

# Penningpolitisk rapport

April 2017





## 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 26 april 2017. 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 ett mål för inflationen som innebär att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) 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.
- 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**

Global konjunkturuppgång men risker för bakslag 5

Den aktuella penningpolitiken 7

Osäkerhet och risker 11

**FÖRDJUPNING** – Omvärldens betydelse för penningpolitiken 15

## **KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden 18**

Utvecklingen internationellt 18

Finansiella förhållanden i Sverige 20

**FÖRDJUPNING** – Penningpolitikens effekt på finansiella variabler 23

## **KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget 25**

Inflation 25

Global och svensk konjunktur 27

## **KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna 30**

Omvärlden 30

Sverige 34

**FÖRDJUPNING** – Ekonomiska konsekvenser av ökad protektionism 39

**Tabeller 42**



## KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har det kommit ytterligare tecken på att konjunkturuppgången i omvärlden fortsätter, i linje med Riksbankens prognoser. Men osäkerheten är stor och det finns ett flertal risker för bakslag. Den övergripande bilden av en positiv utveckling i svensk ekonomi står sig. Resursutnyttjandet bedöms vara högre än normalt och konjunkturen väntas fortsätta stärkas de närmaste åren.

Men inflationen är fortfarande för låg och väntas stiga endast måttligt det närmaste året. Ny information indikerar att kostnadstrycket kommer att stiga långsammare jämfört med tidigare bedömning och inflationsprognosen är därför nedreviderad. Inflationen bedöms nu stabiliseras runt 2 procent i början av 2019. Lägre inflation innebär att penningpolitiken behöver vara något mer expansiv. Den stora osäkerheten kring den ekonomiska och politiska utvecklingen i omvärlden spelar också roll för utformningen av penningpolitiken. Direktionen har beslutat att behålla reporäntan oförändrad på –0,50 procent och att utöka köpen av statsobligationer med 15 miljarder kronor under andra halvåret 2017. Direktionen bedömer dessutom att reporäntan behöver hållas på dagens låga nivå ett kvartal längre än i februari. Den första räntehöjningen beräknas nu ske i mitten av 2018. Prognosen för reporäntebanan avspeglar också att det fortsatt finns en större sannolikhet för att räntan sänks än att den höjs den närmaste tiden. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som ankare för pris- och lönebildningen.

### Global konjunkturuppgång men risker för bakslag

Konjunkturuppgången i omvärlden fortsätter i en måttlig takt men omfattar allt fler länder. Världsekonomin är inne i en fas med allt starkare industrikonjunktur och stigande världshandel. Framåtblickande indikatorer såsom inköpschefsindex och konsumentförtroende visar på en tilltagande optimism bland hushåll och företag. Den cykliska återhämtningen i industriproduktion och utrikeshandel bedöms bidra till att uppgången i den ekonomiska aktiviteten breddas och att investeringarna stärks.

Den politiska situationen på flera håll i världen bidrar dock till att göra den ekonomiska och politiska utvecklingen svår-förutsägbar (se fördjupningen "Omvärldens betydelse för penningpolitiken"). I USA är osäkerheten alltjämt stor kring utformningen av den ekonomiska politiken. Riksbankens prognos utgår, liksom i december och februari, från att vissa skattesänkningar och infrastrukturinvesteringar kommer att genomföras. BNP-tillväxten i USA väntas bli i genomsnitt 2,2 procent per år 2017–2019.

I euroområdet brottas flera länder sedan tidigare med en stor andel dåliga lån i banksektorn. Utöver detta råder politisk osäkerhet inför kommande val då väljarstödet för politiska partier som vill bryta upp eller radikalt förändra EU-samar-

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Den globala konjunkturuppgången väntas fortsätta. Stor osäkerhet gör dock att det finns risker för bakslag.
Omvärldens centralbanker befinner sig i olika penningpolitiska faser. Federal Reserve väntas fortsätta höja styrräntan i år medan ECB fortsätter med sina tillgångsköp.
Svensk konjunktur är allt starkare – resursutnyttjandet är högre än normalt och väntas stiga ytterligare.
De långsiktiga inflationsförväntningarna är tillbaka nära 2 procent men inflationen bedöms inte stabiliseras runt 2 procent förrän i början av 2019.
Kronan är svagare än Riksbankens prognos i februari. Framöver väntas en långsam förstärkning.
Penningpolitiken behöver vara något mer expansiv för att ge inflationen stöd. Reporäntan behålls på –0,50 procent, första räntehöjningen senareläggs ett kvartal och köpen av statsobligationer utökas med 15 miljarder under andra halvåret 2017.

Tabell 1:2.

Viktiga prognosrevideringar
Kronans växelkurs bedöms vara svagare under hela prognosperioden.
De löneavtal som tecknats innebär att löneökningstakten bedöms bli något lägre än i föregående prognos de kommande åren.
Inflationsprognosen är nedreviderad 2018 och 2019 till följd av att kostnadstrycket bedöms vara lägre än tidigare bedömning.

betet har ökat. Osäkerheten syns dock inte i förtroendeindikatorer. Storbritannien har nu officiellt ansökt om utträde ur EU och det har nyligen beslutats att val till det brittiska parlamentet ska hållas i juni i år. Effekterna på den ekonomiska utvecklingen av den politiska osäkerheten är dock svårbedömda. BNP-tillväxten i euroområdet väntas bli 1,8 procent 2017 för att därefter falla tillbaka något de kommande åren.

Sammantaget pekar starka utfall och positiva indikatorer på en global tillväxt i linje med Riksbankens bedömning i februari. Den globala tillväxten väntas stiga från 3,1 procent 2016 till 3,7 procent 2019. BNP-tillväxten i de länder som är viktigast för svensk ekonomi (KIX-viktad) bedöms stiga från cirka 2 procent 2016 till drygt 2,2 procent per år 2017 till 2019.

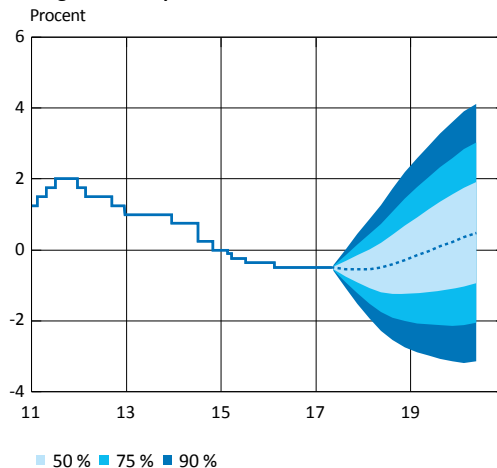
Inflationen i omvärlden har stigit det senaste halvåret, vilket främst hänger samman med snabbt stigande energipriser. Bättre konjunkturutsikter och begränsningar i oljeproduktionen har pressat upp oljepriset. Det underliggande inflationstrycket är dock fortsatt lågt på flera håll, i synnerhet i euroområdet. Ett gradvis högre resursutnyttjande medför att den underliggande inflationen väntas öka. KPI-inflationen (KIX-viktad) väntas uppgå till cirka 2 procent i genomsnitt under prognosperioden.

De större centralbankerna i omvärlden bedriver alltjämt en expansiv penningpolitik men befinner sig i olika penningpolitiska faser. I USA höjde Federal Reserve intervallerna för sin styrränta med 0,25 procentenheter till 0,75–1,0 procent vid sitt penningpolitiska möte i mars. Medianen av prognoserna som görs av ledamöterna i den penningpolitiska kommittén indikerar ytterligare två räntehöjningar under 2017, vilket också är vad marknaden förväntar sig. Sedan Federal Reserve avslutade sina tillgångsköp hösten 2014 har man fortsatt att återinvestera förfallande värdepapper vilket inneburit att storleken på balansräkningen varit ungefär oförändrad. Vid marsmötet upprepade Federal Reserve budskapet att dessa återinvesteringar ska fortsätta tills räntehöjningscykeln har kommit en bra bit på väg. ECB lämnade penningpolitiken oförändrad vid mötet i mars. Inlåningsräntan, som för närvarande är den ränta som styr dagslåneräntan i euroområdet, lämnades kvar på -0,40 procent och tillgångsköpen fortlöper under hela 2017 enligt den tidigare annonserade planen. ECB har uttalat att inlåningsräntan kommer vara på en oförändrad eller lägre nivå under en lång tid och betydligt längre än slutpunkten för tillgångsköppprogrammet.

### Stark svensk konjunktur

Den svenska konjunkturen är god och väntas stärkas ytterligare under prognosperioden (se diagram 1:2). BNP-tillväxten det fjärde kvartalet 2016 var uppräknat till årstakt drygt 4,2 procent jämfört med det tredje kvartalet. Exporttillväxten överraskade positivt medan den inhemska efterfrågan växte något långsammare än väntat. Förtroendeindikatorer visar att hushållen och företagen är optimistiska och exportefterfrågan är fortsatt stark. Bättre utfall än väntat och starka indikatorer

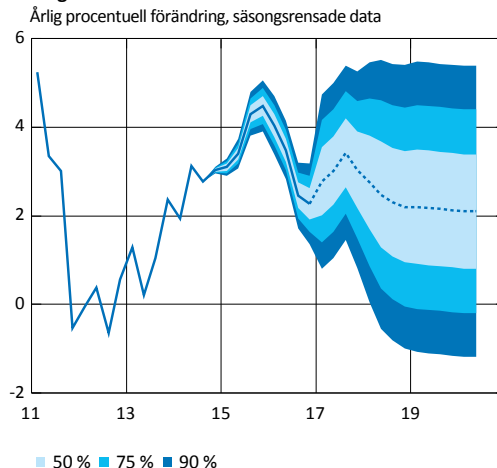
**Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall**



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

Källa: Riksbanken

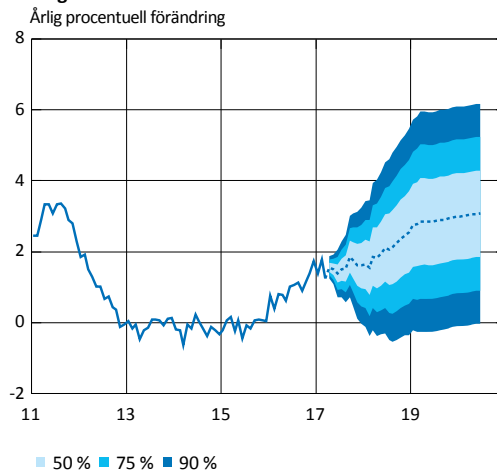
**Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall**



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

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:3. KPI med osäkerhetsintervall**



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken



innebär att tillväxtprognosen är något uppreviderad i närtid jämfört med föregående prognos. Sammantaget bedöms BNP växa med 2,8 procent i år och något över 2 procent per år 2018–2019.

I början av året har både arbetskraften och sysselsättningen ökat överraskande snabbt och arbetslösheten har blivit något lägre än Riksbankens prognos. Konjunkturuppgången innebär att efterfrågan på arbetskraft är fortsatt stor. Andelen företag som rapporterar brist på arbetskraft och andelen jobb som behöver tillsättas omedelbart ligger på en hög nivå. Växande matchningsproblem väntas dämpa sysselsättningstillväxten framöver. Resursutnyttjandet är högre än normalt och beräknas stiga ytterligare, då tillväxten är något snabbare än normalt.

Den starka konjunkturen bedöms leda till att löneökningstakten stiger framöver. Men de löneavtal som tecknats mellan parterna inom industrin tyder på att löneökningstakten blir lägre de kommande åren än i föregående prognos.

### Långsam inflationsuppgång

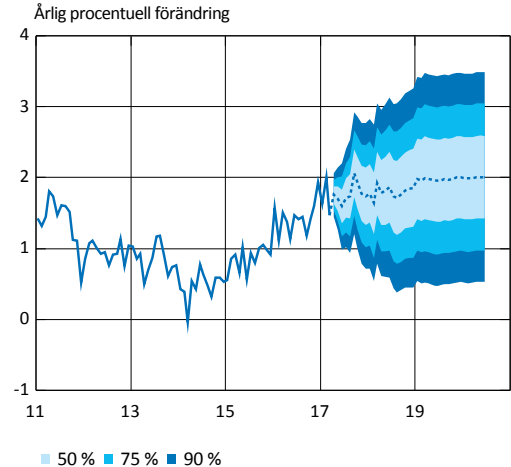
Inflationen var i mars 1,3 procent mätt med KPI, 1,5 procent mätt med KPIF och 1,0 procent mätt med KPIF exklusive energi (se diagram 1:3–1:4). Utfallet var något lägre än prognosen från februari. Prognosfelet bedöms dock till stor del förklaras av en tillfälligt svag utveckling i några särskilt volatila komponenter i KPI, främst utrikes resor och grönsaker. Samtidigt ökade de mer trögrörliga tjänstepriserna något snabbare än väntat. Inflationsprognosen är därför bara marginellt ändrad de närmaste månaderna. Kronans försvagning under fjolåret och det stigande resursutnyttjandet innebär att inflationen mätt med KPIF exklusive energi stiger den närmaste tiden. Eftersom ökningstakten i energipriserna samtidigt dämpas väntas KPIF-inflationen vara i stort sett oförändrad.

