kan därför bli känslig för valet av referenspunkt. För att begränsa detta problem används här ett genomsnitt för 2000-talet som referenspunkt. Jämförelsen kommer dock alltid att påverkas av vilken tidsperiod som studeras.

Diagram 4:19. Relativa enhetsarbetskostnader  
Index, genomsnitt 2000 kv1–2018 kv3 = 100



Anm. Nationell valuta beräknas genom att dividera respektive mått i gemensam valuta med handelsviktad nominell växelkurs. För tillverkningsindustrin används lönekostnaderna vid beräkningen av enhetsarbetskostnader. Serierna för tillverkningsindustrin är framskrivna 2018kv1 till 2018kv3 baserat på enhetsarbetskostnader i 24 EU-länder samt Norge och USA.

Källor: EU-kommissionen, OECD och Riksbanken

En vanlig indikator på konkurrenskraft är ett lands enhetsarbetskostnader i relation till ett viktat genomsnitt av konkurrentländer uttryckt i gemensam valuta.<sup>16</sup> Enligt detta mått sjönk enhetsarbetskostnaderna inom tillverkningsindustrin i Sverige jämfört med konkurrentländerna under inledningen av 2000-talet och idag är nivån låg jämfört med ett genomsnitt under 2000-talet (se diagram 4:19). Den senaste tidens kronförsvagning är en viktig förklaring

<sup>16</sup> I denna fördjupning används ett av EU-kommissionens mått där konkurrentviktarna baseras på 37 länder bestående av 28 EU-länder plus nio andra OECD-länder (Australien, Kanada, USA, Japan, Norge, Nya Zeeland, Mexiko, Schweiz och Turkiet)

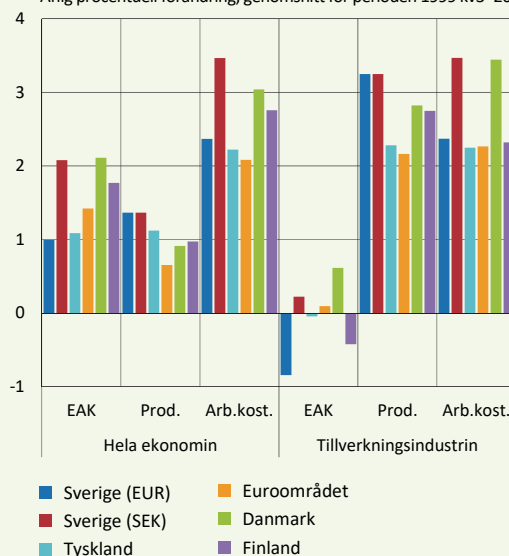
till att dagens nivå är ovanligt låg. De svenska relativa enhetsarbetskostnaderna i hela ekonomin är också något lägre än genomsnittet under 2000-talet mätt i gemensam valuta.

### I Sverige har både arbetskostnader och produktivitet ökat relativt snabbt under 2000-talet

Indikatorer såsom enhetsarbetskostnader i relation till ett viktat genomsnitt av flertalet konkurrentländer ger en samlad bild av ett lands relativa kostnadsutveckling. Men det finns även anledning att jämföra utvecklingen i Sverige med länder i vår direkta närhet. Länder som Tyskland, Finland och Danmark är viktiga handelspartner och löneutvecklingen i dessa länder utgör en förutsättning i den svenska lönebildningen. Länder i vårt närområde kan också antas vara naturliga alternativ om företag med produktion i Sverige väljer att utvidga eller flytta verksamheten.

Diagram 4:20. Arbetskostnader och produktivitet

Årlig procentuell förändring, genomsnitt för perioden 1999 kv3–2018 kv3



Anm. EAK avser enhetsarbetskostnader, Prod. avser produktivitet och Arb.kost. avser arbetskostnad per arbetad timme. Förändringen uttrycks i både SEK och EUR för Sverige. För övriga länder är det ingen skillnad om förändringen uttrycks i nationell valuta eller EUR.