Kronan har sedan det penningpolitiska mötet i februari blivit svagare än i Riksbankens prognos. Framöver väntas kronan fortsätta att vara på en svagare nivå men ändå stärkas långsamt (se diagram 4:14). Det dämpar inflationen längre fram. Samtidigt innebär den starka konjunkturen i Sverige och ett stigande internationellt pristryck att det finns förutsättningar för högre inflation de närmaste åren. KPIF-inflationen väntas stabiliseras runt 2 procent i början av 2019. Den lägre löneökningstakten och den svagare kronan jämfört med föregående prognos tar delvis ut varandra men innebär sammantaget att inflationsprognosen är något lägre 2018 och 2019.

## Den aktuella penningpolitiken

Svensk penningpolitik har under en längre tid verkat i en miljö präglad av en omvärld med osäker konjunkturutveckling, låga globala räntor och svagt inflationstryck. Syftet med den expansiva penningpolitiken är att inflationen i Sverige ska stabiliseras runt målet på 2 procent och att inflationsförväntning-

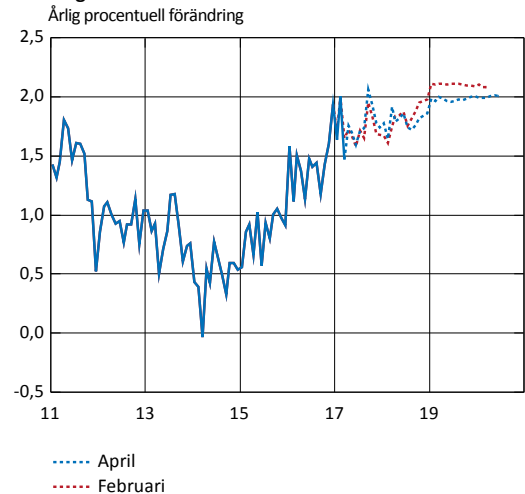
**Diagram 1:4. KPIF med osäkerhetsintervall**



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

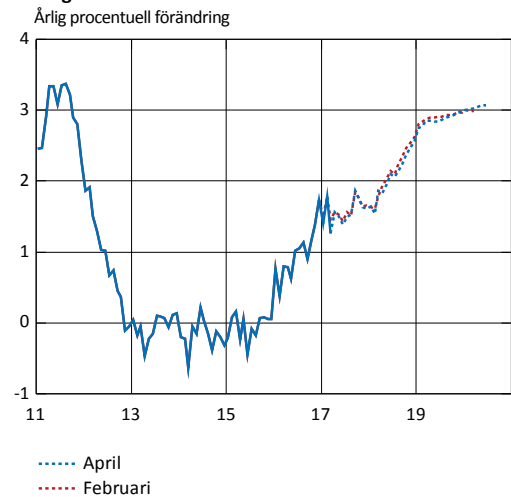
**Diagram 1:5. KPIF**



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:6. KPI**



Källor: SCB och Riksbanken

arna ska vara förenliga med inflationsmålet. Ett högt förtroende för inflationsmålet skapar förutsättningar för en väl fungerande pris- och lönebildning och bidrar på detta sätt till en god ekonomisk utveckling. Mot den bakgrunden har Riksbanken gradvis sänkt reporäntan till -0,50 procent och genomfört omfattande köp av statsobligationer.

Vid en genomgång framgår att penningpolitiken har haft ett tydligt genomslag på korta och långa räntor samt kronans växelkurs (se fördjupningen ”Penningpolitikens effekt på finansiella variabler”). Sedan början av 2014 har inflationen stigit, de långsiktiga inflationsförväntningarna är åter nära 2 procent, och Sverige har god tillväxt och fallande arbetslöshet. Penningpolitiken bedöms ha bidragit till denna utveckling.

### Avvägning i penningpolitiken: fortsatt stark konjunktur men långsammare inflationsuppgång

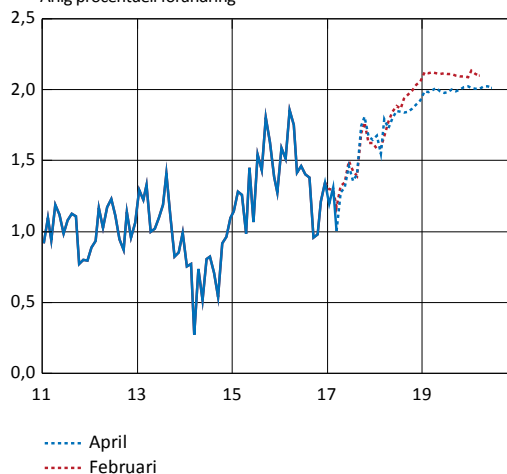
Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har det, som beskrivits ovan, kommit ytterligare tecken på att konjunkturuppgången i omvärlden fortsätter. På flera håll i världen råder det stor politisk osäkerhet, vilket skapar risker för den ekonomiska utvecklingen, men trots detta ser förväntningarna hos hushåll och företag fortsatt ljusa ut. Omvärldsutvecklingen har varit i linje med Riksbankens tidigare prognoser och även om det finns ett flertal risker för bakslag är utsikterna för de kommande åren i stort sett oförändrade.

Den övergripande bilden av en positiv utveckling i svensk ekonomi står sig också. Om något pekar utfall och indikatorer både för tillväxten och arbetsmarknaden sammantaget på ett ljusare nuläge, jämfört med tidigare bedömning. Resursutnyttjandet bedöms vara högre än normalt och fortsätta stiga de närmaste åren.

För att inflationen ska stabiliseras runt 2 procent behövs en fortsatt stark konjunktur. När efterfrågan i ekonomin är hög stiger normalt företagens produktionskostnader och företagen har också lättare att höja sina priser. Samtidigt indikerar det normerande avtal som parterna inom industrin har slutit om löneökningar de närmaste tre åren att kostnadstrycket i ekonomin kommer att stiga långsammare jämfört med tidigare bedömning. Riksbanken har därför reviderat ner inflationsprognosen 2018 och 2019 och först i början av 2019 bedöms inflationen stabiliseras runt 2 procent (se diagram 1:5 och 1:7). Ett lägre kostnadstryck trots en allt starkare konjunktur kan bero på flera olika saker, som till exempel strukturella förändringar i ekonomin, pris- och lönebildning som har anpassats till en lång period av låg inflation, eller att den finansiella krisen fortfarande påverkar löner och priser globalt. Om orsaken är strukturella förändringar kan det lägre kostnadstrycket visa sig vara ett mer varaktigt fenomen. Detta är viktiga frågor som Riksbanken kommer att fortsätta att följa och analysera framöver.

För att inflationen ska stabiliseras runt 2 procent krävs förutom ett fortsatt högt resursutnyttjande i ekonomin att det

**Diagram 1:7. KPIF exklusive energi**  
Årtlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

### Risker med för låg inflation

Den expansiva penningpolitiken har ett tydligt fokus: att inflationen ska stiga och stabiliseras runt inflationsmålet på 2 procent. Inflationsmålet har varit en viktig förutsättning för den på många sätt gynnsamma utvecklingen i den svenska ekonomin sedan början på 1990-talet. Med en gemensam bild av hur priserna kommer att utvecklas i framtiden blir det lättare för ekonomins aktörer att planera långsiktigt och koordineringen av förväntningarna lägger grunden för en välfungerande pris- och lönebildning. Om inflationen under lång tid ligger under inflationsmålet ökar risken för att aktörerna i ekonomin anpassar sina förväntningar och börjar ställa in sig på att inflationen inte ens på längre sikt kommer att nå tillbaka till målet. Med en inflation och inflationsförväntningar som varaktigt ligger under målet kommer också den nominella räntan i genomsnitt att bli lägre. Med en lägre genomsnittlig nominell ränta ökar risken för att reporäntan slår i sin nedre gräns, på motsvarande sätt som om inflationsmålet vore lägre än 2 procent. Detta innebär ett minskat utrymme för Riksbanken att sänka reporäntan i framtiden, om inflationen blir låg eller om konjunkturen sviktar. En alltför låg inflation kan dessutom försvåra anpassningen av reallöner mellan individer i ett företag och mellan olika branscher, eftersom de nominella lönerna vanligtvis stiger och sällan sänks. Det kan medföra en sämre fungerande arbetsmarknad och en högre arbetslöshet.

inte sker en snabb kronförstärkning som motverkar inflationsuppgången. Sedan det penningpolitiska beslutet i februari har kronans växelkurs utvecklats svagare än väntat och Riksbanken bedömer att kronan kommer att förstärkas långsamt framöver, i takt med att konjunkturen fortsätter förbättras.

Sammantaget är alltså konjunkturutsikterna fortsatt goda. Det talar för att inte förändra penningpolitiken i nuläget. Men samtidigt bedöms det ta längre tid innan inflationen stabiliseras runt 2 procent och osäkerheten kring den ekonomiska och politiska utvecklingen i omvärlden är fortsatt stor. Mot bakgrund av att inflationen varit lägre än målet under lång tid finns det därmed en risk för att inflationsförväntningarna påverkas negativt, vilket skulle göra det ännu svårare att stabilisera inflationen runt inflationsmålet. Detta talar för att penningpolitiken behöver vara mer expansiv.

Hittills har de negativa sidoeffekterna av penningpolitiken varit relativt begränsade men en ännu mer expansiv penningpolitik skulle kunna öka risken för sådana effekter. En mer expansiv penningpolitik skulle dock också bidra till att inflationen stiger snabbare och därmed kan perioden med låg ränta bli kortare och risken för negativa sidoeffekter mindre.

### Något mer expansiv penningpolitik för att ge inflationen stöd

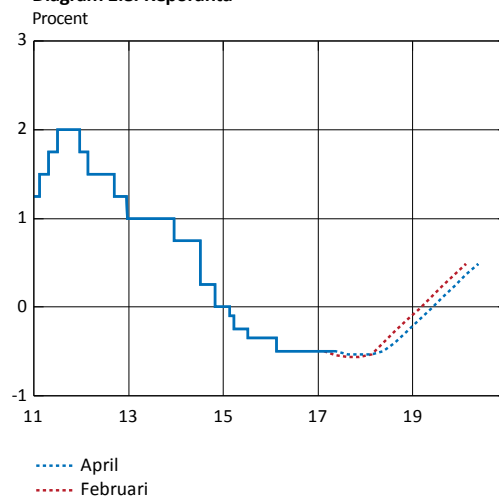
Behovet av en trendmässigt fortsatt stigande inflation och långsiktigt förankrade inflationsförväntningar leder till slutsatsen att penningpolitiken nu behöver bli något mer expansiv. Reporäntan behålls oförändrad på -0,50 procent, köpen av statsobligationer utökas under andra halvåret 2017 och den första räntehöjningen beräknas ske ett kvartal senare. Reporäntebanan avspeglar också att det fortsatt finns en större sannolikhet för att räntan sänks än att den höjs den närmaste tiden (se diagram 1:8). Långsamma höjningar av reporäntan väntas inledas först i mitten av 2018. Prognosen innebär att reporäntan under de närmaste åren kommer att vara avsevärt lägre än den långsiktigt normala räntenivån.<sup>2</sup>

Obligationsköpen utökas med nominella statsobligationer för 7,5 miljarder kronor och reala statsobligationer för 7,5 miljarder kronor. Vid slutet av 2017 kommer de totala köpen av statsobligationer därmed att uppgå till 290 miljarder kronor, exklusive återinvesteringar (se diagram 1:9). Tillsvidare återinvesteras också förfall och kupongbetalningar på statsobligationsportföljen. Under 2017 kommer dessa förfall och kupongbetalningar att uppgå till ungefär 30 miljarder kronor, huvudsakligen i nominella statsobligationer, och återinvesteringarna planeras fortgå under hela året.

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

<sup>2</sup> Se även fördjupningen "Reporäntan på lång sikt" i Penningpolitisk rapport februari 2017.