Källor: Eurostat och Riksbanken

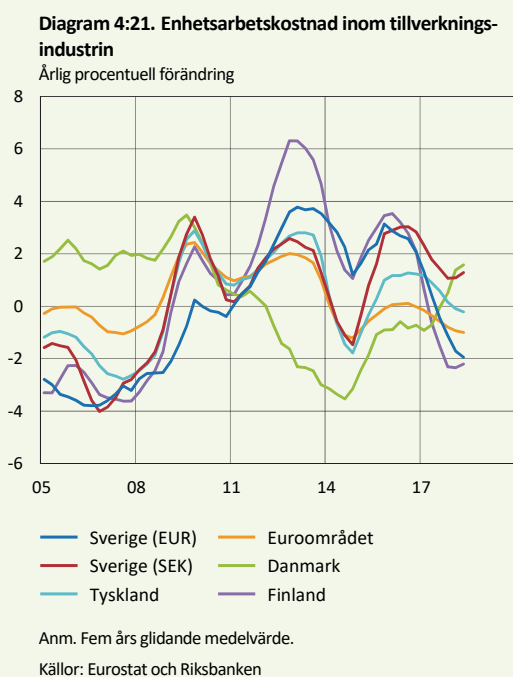
I stora drag ger jämförelsen med länderna i vårt närområde en liknande bild som jämförelsen ovan baserad på en konkurrensviktad omvärld.<sup>17</sup> Inom tillverkningsindustrin har arbetskostnaderna per producerad enhet i Sverige och Tyskland varit mer eller mindre oförändrade under 2000-talet, medan de har stigit något i Danmark och fallit något i Finland (se diagram 4:20). Relativt höga svenska arbetskostnadsökningar jämfört med de andra länderna har

<sup>17</sup> I måttet som används för konkurrensviktad omvärld har Tyskland en vikt på cirka 14 procent, Finland en vikt på cirka 6 procent, Danmark en vikt på cirka 5,5 procent och euroområdet en vikt på cirka 46 procent.

motsvarats av relativt hög produktivitetstillväxt. Uttryckt i euro har tillväxten i arbetskostnaderna per producerad enhet inom tillverkningsindustrin varit lägst i Sverige.

De svenska arbetskostnaderna per producerad enhet i hela ekonomin har ökat ungefär som i Danmark och mer än i de andra länderna, sett över 2000-talet som helhet. Produktiviteten har visserligen ökat mer i Sverige än i de andra länderna men de svenska arbetskostnaderna har ökat relativt sett ännu mer. Uttryckt i euro har ökningen i Sverige däremot varit ungefär som i Tyskland och lägre än i de övriga länderna.

Den ackumulerade utvecklingen under hela 2000-talet döljer variationer under olika perioder. Diagram 4:21 visar ett fem års glidande medelvärde för tillväxten i enhetsarbetskostnader inom tillverkningsindustrin.



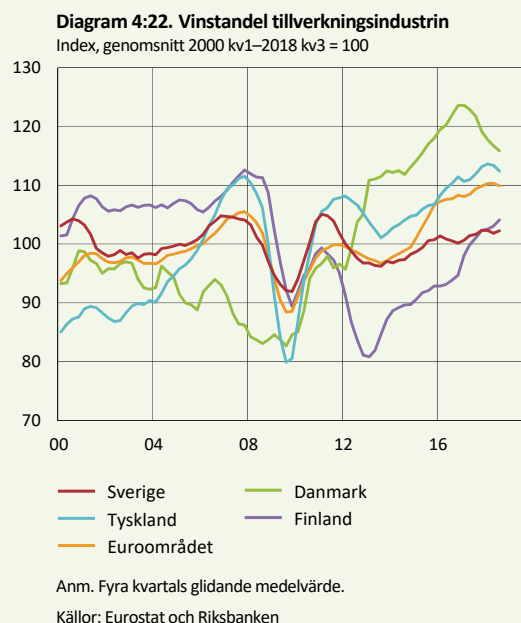
Det finns ett stort mått av samvariation i utvecklingen av enhetsarbetskostnaderna mellan länderna, med undantag av Danmark. I Sverige, Tyskland och Finland föll enhetsarbetskostnaderna under perioden före finanskrisen och de har ökat en stor del av perioden därefter. Bakom samvariationen mellan dessa länder döljer sig delvis olika trender i produktivitet och arbetskostnader. Ett exempel är den relativa utvecklingen i Sverige och Tyskland. I nationell valuta var utvecklingen i Sverige i linje med Tyskland fram till 2015. I början av perioden ökade dock både arbetskostnader och produktivitet betydligt snabbare i Sverige än i Tyskland. Den senaste femårsperioden har de svenska enhetsarbetskostnaderna i nationell valuta ökat något

<sup>18</sup>. Vinstandelen skiljer sig betydligt mellan olika sektorer, bland annat beroende på hur arbetskraftsintensiv produktionen är. En sektor som är arbetskraftsintensiv har per definition en lägre vinstandel än en sektor som är kapitalintensiv. En jämförelse av nivån på vinstandelen mellan länder behöver därmed bland annat ta hänsyn till

snabbare än de tyska. Under denna period har arbetskostnaderna ökat i ungefär samma takt medan den svenska produktivitetstillväxten har varit lägre. Samtidigt innebär kronförsvagningen att arbetskostnaderna per producerad enhet inom den svenska tillverkningsindustrin har ökat relativt långsamt i gemensam valuta under den senaste femårsperioden.