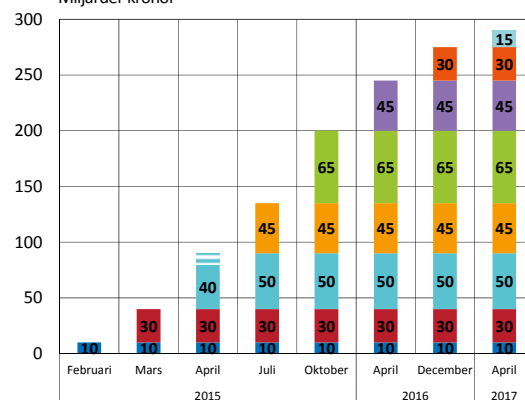
Diagram 1:8. Reporänta



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

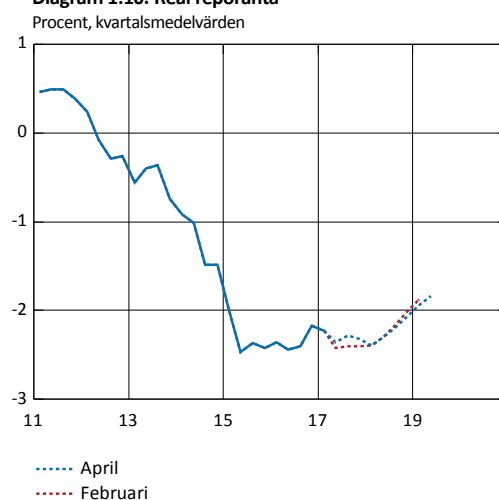
Diagram 1:9. Riksbankens beslutade köp av statsobligationer  
Miljarder kronor



Anm. Köpen av statsobligationer, exklusive återinvesteringar, kommer att pågå till slutet av 2017.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:10. Real reporänta



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

Källor: SCB och Riksbanken

### Begränsade sidoeffekter av penningpolitiken

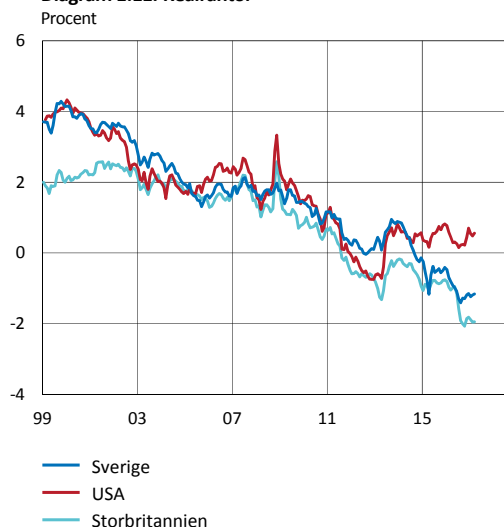
Den penningpolitik som Riksbanken har bedrivit de senaste åren, med en styrränta under noll och omfattande tillgångsköp, har varit mycket expansiv i ett historiskt perspektiv. Politiken är till stor del en följd av en global trendmässig nedgång i nominella och reala räntor (se diagram 1:11). Riksbanken analyserar kontinuerligt effekterna av penningpolitiken och är givetvis angelägen om att tidigt identifiera oönskade sidoeffekter.

En möjlig konsekvens av låga och negativa räntor är att de kan skapa incitament till ett för stort risktagande i ekonomin. I Sverige är det framförallt utvecklingen på bostadsmarknaden som oroar.<sup>3</sup> Som beskrivs längre fram i detta kapitel har bostadspriserna stigit kraftigt under de senaste åren, och hushållens skuldsättning har stigit i takt med bostadspriserna.

När reporäntan sänktes under noll och Riksbanken inledde sina köp av statsobligationer uttrycktes farhågor för att detta skulle påverka finansiella marknadens funktionssätt negativt. Men generellt sett har de finansiella marknaderna så här långt kunnat hantera negativ ränta relativt friktionsfritt.<sup>4</sup> Vad gäller köpen av statsobligationer innehar Riksbanken nu runt 40 procent av den utestående stocken av nominella statsobligationer i svenska kronor. Det innebär att en relativt stor andel av stocken inte finns tillgänglig för handel på marknaden, vilket skulle kunna påverka marknads sätt att fungera. Den sammantagna bedömningen är dock att den svenska statsobligationsmarknaden fortsatt fungerar relativt väl. Riksgälden, som har god inblick i hur marknaden fungerar, delar bedömningen att den fungerar tillfredsställande.<sup>5</sup> Till bilden hör också att även andra faktorer, såsom regleringar, påverkar likviditeten på marknaden.

Kontantuttagen skulle kunna öka om hushåll, företag och andra aktörer möter negativa räntor på sin inlåning, eftersom kontanter ger noll procent i ränta och därför skulle kunna vara ett mer attraktivt alternativ. Alltför stora och snabba kontantuttag skulle kunna skapa risker i det finansiella systemet. Varken hushåll eller de flesta företag har dock idag negativ ränta på sina insättningar. Däremot finns det vissa större företag och kommuner som får betala för sin bankinlåning.<sup>6</sup> Ofta kan dock dessa företag och kommuner i sin tur själva låna upp pengar till negativ ränta, vilket gör att de är bättre rustade att hantera bankinlåning till negativ ränta än mindre aktörer. I dagsläget sker cirka 13 procent av inlåningen från icke-finansiella företag till negativa räntenivåer. Det är alltså en relativt liten andel av inlåningen som omfattas. Det finns samtidigt

Diagram 1:11. Realräntor



Anm. 10-årsränta på reala statsobligationer i Sverige, Storbritannien och USA. Svenska realräntan är nollkupongsräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel-metoden.

Källor: Bank of England, Federal Reserve, Thomson Reuters och Riksbanken

<sup>3</sup> Se också Finansiell stabilitet 2016:2.

<sup>4</sup> Det har dock funnits några undantag. Exempelvis fick många obligationer med rörlig kupong, så kallade FRN-obligationer, negativ kupong när referensräntan blev negativ. Det innebär att investeraren egentligen ska betala kupongen till utgivaren istället för tvärtom. Men hittills har inga investerare behövt betala för kupongen i de fall som den har varit negativ. Numera har kupongerna på FRN-obligationerna ett påslag för att undvika att kupongen blir negativ.

<sup>5</sup> Se rapporten "Statsupplåning: Prognos och analys 2017:1", Riksgälden.

<sup>6</sup> I praktiken sker detta i form av en avgift på inlåning vilket gör att den inte fångas i räntestatistiken. Bankerna redovisar dock avgifterna i sitt räntenetto.

inga tecken på att kontantuttagen har ökat i takt med att reporäntan sänkts, snarare har efterfrågan på kontanter stadigt minskat under många år.

Negativa räntor kan också i viss mån minska bankernas lönsamhet, vilket i förlängningen skulle kunna leda till högre utlåningsräntor och ett lägre utbud av krediter och därmed motverka den avsedda effekten med penningpolitiken. Svenska bankers lönsamhet har dock varit hög och stabil under de senaste åren. Den höga lönsamheten förklaras bland annat av fortsatt låga kreditförluster. Resultaten har också kunnat bibehållas tack vare något större intäkter från andra verksamhetsområden, som fondförvaltning och rådgivning, och en relativt hög kredittillväxt, framför allt med bostäder och fastigheter som säkerhet.<sup>7</sup>

Riksbanken ser inte heller några tecken på att den negativa reporäntan skulle tolkas som en krissignal och därigenom skapa oro och dämpa efterfrågan. Den inhemska efterfrågan har varit en viktig drivkraft bakom den förbättrade konjunkturen i Sverige, och stämmningsläget bland både hushåll och företag är starkare än normalt enligt olika förtroendemätningar.

## Osäkerhet och risker

Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra, vilket osäkerhetsintervallen i diagram 1:1–1:4 illustrerar. I Riksbankens prognoser är riskerna för en bättre respektive sämre utveckling i princip balanserade. Det är dock svårt att bedöma hur sannolika olika framtida händelser är och vilka konsekvenserna skulle bli om de inträffar.

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

Även om svensk ekonomi idag står väl rustad kan det komma negativa överraskningar framöver som gör att penningpolitiken behöver anpassas ytterligare. Riksbanken har därför en fortsatt beredskap att göra penningpolitiken mer expansiv om den trendmässiga inflationsuppgången skulle hotas och förtroendet för inflationsmålet försvagas. Alla de verktyg som Riksbanken har redogjort för tidigare, senast i den penningpolitiska rapporten i september 2016, kan som alltid användas vid behov.

### Osäkerhet kring inflationsprognosen

Utfall och indikatorer har överlag utvecklats i linje med prognoserna sedan i februari. Men den politiska situationen på

### KPI, KPIF och HIKP

Det vanligaste måttet på inflation i Sverige är konsumentprisindex, KPI. KPI är målvariabel för penningpolitiken men syftet med måttet är också att beräkna den påverkan prisförändringar har på hushållens levnadskostnader och det används bland annat för att räkna ut prisbasbeloppet. I KPI ingår hushållens räntekostnader för boende som direkt påverkas av Riksbankens reporänta. Därför är det ibland lämpligt att i stället titta på KPIF, där bostadsräntorna hålls konstanta. Det EU-harmoniserade inflationsmålet HIKP påverkas inte heller direkt av förändrade bostadsräntor eftersom hushållens boendekostnader till stor del utelämnas. Till skillnad från KPI syftar HIKP inte till att vara ett levnadskostnadsindex, utan är i stället tänkt att vara ett mått som är bra för penningpolitiska ändamål. HIKP kallas därför ofta ett inflationsindex och är målvariabel för penningpolitiken i bland annat euroområdet och Storbritannien. Att KPI, KPIF och HIKP har olika syften innebär att de beräknas på delvis olika sätt. Trots skillnaderna i konstruktion är inflationen mätt med HIKP och KPIF likartad, medan KPI-inflationen varierar mer. Mer information om olika inflationsmått och relaterade frågeställningar finns i Riksbanksstudien "Riksbankens inflationsmål – målvariabel och intervall" (september 2016).

<sup>7</sup> Se även fördjupningen "Hur påverkar låga och negativa räntor bankers lönsamhet?" i Penningpolitisk rapport april 2016.

flera håll i världen bidrar till att göra det säkerhetspolitiska läget instabilt och den ekonomiska utvecklingen svåröversäglig. Den politik som aviserats av USA:s president innebär sannolikt minskad handel med andra länder och minskad invandring till USA. En sådan utveckling skulle, främst på lite längre sikt, innebära en lägre ekonomisk tillväxt globalt (se även fördjupningen "Ekonomiska konsekvenser av ökad protektionism" i denna rapport). Mer protektionism och därmed högre importkostnader och mindre konkurrens skulle samtidigt kunna medföra högre global inflation. Storbritanniens beslut att lämna EU skulle kunna få liknande följder.

I Europa bidrar den politiska situationen i flera länder till att skapa osäkerhet om den ekonomiska politiken. Under våren hålls president- och parlamentsval i Frankrike och val till parlamentet i Storbritannien, och i Italien ska parlamentsval hållas senast i maj 2018. Dessa val blir viktiga för huruvida utvecklingen mot en mer inåtvänd ekonomisk politik förstärks ytterligare. Både i Frankrike och Italien finns starkt EU-kritiska partier vars agendor bland annat innefattar förslag på folkomröstningar om att lämna EMU-samarbetet. Högre statsobligationsräntor i euroländer som har en hög statskuld i förhållande till BNP och som brottas med strukturella problem speglar att den upplevda risken har ökat. I fördjupningen "Omvärldens betydelse för penningpolitiken" i denna rapport beskrivs hur penningpolitiken i Sverige skulle kunna påverkas om den ekonomiska utvecklingen i omvärlden blir svagare än i huvudscenariot. Utöver de politiska riskerna är utvecklingen i banksektorn i euroområdet sedan tidigare en viktig riskfaktor. Bankerna i vissa länder har under en längre tid haft problem med svag lönsamhet och en stor andel dåliga lån. Detta är några exempel på viktiga omvärldsrisker som centralbanker behöver bevaka noggrant då en ogynnsam utveckling snabbt skulle kunna förändra förutsättningarna för penningpolitiken.

Förändringarna i kronans växelkurs under det senaste året illustrerar att prognoser för växelkursen är mycket osäkra. En stor och snabb förstärkning av växelkursen skulle dämpa importpriserna och efterfrågan, vilket skulle göra det svårare att nå inflationsmålet i den takt som Riksbanken nu förutser. Problemen skulle kunna bli särskilt allvarliga om förtroendet för inflationsmålet på nytt försvagas. Denna risk är betydande mot bakgrund av att inflationen varit låg under en längre tid.

Sambandet mellan kronans utveckling och inflationen beror dock till stor del på vad som driver rörelserna i växelkursen.<sup>8</sup> Om kronan stärks som ett resultat av en global konjunkturuppgång och ökande efterfrågan på svensk export stiger samtidigt BNP-tillväxten i Sverige. Högre efterfrågan innebär då att inflationen kan stiga trots att växelkursen förstärks.

Resursutnyttjandet fortsätter att stiga och väntas vara högre än normalt under prognosperioden. Enligt historiska samband kan därmed lönerna väntas öka snabbare och

<sup>8</sup> Se även fördjupningen "Växelkursens genomslag på inflationen" i Penningpolitisk rapport december 2016.

inflationen bli högre framöver. Men trots att läget på arbetsmarknaden bedöms vara allt mer ansträngt indikerar det normalerande avtal som parterna nyligen slutit att kostnadstrycket stiger långsammare än i Riksbankens föregående prognos. Detta illustrerar att det är svårt att veta hur snabbt resursutnyttjandet påverkar löneökningstakten och inflationen.<sup>9</sup> Särskilt om det har skett strukturella förändringar i ekonomin eller att pris- och lönebildningen har anpassats till en lång period av låg inflation kan det ta lång tid innan konjunktoren påverkar löner och priser. Men om det snarare handlar om kvarvarande konjunktorella effekter av den finansiella krisen är det möjligt att löner och priser kan stiga snabbare än väntat när dessa effekter klingar av.