### Små variationer i vinstandelen inom den svenska industrin under 2000-talet

Från företagets sida är det lönsamheten, snarare än arbetskostnaderna, som påverkar förutsättningarna för produktion och sysselsättning. Ett mått på lönsamhet är den så kallade vinstandelen, det vill säga den del av förädlingsvärdet som inte går till arbetskostnader. Vinstandelen mäter alltså inte faktiska vinster utan det är ett grovt mått som inkluderar kostnader för kapital som används i produktionen.<sup>18</sup> Utvecklingen av vinstandelen består av utvecklingen av enhetsarbetskostnaderna i relation till priserna på det som produceras.

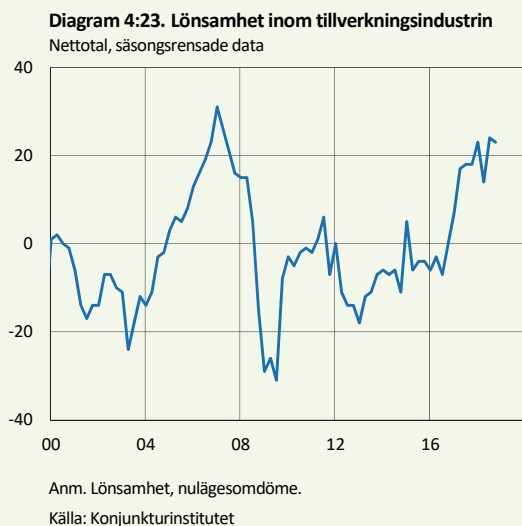


Vinstandelen för den svenska tillverkningsindustrin har varit stabil sedan 2000 och är för närvarande något högre än genomsnittet under 2000-talet (se diagram 4:22). I Sverige och Finland föll förädlingsvärdepriserna under perioden 2000–2008 ungefär i samma takt som enhetsarbetskostnaderna och vinstandelen var därför mer eller mindre oförändrad. I Tyskland var förädlingsvärdepriserna under samma period i stort sett oförändrade och vinstandelen steg. Att den svenska vinstandelen inte har stigit i linje

sammansättningen inom industrin. Förändringar i sammansättningen av industriproduktionen kan även påverka utvecklingen av vinstandelen.

med utvecklingen i Tyskland och Finland de senaste åren hänger samma med högre ökning i de svenska enhetsarbetskostnaderna. I Danmark har låga öknings i enhetsarbetskostnaderna under femårsperioden efter finanskrisen i kombination med snabbt stigande priser de senaste åren bidragit till stigande vinstandel.

Vinstandelen beräknas med både priser och kostnader i nationell valuta. Trots detta kan växelkursen ha betydelse för tolkningen av nivån på vinstandelen eftersom priserna i nationell valuta kan påverkas av växelkursen. Den senaste tioårsperioden har till exempel tillverkningsindustrins förädlingsvärdespriser i princip varit en spegelbild av kronans växelkurs. Det beror på att svenska varor och tjänster som exporteras prissätts i euro eller dollar och en försvagning av kronan driver därmed upp priset i kronor. Den svaga kronan kan därmed för närvarande bidra till att lyfta vinstandelen inom den svenska tillverkningsindustrin.



### Indikatorer tyder på hög lönsamhet inom den svenska tillverkningsindustrin

Utöver vinstandelen finns det även indikatorer som visar hur industriföretagen själva ser på sin lönsamhet och konkurrenskraft. EU-kommissionen publicerar till exempel en indikator på företagens egen syn på sin konkurrenssituation inom EU.<sup>19</sup> Denna indikator tyder på att konkurrenssituationen för svenska företag inom EU för närvarande är något bättre än genomsnittet sedan 2000 och ovanligt god jämfört med Tyskland och Finland. Det finns en tydlig samvariation mellan länderna, vilket förmodligen speglar att den upplevda konkurrensen hänger ihop med konjunkturen. Men även växelkursen ser ut att påverka upplevelsen av konkurrensen. När kronan är svag relativt euron tenderar svenska industriföretag att ha en mer positiv syn

på sin konkurrenssituation jämfört med tyska och finska företag.