Den ekonomiska utvecklingen kan också komma att bli starkare än i prognosen. Den senaste tiden har realekonomin stärkts relativt snabbt både i omvärlden och i Sverige. Om denna utveckling skulle fortsätta kan resursutnyttjandet och därmed inflationen drivas upp ganska snabbt. Inflationen har dock underskridit målet under lång tid och skulle inflationen tillfälligt bli något högre än inflationsmålet behöver det inte innebära att penningpolitiken måste göras mindre expansiv i närtid. Detta illustreras även i scenariot "Omvärldens betydelse för penningpolitiken" i denna rapport.

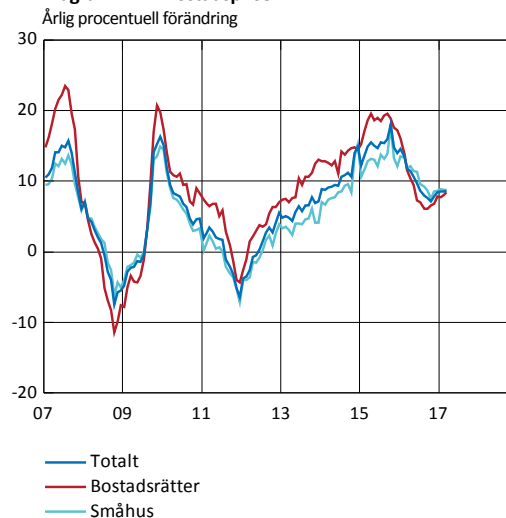
### Riskerna med hushållens skuldsättning kvarstår – angeläget med ytterligare åtgärder

Många tillgångspriser och i synnerhet bostadspriserna har stigit kraftigt under de senaste åren, och hushållens skuldsättning har stigit i takt med bostadspriserna (se diagram 1:12 och 1:13). Den höga och ökande skuldsättningen kan äventyra den finansiella och makroekonomiska stabiliteten. För att få en långsiktigt hållbar utveckling för svensk ekonomi, med stabil konjunktur och inflation, behövs en kombination av åtgärder inom olika politikområden. Detta är särskilt viktigt eftersom räntorna förväntas vara fortsatt låga under en lång tid. Det behövs riktade åtgärder inom bostadspolitiken och skattepolitiken. På kort sikt kan det finnas ett ytterligare behov av makrotillsynsåtgärder, exempelvis införande av ett skuldkvotstak som begränsar hur mycket ett hushåll får låna i relation till sin inkomst. En annan möjlig åtgärd är att se över regelverk så att bankerna får större incitament att ge lån med långa räntebindingstider, och hushållen större incitament att välja sådana lån. Riksbanken har också framfört att det är viktigt att Finansinspektionens uppdrag och mål för makrotillsynen, samt processen för att tilldela Finansinspektionen verktyg, bör förtydligas och preciseras i lag.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> Se även fördjupningen "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation" i Penningpolitisk rapport oktober 2016.

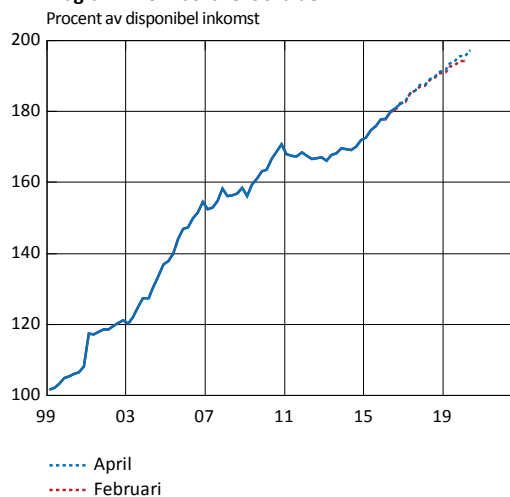
<sup>10</sup> Den 23 februari presenterade Finansdepartementet ett lagförslag som syftar till att ge Finansinspektionen ytterligare verktyg för makrotillsyn, vilket Riksbanken välkomnar. Enligt förslaget ska Finansinspektionens föreskrifter om tillämpning av verktygen vara underkastade regeringens medgivande. Riksbanken anser att det finns bättre sätt att tillgodose regeringens behov av kontroll, samtidigt som nödvändigt utrymme för flexibilitet och Finansinspektionens möjlighet att agera snabbt tillvaratas. Se vidare "Remissyttrande om Promemorior Ytterligare verktyg för makrotillsyn", 18 april 2017. Sveriges riksbank.

Diagram 1:12. Bostadspriser



Källa: Valueguard

Diagram 1:13. Hushållens skulder



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

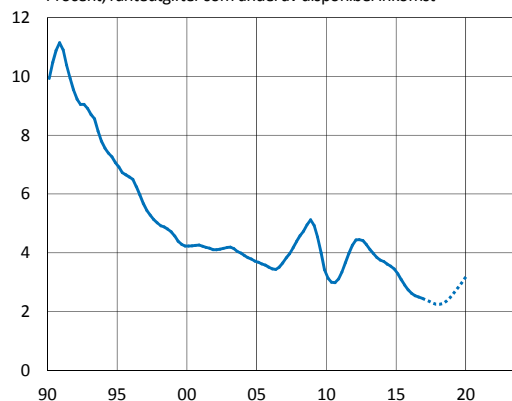
Källor: SCB och Riksbanken



Hög skuldsättning i kombination med att lån i stor utsträckning har rörlig ränta innebär att hushållens räntekänslighet är betydande. Hushållens ränteutgifter som andel av de disponibla inkomsterna kan komma att förändras relativt mycket framöver även vid förhållandevis små ändringar av reporäntan (se diagram 1:14). I slutet av prognosperioden väntas reporäntan ha stigit med en procentenhet från dagens nivå. En ökad andel lån med bundna bolåneräntor skulle innebära att hushållens ekonomi blir mindre känslig för ränteuppgångar.

En kraftigt höjd reporänta skulle förvisso bromsa skulduppbyggnaden men samtidigt leda till högre arbetslöshet, en betydligt starkare växelkurs och lägre inflation. Andra åtgärder som är mer specifikt inriktade på att minska riskerna förknippade med hushållens skulder har mindre negativa effekter på ekonomin i övrigt. Om inga ytterligare åtgärder vidtas bedöms de samhällsekonomiska obalanserna öka. Det kan i förlängningen bli mycket kostsamt för Sveriges ekonomi.

**Diagram 1:14. De svenska hushållens räntekvot**  
Procent, ränteutgifter som andel av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken



## FÖRDJUPNING – Omvärldens betydelse för penningpolitiken

Konjunkturuppgången i världsekonomin fortsätter och omfattar allt fler länder. Det senaste halvåret har utfall och indikatorer gett fog för ökad optimism och det är möjligt att kraften i konjunkturuppgången underskattas. Men samtidigt finns det risker för bakslag kopplade till den ekonomisk-politiska utvecklingen i omvärlden. I denna fördjupning presenteras hur två alternativa scenarier för omvärldsutvecklingen kan påverka den ekonomiska utvecklingen i Sverige. Att inflationen har varit låg under en längre tid innebär att en svagare ekonomisk utveckling i Sverige än i huvudscenariot skulle kunna ha en större påverkan på förtroendet för inflationsmålet än normalt. En lägre inflation än i huvudscenariot är därför ett mer bekymmersamt scenario än att inflationen tillfälligt skulle bli något högre än inflationsmålet. Om ekonomin skulle utvecklas svagare än väntat kan Riksbanken vidta en rad olika åtgärder för att göra penningpolitiken mer expansiv. Om utvecklingen istället skulle bli starkare än i huvudscenariot talar de senaste årens låga inflation för en mer försiktig anpassning av penningpolitiken än normalt.

### Konjunkturåterhämtning kantad av politiska risker

Världsekonomin är i en återhämtningsfas. Under 2016 växte global BNP med 3,1 procent och i år väntas tillväxten bli 3,4 procent. Efter flera år då tillväxten blivit överraskande låg har utfallen varit mer i linje med förväntningarna på senare tid. Dessutom har framåtblickande indikatorer såsom globalt inköpschefsindex och konsumentförtroende stärkts sedan 2016. Att förutsäga vändpunkter i konjunkturen är svårt och det är möjligt att kraften i konjunkturuppgången underskattas.

Samtidigt bidrar dock den politiska situationen på flera håll i världen till att göra den ekonomiska och politiska utvecklingen svåröversäglig. Stödet för EU-kritiska politiska partier i Europa är exempelvis större än på mycket länge och dessa partiers agendor har, om de skulle infrias, potential att radikalt förändra den ekonomiska politiken. Ett par exempel är Front National i Frankrike och den så kallade Femstjärnerörelsen i Italien. Även i USA finns en osäkerhet kring utformningen av den ekonomiska politiken, i synnerhet finans- och handelspolitiken.

Det finns således både uppåt- och nedåtrisker för omvärldsutvecklingen. Här illustreras dessa genom två alternativa scenarier som tar avstamp i Europa men som mer allmänt skulle kunna användas för att belysa risker även på andra håll i världsekonomin. Huvudsyftet är att diskutera hur penningpolitiken skulle kunna komma att utformas, mot bakgrund av dagens starka ekonomiska läge och att inflationen samtidigt har varit låg under en lång tid.

### Starkare europeisk konjunktur

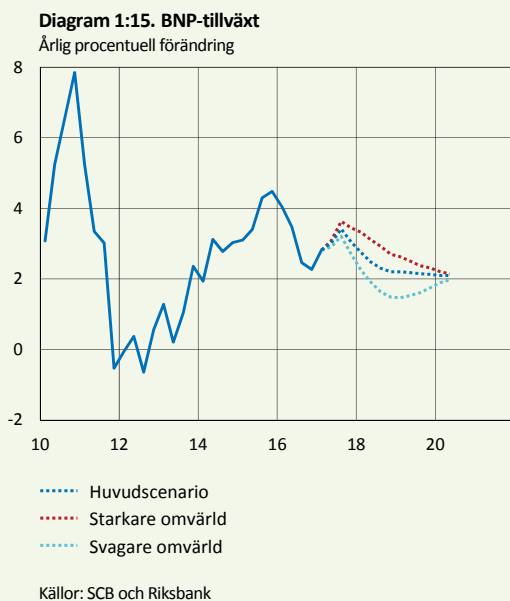
Indikatorer tyder på en stigande BNP-tillväxt i flera europeiska länder och det kan finnas ett uppdämt behov av in-

vesteringar efter flera år av svag investeringstillväxt. Samtidigt stärks förtroendet bland hushåll och företag. I det första scenariot antas dessa trender fortsätta att förstärkas ganska snabbt och bidra till en högre investeringstillväxt, och därmed en snabbare konjunkturuppgång, i Europa jämfört med bedömningen i huvudscenariot. BNP-tillväxten i omvärlden (KIX-viktad) antas bli i genomsnitt 0,2 procentenheter högre per år än i huvudscenariot 2017–2019, och skillnaden beror främst på en högre tillväxt i euroområdet.

Bättre utsikter i Europa påverkar den svenska ekonomin på flera olika sätt. En stor del av svensk export går till europeiska länder och därtill utgörs en stor del av denna export av investeringsvaror. Att förtroendet stärks ytterligare innebär också att hushållen sparar mindre och istället konsumerar mer. Sammantaget innebär detta att efterfrågan i Sverige ökar snabbare och BNP-tillväxten blir högre än i huvudscenariot (diagram 1:15). Därmed stiger också efterfrågan på arbetskraft snabbare vilket i förlängningen leder till en högre löneökningstakt och högre kostnader för företagen. Högre efterfrågan och högre kostnader medför både större möjligheter och större behov för företagen att höja sina priser. KPIF-inflationen blir därför högre än väntat (diagram 1:16). Kronan blir något starkare än i huvudscenariot men effekterna av detta på realekonomin och inflationen är små.

I scenariot illustreras effekterna på tillväxten och inflationen då penningpolitiken inte ändras jämfört med huvudscenariot. Under normala omständigheter skulle dock utvecklingen i scenariot innebära att penningpolitiken görs tydligt mindre expansiv, särskilt mot bakgrund av den starka konjunkturutvecklingen i utgångsläget. Men inflationen har varit lägre än inflationsmålet under en lång

tid och penningpolitiken har gjorts allt mer expansiv. I dagens situation finns det en påtaglig risk för att förtroendet för inflationsmålet påverkas mer än normalt av negativa inflationsöverskningar.<sup>11</sup> Denna risk talar för en mer försiktig anpassning av penningpolitiken än normalt i scenariot. En sådan penningpolitik minskar risken för att inflationsuppgången bryts och att förtroendet för inflationsmålet försvagas igen. Därmed tillåts också inflationen bli något högre än inflationsmålet under en tid.

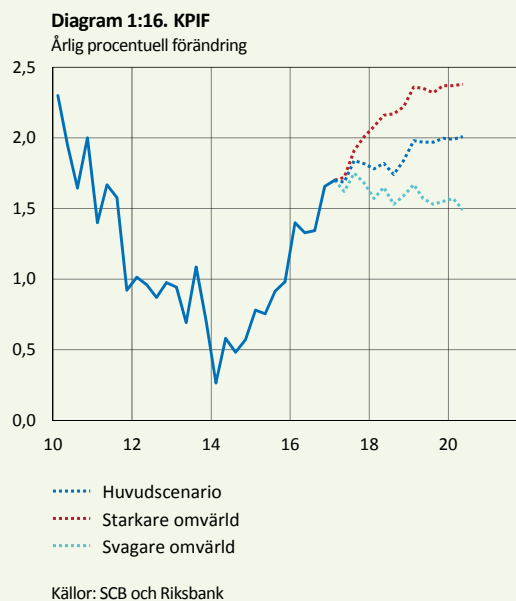


### Oro för bakslag ger svagare utveckling

I det andra scenariot antas att den politiska utvecklingen i Europa under 2017 medför att utsikterna för EMU- och EU-samarbetet försämras. Denna oro tar sig bland annat uttryck i att räntorna på ett antal länders statsobligationer stiger tydligt relativt tyska räntor. Flera av dessa länder har en hög statsskuld i relation till BNP och att deras räntor stiger speglar en ökad kreditrisk, det vill säga en ökad sannolikhet för att värdet på statsskulden skrivs ned. Ränteskillnaden för dessa länder gentemot Tyskland antas öka med som mest tre procentenheter under 2017 för att sedan falla tillbaka till mer normala nivåer i slutet av prognosperioden. Denna utveckling innebär att problemen med dålig lönsamhet och svaga balansräkningar i den europeiska banksektorn förstärks ytterligare. Förtroendet bland hushåll och företag påverkas negativt och återhämtningen i den europeiska ekonomin bryts. BNP-tillväxten i omvärlden (KIX-viktad) blir i genomsnitt 0,6 procentenheter lägre än i huvudscenariot 2017–2019.

Oron kopplad till den politiska utvecklingen i Europa påverkar den svenska ekonomin via flera olika kanaler. En

svagare realekonomisk utveckling i Europa innebär att efterfrågan på svenska exportvaror blir lägre än i huvudscenariot samtidigt som hushållens och företagens förtroende påverkas negativt. Försiktighetssparandet bland hushåll ökar och företagens investeringsvilja minskar. BNP-tillväxten i Sverige påverkas ungefär som i omvärlden och blir lägre (se diagram 1:15). Det gäller också KPIF-inflationen (se diagram 1:16). Kronan blir något svagare än i huvudscenariot men effekterna av detta är små.



I scenariot beräknas effekterna på tillväxten och inflationen då penningpolitiken är som i huvudscenariot. Detta görs för att tydliggöra effekterna som den svagare omvärldsutvecklingen skulle ge upphov till. De relativt stora negativa effekterna på KPIF-inflationen gör dock att detta antagande för penningpolitiken inte är realistiskt utan det finns i scenariot ett behov av att göra penningpolitiken mer expansiv. Detta skulle exempelvis kunna ske genom att reporäntan sänks, att perioden med en negativ reporänta förlängs eller genom ytterligare statsobligationsköp, eller en kombination av dessa åtgärder. Eftersom de svenska statsfinanserna är i god ordning skulle det också finnas utrymme för finanspolitiska stimulanser.

### Penningpolitiken tar hänsyn till risker med låg inflation

Sammanfattningsvis illustrerar diskussionen utifrån de båda scenarierna att penningpolitiken i dagsläget inte nödvändigtvis skulle reagera lika kraftfullt om inflationen blev överraskande hög respektive låg. Inflationen har varit lägre än 2 procent under en lång tid, vilket innebär att risken för att förtroendet för inflationsmålet försvagas är

<sup>11</sup> I IMF:s World Economic Outlook, oktober 2016, presenteras exempelvis empiriska resultat som visar att inflationsförväntningarnas känslighet för överraskningar i inflat-

ionsutfallen är större i länder där styrräntorna är väldigt låga. Detta tyder på att inflationsförväntningarnas känslighet påverkas av hur stort det penningpolitiska handlingsutrymmet upplevs vara.

större än normalt om den ekonomiska utvecklingen återigen skulle bli svagare än väntat. I ett scenario där den ekonomiska utvecklingen blir starkare än väntat kan detta motivera en mer försiktig anpassning av penningpolitiken än normalt. I ett scenario där utvecklingen istället blir svagare än i huvudscenariot behöver penningpolitiken göras mer expansiv, vilket i så fall kan ske på en rad olika sätt.

## KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Sedan den penningpolitiska rapporten i februari har utvecklingen på de finansiella marknaderna varit relativt stabil. Federal Reserve höjde sin styrränta i mars medan centralbankerna i Europa har hållit fast vid tidigare beslutad politik. Statsobligationsräntor i omvärlden har rört sig åt olika håll och ränteskillnaden mellan Tyskland och de länder i Europa där osäkerheten kring den ekonomiska och politiska utvecklingen är större har fallit tillbaka efter den första omgången av det franska presidentvalet. I Sverige har statsobligationsräntorna sjunkit något. Kronan är i konkurrensvägda termer svagare än prognosen i februari. Hushåll och företag möter fortfarande låga räntor och kredittillväxten är hög. Sammantaget bedöms de finansiella förhållandena vara gynnsamma för tillväxten den närmaste tiden.

### Utvecklingen internationellt

#### Ny räntehöjning från Federal Reserve

Vid Riksbankens penningpolitiska beslut i mitten av februari indikerade priser på finansiella marknader en relativt låg sannolikhet för att Federal Reserve skulle göra en ny räntehöjning i närtid. Men efter tydliga signaler i olika tal från ledamöter i Federal Reserves penningpolitiska kommitté ändrades denna bild och inför mötet i mars rådde det konsensus på marknaden om att centralbanken skulle höja sin styrränta. Då höjningen var helt väntad blev marknadsreaktionerna vid beslutstillfället begränsade. Även marknadsprissättningen för den amerikanska styrräntan under resten av året har skiftat upp medan förväntningarna på längre sikt har sjunkit något (se diagram 2:1).

Vid Federal Reserves möte upprepades även planerna på att fortsätta återinvestera alla förfall i värdepappersportföljen tills räntehöjningscykeln har kommit en bra bit på väg. Av protokollet från mötet framgår det att en nedtrappning av återinvesteringarna troligen kan inledas under året givet att ekonomin utvecklas i linje med förväntan. Budskapet är att förändringarna kommer att ske gradvis och på ett förutsägbart sätt och att de ska kommuniceras i god tid innan förändringarna faktiskt genomförs.

Vid ECB:s penningpolitiska möte i början på mars hölls penningpolitiken oförändrad. Inlåningsräntan, som för närvarande är den ränta som styr dagslåneräntan i euroområdet,

Tabell 2:1.

#### Utvecklingen på finansiella marknader sedan den penningpolitiska rapporten i februari

Något lägre statsobligationsräntor i Sverige. Ränteskillnaderna mellan Tyskland och de länder i Europa där osäkerheten kring den ekonomiska och politiska utvecklingen är större har sjunkit tillbaka efter den första omgången av det franska valet.

Kronan är i konkurrensvägda termer svagare än prognosen i februari.

Aktieindex i Sverige har stigit i linje med omvärlden.

Fortsatt låga räntor till hushåll och företag.

Fortsatt hög tillväxt i utlåningen till hushåll och icke-finansiella företag.

#### Transmissionsmekanismen – från reporäntan till räntor till 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 långa 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.



lämnades kvar på -0,40 procent och tillgångsköpen fortlöper under 2017 enligt den tidigare annonserade planen. Vid mötet i december lättade ECB på sina regler kring statsobligationsköp. För att säkerställa en smidig implementering av programmet tillåts nu köp av statsobligationer med en ränta under inlåningsräntan i den mån det anses vara nödvändigt. Detta syns nu till exempel på att den genomsnittliga löptiden för köpen av tyska obligationer har sjunkit. ECB vidhåller att deras styrräntor kommer att ligga kvar på nuvarande eller lägre nivåer under en lång tid och betydligt längre än slutpunkten för tillgångsköpsprogrammet. Marknadens förväntningar på ECB:s inlåningsränta är i princip oförändrade sedan februari (se diagram 2:1). Tidvis under perioden var dock marknadsprissättningen något högre efter spekulationer om att ECB skulle kunna tänka sig att höja inlåningsräntan innan tillgångsköpen avslutas. Detta har senare tillbakavisats av företrädare för ECB vilket medfört att marknadsprissättningen skiftat ned igen.

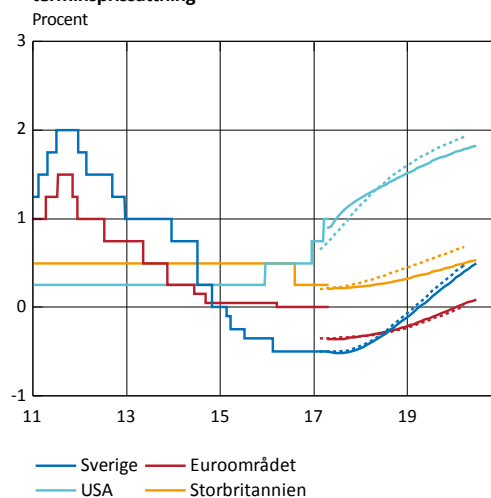
Bank of England lämnade sin styrränta oförändrad på 0,25 procent och marknaden förväntar sig att den ligger kvar på denna nivå under en längre tid (se diagram 2:1). Bank of England förväntas alltså bortse från den tillfälligt högre inflationstakten som följer av den kraftiga försvagningen av pundet efter Brexit-omröstningen. Norges bank lämnade sin styrränta oförändrad på 0,50 procent men signalerade att en första räntehöjning nu ligger något längre fram i tiden. Sammantaget bedriver således centralbankerna i Sveriges närområde fortsatt en mycket expansiv penningpolitik.

### Ränteskillnader i Europa har fallit tillbaka

I USA har längre statsobligationsräntor sjunkit något sedan Riksbankens penningpolitiska beslut i februari, medan kortare statsobligationsräntor är i princip oförändrade. Utvecklingen kan ses i ljuset av att marknaden nu räknar med något mindre expansiv penningpolitik än tidigare vilket bidragit till ett tryck uppåt på räntorna, framför allt på kortare löptider. Samtidigt har en ökad osäkerhet över den politiska utvecklingen och vilka reformer president Trump kommer att kunna driva igenom bidragit till något lägre räntor. Sammantaget har effekterna på korta räntor i stort sett tagit ut varandra. Sett i ett lite längre perspektiv har de längre statsobligationsräntorna varit relativt stabila på klart högre nivåer än före presidentvalet (se diagram 2:2).

I Tyskland är den 10-åriga statsobligationsräntan i princip oförändrad (se diagram 2:2). Räntor med kortare löptider är däremot något högre jämfört med i februari efter att de stigit tydligt efter utgången i den första omgången av det franska presidentvalet. Det har dock varit större rörelser under perioden. I slutet av februari sjönk tyska statsobligationsräntor tydligt, framför allt de med lite kortare löptider. Den 2-åriga statsobligationsräntan var i slutet av februari nära -1 procent. Detta var en följd av att ECB köpt tyska obligationer med kortare löptider men också av högre efterfrågan på tillgångar

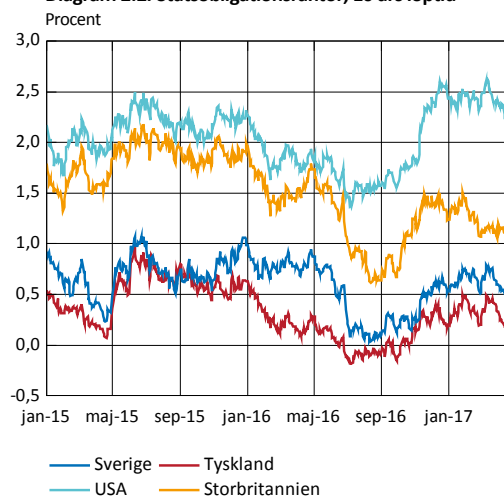
**Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning**



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan. I Sverige finns ingen publicerad dagslåneränta, men normalt följer den reporäntan väl. Heldragna linjer är skattade 2017-04-24, streckade linjer är skattade 2017-02-14.