Konjunkturinstitutet publicerar en indikator på de svenska företagens egen bedömning av lönsamheten. Företagen inom tillverkningsindustrin rapporterar att deras lönsamhet är hög i ett historiskt perspektiv (se diagram 4:23).

### Svenska arbetskostnader ökar i linje med omvärlden

Den svenska utvecklingen av enhetsarbetskostnader och vinstandelar under 2000-talet avviker inte nämnvärt från utvecklingen i jämförbara länder. Under perioden som helhet har relativt snabbt stigande svenska arbetskostnader motsvarats av relativt hög produktivitetstillväxt inom tillverkningsindustrin och nivån på vinstandelen har varit stabil.

I såväl Sverige som i omvärlden väntas konjunkturläget bidra till att arbetskostnaderna gradvis ökar något snabbare framöver. EU-kommissionen bedömer att enhetsarbetskostnaderna ökar med cirka 2 procent under 2020 i Tyskland och med cirka 1,5 procent i euroområdet som helhet. OECD:s samlade prognos för länderna i OECD innebär en ökning med cirka 2,5 procent under samma år. Riksbankens prognos för svenska arbetskostnader och produktivitet i Sverige innebär att enhetsarbetskostnaderna i nationell valuta ökar med 2,0 procent 2020 och 2,1 procent 2021.

Kronans växelkurs (KIX) förväntas stärkas med cirka 5 procent de närmaste tre åren. Det bidrar till att relativa svenska enhetsarbetskostnader i gemensam valuta ökar snabbare än i våra konkurrentländer. Samtidigt är nivån för de relativa enhetsarbetskostnaderna inom den svenska tillverkningsindustrin för närvarande lägre än genomsnittet sedan 2000 och lönsamheten är ovanligt hög enligt företagets egen bedömning. Sammantaget innebär det att den svenska konkurrenssituationen enligt dessa mått kommer att vara i linje med vad som varit normalt under 2000-talet när kronan stärks. Det bedöms i sin tur vara förenligt med fortsatt god svensk ekonomisk utveckling. Bedömningen av den framtida relativa kostnadsutvecklingen i gemensam valuta baseras dock på en rad olika prognoser och förutsättningar som kan förändras snabbt.

<sup>19</sup> Industrial Confidence Indicator, Total Sector, Quarterly, Competitive Position Inside EU, Balance, SA.

## Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

**Tabell 1. Reporänteprognos**

Procent, kvartalsmedelvärden

	2018 kv 4	2019 kv 1	2019 kv 2	2020 kv 1	2021 kv 1	2022 kv 1
Reporänta	-0,50	-0,27 (-0,27)	-0,24 (-0,24)	0,10 (0,10)	0,60 (0,60)	1,10

Källa: Riksbanken

**Tabell 2. Inflation**

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

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

	2017	2018	2019	2020	2021
Reporänta	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,5)	-0,2 (-0,2)	0,3 (0,3)	0,8 (0,8)
10-årsränta	0,7 (0,7)	0,7 (0,7)	0,9 (1,1)	1,7 (1,9)	2,4 (2,5)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	112,9 (112,9)	117,6 (117,6)	117,9 (116,0)	114,9 (113,0)	112,7 (110,9)
Offentligt finansiellt sparande*	1,5 (1,5)	0,9 (0,9)	0,6 (0,7)	0,5 (0,6)	0,5 (0,5)

\* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 4. Internationella förutsättningar**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

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

	2017	2018	2019	2020	2021
Styrränta i omvärlden, procent	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,1)	0,2 (0,2)	0,3 (0,4)	0,6 (0,7)
Råoljepris, USD/fat Brent	54,8 (54,8)	71,5 (72,1)	61,3 (62,1)	61,2 (61,9)	61,0 (61,7)
Svensk exportmarknad	5,0 (4,9)	3,7 (4,2)	3,5 (4,0)	3,6 (3,6)	3,5 (3,5)

Anm. Styrränta i omvärlden avser en sammanvägning av USA, euroområdet, Norge och Storbritannien.

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

**Tabell 5. Försörjningsbalans**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

\* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 6. Produktion och sysselsättning**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

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

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

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin**

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

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

\* Skillnad i ökningstakt mellan arbetskostnad per timme, NR och timlön, NR, procentenheter

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken





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

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK.  
ISSN 2000-1932 (online)