Källor: Macrobond och Riksbanken

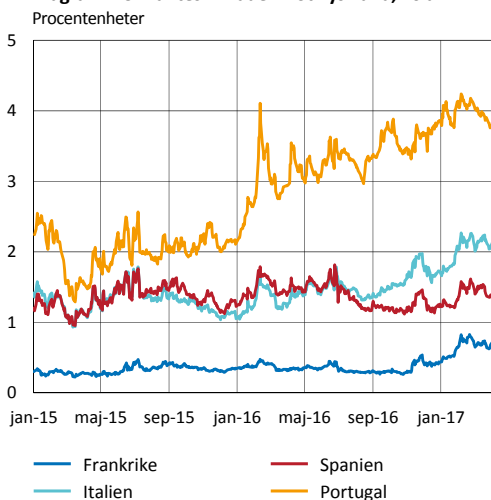
**Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid**



Anm. Nollkupongsräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel-metoden.

Källor: Macrobond och Riksbanken

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



Anm. Ränteskillnaden avser 10-åriga nollkupongsräntor.

Källa: Thomson Reuters

som upplevs som säkra i perioder då den politiska osäkerheten är högre.

Denna utveckling syns också i ränteskillnader mellan olika europeiska länder. Fram till slutet av februari steg ränteskillnaderna generellt mellan Tyskland och de länder i Europa där osäkerheten kring den ekonomiska och politiska utvecklingen är större, såsom Frankrike och Italien. Därefter föll ränteskillnaderna tillbaka något för att återigen stiga fram till det franska presidentvalets första omgång. Efter valutgången sjönk ränteskillnaderna tillbaka (se diagram 2:3).

I Storbritannien har en fortsatt osäkerhet kring vad Storbritanniens utträde ur den europeiska unionen får för effekter på den brittiska ekonomin bidragit till att statsobligationsräntorna sjunkit (se diagram 2:2).

### Stark börsutveckling men riskerna har ökat

Sedan februari har börskurserna i USA legat stilla medan de har stigit i de flesta europeiska länder. Även börserna i många utvecklingsländer har stigit (se diagram 2:4). I till exempel Mexiko, där börsen föll kraftigt direkt efter presidentvalet i USA, är nu kurserna tillbaka på de nivåer som man såg före valet. Även den mexikanska valutan är tillbaka på ungefär samma nivå som före det amerikanska valet. Den förväntade volatiliteten på aktiemarknaden i både USA och Europa har stigit något i samband med ökade geopolitiska spänningar men sjönk tillbaka efter den första omgången i det franska presidentvalet och ligger fortfarande på relativt låga nivåer. I USA är kostnaden för att försäkra sig mot större börsnedgångar genom optioner dock förhållandevis hög. Till exempel befinner sig det så kallade SKEW-indexet, som stiger när säljoptioner är dyra i förhållande till köpoptioner, på relativt höga nivåer. Det innebär att marknaden, trots låg volatilitet, nu prissätter en förhöjd risk för större börsfall (se diagram 2:5).

På valutamarknaden har euron stärkts något efter valutgången i Frankrike. Även den japanska yenen har stärkts något under perioden medan den amerikanska dollarn har försvagats.

## Finansiella förhållanden i Sverige

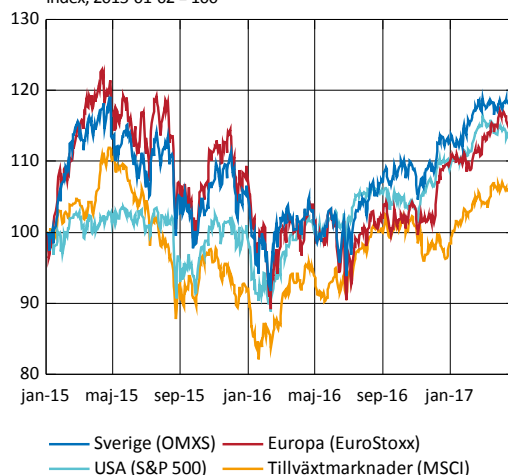
### Små rörelser i svenska marknadsräntor

Enligt prissättningen på de finansiella marknaderna är förväntningarna på den framtida reporäntan nära på oförändrade sedan februari (se diagram 2:1). Terminräntorna ligger marginellt över Riksbankens reporäntebana de närmaste åren. Enkätundersökningar av marknadsaktörernas förväntningar på nivån på reporäntan framöver ligger också något högre än Riksbankens ränteprogos på ett och två års sikt (se diagram 2:6). I ett historiskt perspektiv är dock avvikelserna från Riksbankens ränteprogos små.

De svenska statsobligationsräntorna har sjunkit något sedan februari och ränteskillnaden mot Tyskland har minskat.

Diagram 2:4. Börsutveckling

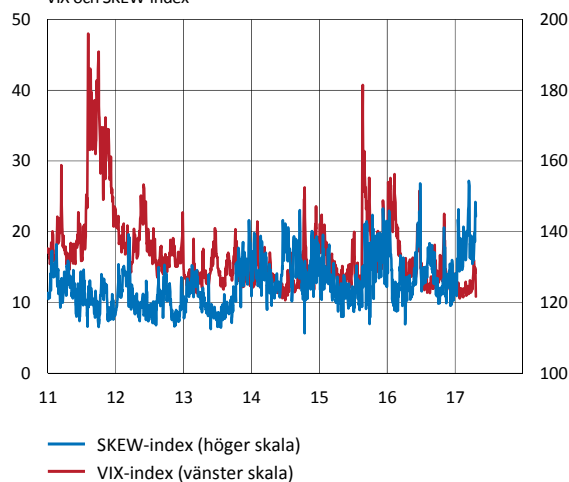
Index, 2015-01-02 = 100



Källor: Macrobond och Thomson Reuters

Diagram 2:5. Volatilitet och risk för stora nedgångar på aktiemarknaden

VIX och SKEW-index

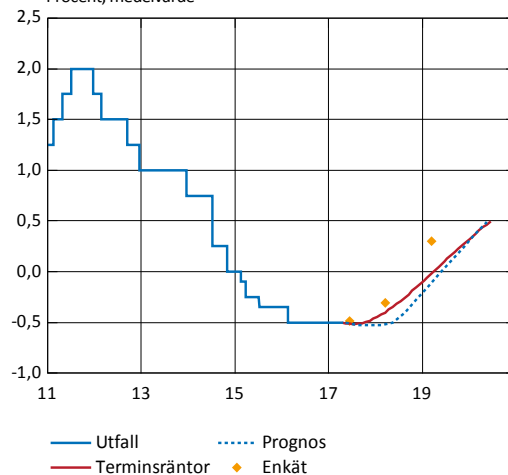


Anm. Både VIX och SKEW beräknas utifrån optioner på aktieindexet S&P 500. VIX-indexet mäter den förväntade volatiliteten på aktiemarknaden, medan SKEW-indexet visar hur dyrt det är att köpa skydd mot stora börsfall.

Källa: Thomson Reuters

Diagram 2:6. Reporänta och marknadens förväntningar

Procent, medelvärde



Anm. Terminräntorna är skattade 2017-04-24 och är ett mått på förväntad reporänta. Enkät svar visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer den 2017-04-12.

Källor: Macrobond, TNS Sifo Prospera och Riksbanken



Även räntor på andra typer av obligationer, såsom säkerställda obligationer och företagsobligationer, har sjunkit något under perioden.

Räntor med kortare löptid har stigit något men räntan på statsskuldväxlar med kort löptid ligger fortfarande klart under reporäntan (se diagram 2:7). En bidragande orsak till detta är Riksbankens statsobligationsköp (se även fördjupningen "Penningpolitikens effekt på finansiella variabler").

Statsobligationsköpen har medfört att Riksbanken nu innehåller runt 40 procent av den utestående stocken av nominella statsobligationer i svenska kronor. Det innebär att en relativt stor andel av stocken inte finns tillgänglig för handel på marknaden, vilket skulle kunna påverka marknadens sätt att fungera. Samtidigt har det under senare år införts olika typer av nya finansiella regleringar, som också de kan ha påverkat marknadens funktionssätt. Även om bilden inte är entydig så tyder flera indikatorer på att Riksbankens obligationsköp har haft en begränsad inverkan på marknadslikviditeten och den sammantagna bedömningen är att den svenska statsobligationsmarknaden fortsatt fungerar relativt väl.<sup>12,13</sup>

### Kronan svagare än i februari

Kronan har i konkurrensvägs termer, KIX, försvagats jämfört med prognosen i februari (se diagram 4:14). Kronan har försvagats mot vissa valutor som ingår i indexet, exempelvis euron och det brittiska pundet, men stärkts något mot andra, exempelvis den amerikanska dollarn och norska kronan (se diagram 2:8).

Den svenska börsen har utvecklats i linje med aktiemarknaden i övriga Europa och har stigit något sedan februari (se diagram 2:4).

### Kredittillväxten för hushåll och företag fortsatt hög

Bankernas fortsatt goda finansieringsvillkor gör att utlåningsräntorna till hushåll och företag är kvar på historiskt låga nivåer. Den genomsnittliga bolåneräntan för nya avtal låg i februari kvar på 1,6 procent medan genomsnittsräntan för nya banklån för icke-finansiella företag uppgick till 1,3 procent (se diagram 2:9).

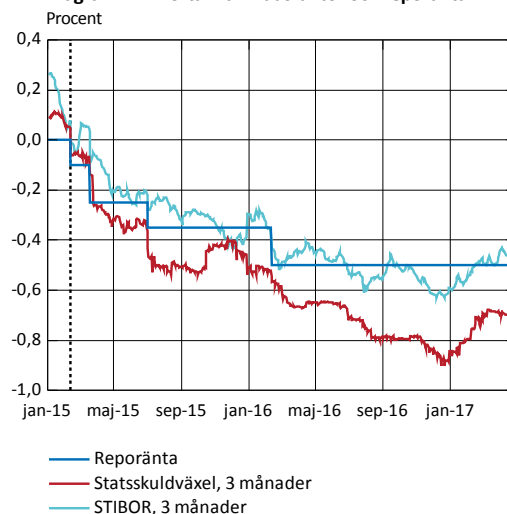
Sedan reporäntan för första gången sänktes under noll i februari 2015 har utlåningsräntorna till hushåll sjunkit något mindre än reporäntan, medan utlåningsräntan till företag har sjunkit något mer. De genomsnittliga inlåningsräntorna för hushåll och företag har varit i stort sett oförändrade sedan mitten av 2015 och ligger nära noll.<sup>14</sup> Sammantaget har genomslaget från reporäntan till in- och utlåningsräntorna varit i linje med Riksbankens förväntningar.

<sup>12</sup> För en diskussion om indikatorer för marknadslikviditet, se Bonthron, F. Johansson, T. och Mannent, J. Marknadslikviditeten på den svenska obligationsmarknaden och dess betydelse för finansiell stabilitet, *Ekonomisk kommentar nr 3*, 2016. Sveriges riksbank.

<sup>13</sup> Se även Finansiell stabilitet 2016:2.

<sup>14</sup> De flesta finansiella företag samt vissa större icke-finansiella företag och kommuner möter negativa inlåningsräntor. Av tekniska skäl redovisas dock den negativa inlåningsräntan ofta som en avgift och syns därför inte alltid i statistiken från SCB. Inlåning till negativa räntor utgör dock en liten andel av den totala inlåningen från icke-finansiella företag. Se fördjupningen "Perspektiv på den negativa reporäntan" i Penningpolitisk rapport juli 2016.

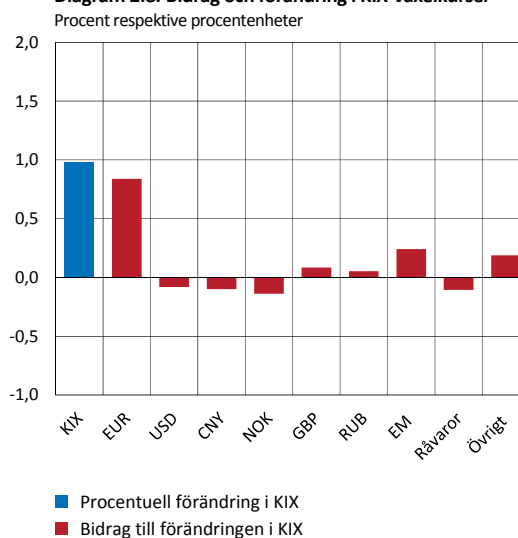
Diagram 2:7. Korta marknadsräntor och reporäntan



Anm. Streckad linje avser startpunkten för obligationsköpen.

Källor: Macrobond och Riksbanken

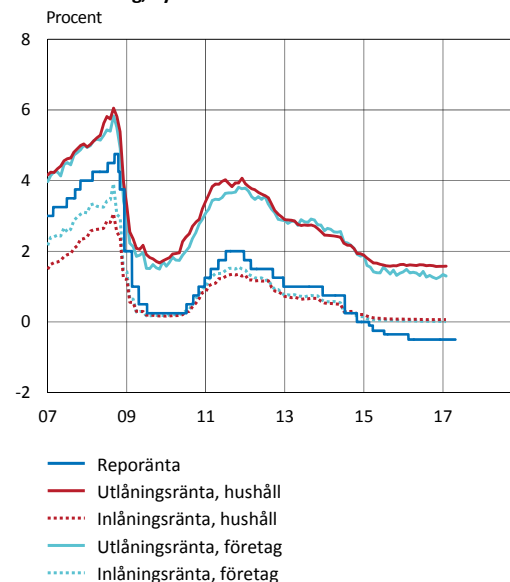
Diagram 2:8. Bidrag och förändring i KIX-växelkurser



Anm. Diagrammet visar förändring i KIX och bidrag från olika valutor mellan 2017-02-14 och 2017-04-24. EM avser Brasilien, Indien, Mexiko, Polen, Turkiet och Ungern. Rävaror avser Australien, Kanada och Nya Zeeland. Övrigt avser Danmark, Island, Japan, Schweiz, Sydkorea och Tjeckien.

Källor: Thomson Reuters och Riksbanken

Diagram 2:9. Reporänta samt in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal



Anm. MF:s genomsnittliga in- och utlåningsränta för hushåll och företag.

Källor: SCB och Riksbanken

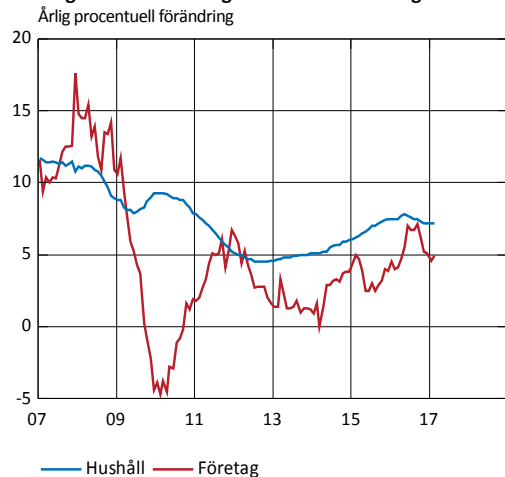
Kredittillväxten hos hushållen är fortsatt hög, även om den har mattats av något sedan mitten av 2016. I februari var den årliga tillväxttakten i banklån till hushåll 7,2 procent. Ökningstakten i utlåningen till företag minskade något till 4,9 procent, vilket är i linje med ett historiskt genomsnitt (se diagram 2:10). Även ökningstakten i företagens upplåning i värdepapper dämpades något i februari och uppgick till 6,8 procent. Enkätundersökningar visar dock att företagens finansieringsvillkor fortsätter att vara goda.

Ökningstakten i bostadspriserna stabiliserades under slutet av 2016, även om det fortfarande finns stora regionala skillnader. I mars steg bostadspriserna med en årstakt på 8,7 procent (se diagram 1:12). Samtidigt visar enkätundersökningar på en fortsatt optimism bland allmänheten och mäklarna samt en tro på stigande bostadspriser framöver.

### De finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt expansiva

Sammanfattar man den finansiella utvecklingen i ett finansiellt index indikerar det att de finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt expansiva (se diagram 2:11).<sup>15</sup> Till utvecklingen bidrar låga räntor, i form av både låga marknadsräntor och låga räntor till hushåll och företag. Stark börsutveckling, hög tillväxttakt i bostadspriserna, god utlåningstillväxt och relativt goda finansieringsvillkor bidrar också till gynnsamma förhållanden för tillväxten den närmaste tiden.

**Diagram 2:10. Utlåning till hushåll och företag**



Anm. MFI:s utlåning till hushåll och icke-finansiella företag enligt finansmarknadsstatistiken justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån från 2006.

Källa: SCB

**Diagram 2:11. Finansiellt index för Sverige**



Anm. Indexet baseras på en principalkomponentanalys av tolv olika finansiella variabler. Ett högre värde indikerar mer gynnsamma finansiella förhållanden. Ett högre värde indikerar mer gynnsamma finansiella förhållanden.

Källor: Thomson Reuters och Riksbanken

<sup>15</sup> För mer information om indexet, se Fransson, L. och Tysklind, O. Ett index för finansiella förhållanden i Sverige, *Penning och Valutapolitik 2017:1*, 2017. Sveriges riksbank.



## FÖRDJUPNING – Penningpolitikens effekt på finansiella variabler

Sedan februari 2015 har Riksbanken gradvis sänkt reporäntan från noll ner till –0,50 procent, genomfört omfattande köp av statsobligationer och dessutom haft särskild beredskap att intervensera på valutamarknaden. Detta är en i ett historiskt perspektiv ovanlig penningpolitik. Penningpolitiken har påverkat de samlade finansiella förhållandena i en expansiv riktning, med ett tydligt genomslag på korta och långa räntor samt kronans växelkurs.

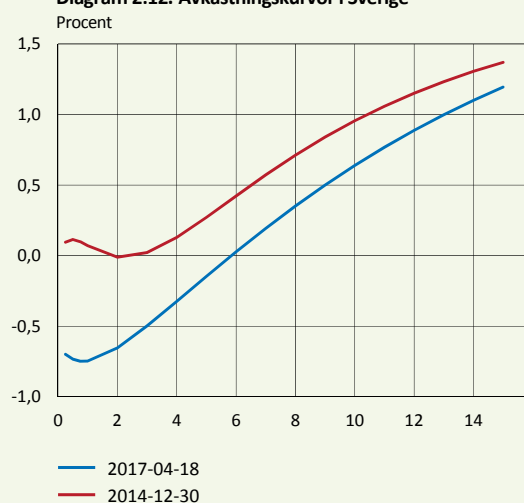
Sedan början av 2015 har Riksbanken gradvis sänkt reporäntan från noll till –0,5 procent och aviserat köp av allt större volymer av statsobligationer uppgående till sammanlagt 290 miljarder kronor i slutet av 2017. En övergripande analys visar att penningpolitiken under de senaste två åren har haft ett tydligt genomslag på många finansiella variabler. Penningpolitiken har vidare påverkat den ekonomiska utvecklingen och inflationen positivt. Det förefaller så här långt inte heller ha uppstått några tydligt negativa sidoeffekter, se kapitel 1.<sup>16</sup>

### Marknadsräntorna har fallit

Sänkningarna av reporäntan under noll sedan början av 2015 har fått ett tydligt genomslag på de korta marknadsräntorna, ungefär på samma sätt som när reporäntan är positiv.<sup>17</sup> De korta marknadsräntorna har totalt fallit med 70–80 räntepunkter (hundredels procentenheter) jämfört med reporäntan som sänkts med 50 räntepunkter (se diagram 2:7). Interbankräntor och statsobligationsräntor med löptider upp till ungefär fem år är nu negativa.<sup>18</sup>

Även de längre statsobligationsräntorna har sjunkit något sedan början av 2015 då Riksbanken började köpa statsobligationer. Exempelvis var räntan på en tioårig nominell statsobligation 30–40 räntepunkter lägre vid årsskiftet 2016/17 än två år tidigare. Hittills under 2017 har de dock stigit marginellt, vilket är i linje med utvecklingen internationellt. Sammantaget har både korta och långa statspappersräntor fallit påtagligt sedan reporäntan sänkts under noll och Riksbanken började köpa statsobligationer (se diagram 2:12).

Diagram 2:12. Avkastningskurvor i Sverige



Anm. Horisontell axel avser löptid i år. Nollkupongräntor interpolerade från statsskuldsväxlar och statsobligationer med Nelson-Siegel-metoden.  
Källa: Riksbanken

Räntan på reala statsobligationer, som Riksbanken köper sedan april 2016, har sjunkit med en procentenhet sedan Riksbanken inlett sina köp.

En vanlig metod för att mäta effekterna på finansiella variabler är att titta på vad som händer när penningpolitiska beslut annonseras.<sup>19</sup> Ett beslut som är mer expansivt än väntat bör leda till att korta och långa räntor sjunker och att kronans växelkurs försvagas. De totala effekterna är sannolikt större än de uppmätta annonseringseffekterna eftersom finansiella variabler kan ha påverkats såväl före som en tid efter besluten.<sup>20</sup> Om marknadsaktörerna helt eller delvis förutsett åtgärderna har de reflekterats i priserna redan före annonseringen. Men då detta kan ha

<sup>16</sup> En längre fördjupning om effekterna av Riksbankens penningpolitik inklusive en diskussion om sidoeffekterna finns även i rapporten Redogörelse för penningpolitiken 2016.

<sup>17</sup> Det finns tillfällen då marknadseffekterna varit de omvända, till exempel i april 2015 då räntor steg och kronan förstärktes efter Riksbankens annonsering att utöka köpen av statsobligationer. Detta berodde sannolikt på att marknadsaktörer då hade förväntat sig en ännu mer expansiv politik än den som annonserades.

<sup>18</sup> Riksbankens köp av statsobligationer har också bidragit till att korta statsobligationsräntor har sjunkit, se även "Statsobligationsköpen pressar ner lång- och korträntor" i Penningpolitisk rapport oktober 2016.

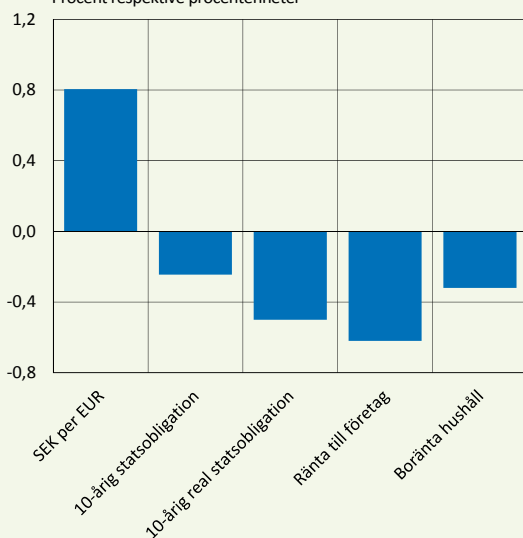
<sup>19</sup> Här mäts effekten som förändringen under dagen då besluten har annonserats. Att mäta annonseringseffekter är en vanlig metod för att mäta hur centralbankers tillgångsköp påverkar finansiella priser, se exempelvis Gagnon J., Raskin M., Remache J. och Sack B. (2011), "The Financial markets Effects of the Federal reserve's LargeScale Asset Purchases", International Journal of Central Banking Vol. 7 No. 1. Metoden används eftersom erfarenheter av tillgångsköps effekt är begränsade.

<sup>20</sup> För att diskutera effektiviteten av obligationsköpen kan det också vara viktigt att beräkna mått på hur stor effekten på räntorna är för en viss volym av oväntade köp. Se De Rezende, R.B., Kjellberg, D och Tysklind, O, "Effekter på finansiella priser av Riksbankens statsobligationsköp", Ekonomiska kommentarer nr 13, 2015.

skett gradvis och under en längre tid är det betydligt svårare att identifiera effekterna och kunna koppla ihop dem med Riksbankens köp.<sup>21</sup>

Den sammanlagda effekten vid annonseringarna har inneburit att räntan på tioåriga nominella obligationer har fallit med 25 räntepunkter (se diagram 2:13). För reala statsobligationer har fallet varit ungefär dubbelt så stort, cirka 50 räntepunkter. Detta mäter dock effekterna i den utsträckning annonseringarna varit oväntade.

**Diagram 2:13. Totala annonseringseffekter på utvalda finansiella variabler 2015–2017 kvartal 1**  
Procent respektive procentenheter



Anm. Staplarna visar den sammanlagda effekten av annonseringarna, mätt som summan av förändringarna i respektive variabel under de dagar annonseringarna har gjorts. För utlåningsräntor till hushåll och företag är effekten beräknad som förändringen mellan januari 2015 och december 2016.

Källa: Riksbanken

### Lägre räntor till hushåll och företag

Räntorna som hushåll och företag möter har under perioden med negativ reporänta påverkats på ett lite annat sätt än tidigare. Normalt brukar inlåningsräntorna falla när reporäntan faller. Bankerna har dock valt att inte införa negativa inlåningsräntor för de flesta av sina kunder, vilket gör att de i genomsnitt ligger kvar nära noll (se diagram 2:14).<sup>22</sup> Att inlåningsräntor, vid nuvarande reporäntenivå, i allmänhet inte skulle bli negativa var också väntat.

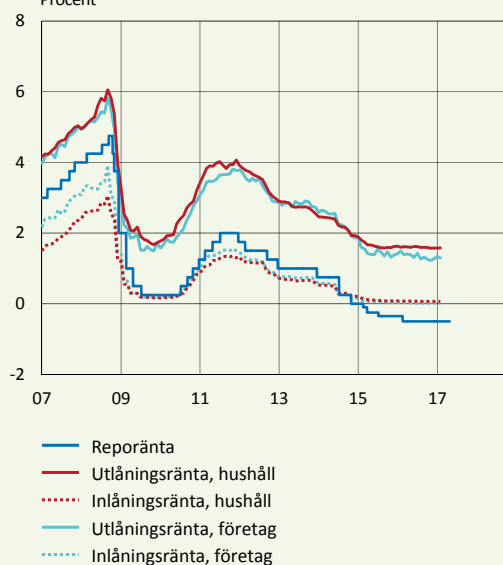
Utlåningsräntorna till företag har sjunkit mer än reporäntan sedan början av 2015, medan utlåningsräntorna till hushåll sjönk främst under början av 2015 och har därefter varit ungefär oförändrade. Att nedgången har

dämpats beror delvis på att bankernas finansieringskostnader inte har sjunkit lika mycket som reporäntan, vilket i sin tur beror på att de inte infört negativa inlåningsräntor för hushåll och de flesta företag.

### Kronan har blivit svagare

Penningpolitiken har också påverkat kronans växelkurs. Effekten av annonseringarna har sett olika ut för växelkursen mot euron respektive den amerikanska dollarn. Vid annonseringarna har kronan totalt försvagats med nästan 1 procent mot euron.<sup>23</sup> Även för kronan är dock den samlade effekten av penningpolitiken större än vad som fångas av förändringarna i samband med annonseringarna. Kronan hade sannolikt varit betydligt starkare idag om inte Riksbanken bedrivit en så expansiv penningpolitik. I slutet av 2016 var kronan betydligt svagare mot dollarn och något svagare mot euron, än två år tidigare. Under 2017 har kronan varit i princip oförändrad mot euron medan den stärkts något mot dollarn.

**Diagram 2:14. Reporänta samt in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal**  
Procent



Anm. MFI:s genomsnittliga in- och utlåningsränta för hushåll och företag.

Källor: SCB och Riksbanken

<sup>21</sup> Även det faktum att likviditeten i ekonomin ökar när Riksbanken köper statsobligationer kan ha en expansiv penningpolitisk effekt. Se Alsterlind J, Erikson H, Sandström M och Vestin D, "Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?", Ekonomiska kommentarer nr 12, 2015.

<sup>22</sup> De flesta finansiella företag samt vissa större icke-finansiella företag och kommuner möter negativa inlåningsräntor. Av tekniska skäl redovisas dock den negativa inlåningsräntan ofta som en avgift och syns därför inte alltid i statistiken från SCB.

<sup>23</sup> Att effekterna skiljer sig åt mellan valutorna beror på att också andra faktorer än penningpolitiken påverkar valutärörelserna.

## KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Förtroendeindikatorer tyder på optimism bland hushåll och företag i både omvärlden och Sverige. Utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden fortsätter att vara stark. Resursutnyttjandet bedöms sammantaget vara högre än normalt och stiga ytterligare framöver. Tidigare energiprisökningar bidrar allt mindre till utländsk och svensk inflation. Utöver minskade bidrag från energipriser bidrog också tillfälliga faktorer till att inflationen i Sverige föll tillbaka i mars. De närmaste månaderna väntas KPIF-inflationen exklusive energipriser åter stiga. Uppgången i KPIF-inflationen blir sammantaget något mindre.

### Inflation

#### Volatila energipriser bidrar till ryckig inflationsutveckling

Som väntat bidrog tidigare energiprisökningar allt mindre till KPIF-inflationen som föll tillbaka till 1,5 procent i mars. Inflationen mätt med KPI, som till skillnad från KPIF påverkas av förändringar i hushållens bostadsräntor, var samtidigt 1,3 procent. Om man bortser från energiprisernas utveckling uppgick prisökningstakten, mätt med KPIF exklusive energi, till 1,0 procent. Inflationen i mars var något lägre än i Riksbankens prognos i den senaste penningpolitiska rapporten i februari. Prognosfelet bedöms dock till stor del förklaras av en tillfällig svag utveckling i några särskilt volatila komponenter i KPI. Till exempel föll priserna på utrikes flygresor och grönsaker oväntat mycket. Samtidigt ökade de mer trögrörliga tjänstepriserna något snabbare än väntat.

Inflationen har stigit trendmässigt sedan 2014 (se diagram 3:1).<sup>24</sup> Vissa inflationsmått, till exempel inflationen mätt med KPIF exklusive energi, är dock lägre än vad de var för ett år sedan. Prisökningstakten på livsmedel och andra varor avtog under fjolåret (se diagram 3:2). Detta hänger bland annat samman med att kronan förstärktes fram till i mitten av förra året. Framöver väntas dock den försvagning av kronan som skedde under andra halvåret i fjol och det stigande resursutnyttjandet bidra till att varupriserna ökar snabbare igen. Prisökningstakten för tjänster har ökat de senaste åren och väntas fortsätta göra det de närmaste månaderna. Tjänsteprisuppgången har varit bred under de senaste åren. Hyrorna, som bestäms genom förhandlingar och utgör cirka en fjärdedel av tjänstepriserna, ökar dock fortfarande långsamt bland annat till följd av den låga inflationen.

#### Stark konjunktur men inflationen stiger långsamt

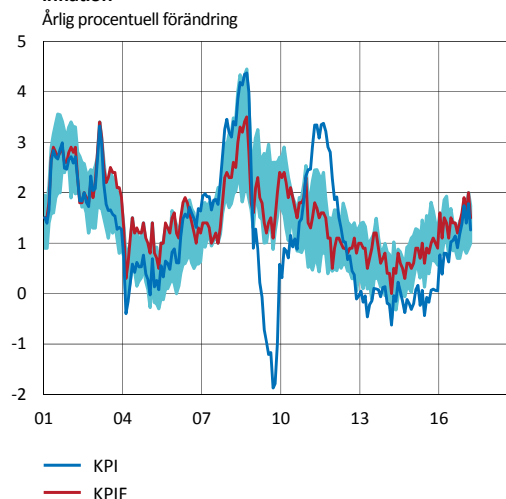
Stigande omvärldspriser, ett fördröjt genomslag från fjolårets försvagning av kronan och den allt starkare svenska konjunktoren är faktorer som alla talar för att inflationen kommer att stiga framöver. Framåtblickande indikatorer tyder också på

Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR februari	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 1,7 procent i mars.	KPIF-Inflationen 1,5 procent.
BNP-tillväxten 2,9 procent det fjärde kvartalet.	BNP växte med 4,2 procent.
Arbetslösheten 6,8 procent första kvartalet.	Arbetslösheten 6,6 procent.
BNP-tillväxten i euroområdet 1,9 procent första kvartalet.	Indikatorer något starkare än väntat.
BNP-tillväxten i USA 2,3 procent första kvartalet.	Indikatorer något svagare än väntat.

Anm. PPR avser Penningpolitisk rapport. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Inflationen avser årlig procentuell förändring. BNP-tillväxten avser säsongsrensad kvartalsförändring i procent, uppräknad till årstakt. Arbetslöshet avser procent av arbetskraften, säsongsrensad.

Diagram 3:1. KPI, KPIF och olika mått på underliggande inflation



Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland olika mått på underliggande inflation. De mått som inkluderas är KPIF exklusive energi, KPIF med konstant skatt, UND24, Trim85, HIKP exklusive energi och icke förädlade livsmedel, persistenssviktad inflation.

Källor: SCB och Riksbanken

<sup>24</sup> För en mer utförlig diskussion om olika inflationsmått, se även fördjupningen "En bredare bild av prisutvecklingen i Sverige" i Penningpolitisk rapport april 2016.

att allt fler aktörer förbereder sig för ett stigande inflationstryck. Enligt konjunkturbarometern har exempelvis näringslivets förväntningar på försäljningspriserna stigit och handeln planerar för snabbare prishöjningar än normalt. Riksbankens företagsundersökning i februari visar att industriföretagen tror på högre försäljningspriser i år, främst tack vare starkare efterfrågan. Samtidigt fortsätter dock handelsföretagens prisplaner att tyngas av hård konkurrens. Vidare syns högre prisökningstakter i producentledet (se diagram 3:3). Försvagningen av kronan under fjolårets andra del har bidragit till att importpriserna på konsumtionsvaror har stigit allt snabbare det senaste halvåret. Prisökningstakten på hemmamarknaden har också ökat gradvis under de senaste åren, vilket sannolikt hänger samman med att resursutnyttjandet stiger.

Samtidigt finns det faktorer som dämpar inflationsutvecklingen de närmaste månaderna. Energipriserna väntas visserligen fortsätta att bidra positivt till ökningstakten i KPIF, men bidraget blir allt mindre då fjolårets relativt höga prisökningar på energi faller ur tolv månadersjämförelserna. Även priserna på inrikes flygresor väntas öka långsammare än under förra året. Detta hänger dock till stor del samman med att SCB infört nya beräkningsmetoder för denna komponent från och med 2017 vilket innebär större säsongvariation i de uppmätta priserna.

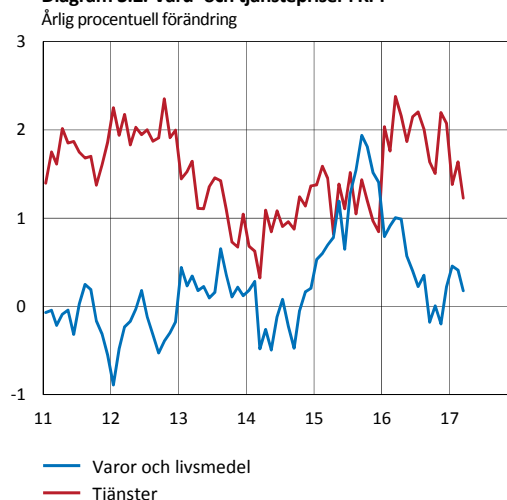
Ett sätt att väga samman information från utfall och indikatorer är att använda statistiska modeller. En modellanalys tyder på att KPIF-inflationen exklusive energi ökar något snabbare de närmaste månaderna (se diagram 3:4). Riksbankens prognos bygger på en sådan utveckling, vilket också är ungefär i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari. Minskade bidrag från energipriserna innebär att uppgången i KPIF-inflationen sammantaget blir något mindre de närmaste månaderna. Terminspriseringen indikerar att oljepriserna väntas bli något lägre det närmaste året jämfört med prognosen i februari och bidrar därmed till att KPIF-inflationen är något nedreviderad.

### Långsiktiga inflationsförväntningar nära 2 procent

De senaste årens inflationsuppgång har följts av stigande inflationsförväntningar. I Prosperas kvartalsundersökning i mars ökade inflationsförväntningarna över alla tidshorisoner. Förväntningarna på fem års sikt ligger sedan en tid tillbaka nära 2 procent, vilket är något under ett historiskt genomsnitt. Prosperas månadsundersökning bland penningmarknadens aktörer i april visade på små förändringar i inflationsförväntningarna jämfört med mars och på ett och två års sikt väntas inflationen bli 1,7 respektive 1,9 procent (se diagram 3:5). Enligt Konjunkturbarometern i mars var hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt kvar på 2 procent.<sup>25</sup>

<sup>25</sup> I april 2015 ändrade Konjunkturinstitutet sin metod för att mäta inflationsförväntningarna. I den penningpolitiska rapporten redovisas inflationsförväntningar enligt den gamla mätmetoden.

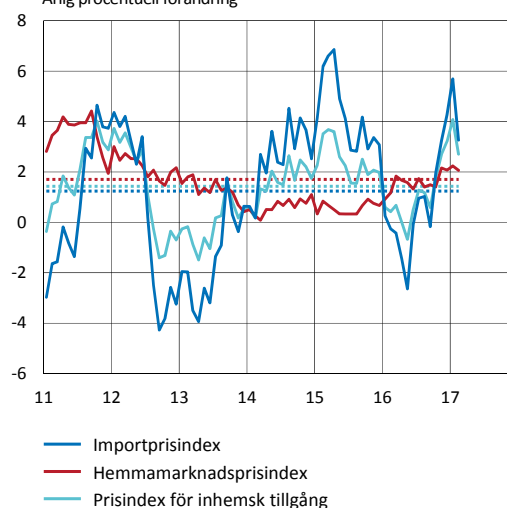
**Diagram 3:2. Varu- och tjänstepriser i KPI**



Anm. Varor och livsmedel är en sammanvägning av aggregaten varor och livsmedel i KPI. Dessa utgör tillsammans 43 procent av KPI. Tjänstepriserna utgör 45 procent av KPI.

Källor: SCB och Riksbanken

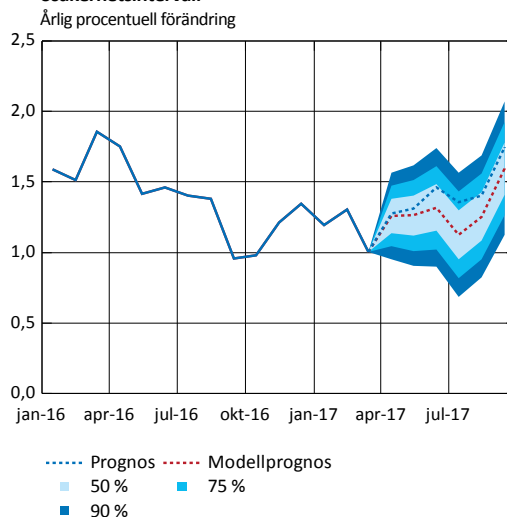
**Diagram 3:3. Priser på konsumtionsvaror i producentled**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Importprisindex mäter vad svenska importörer betalar för sina varor vid gränsen. Hemmamarknadspriser mäter vad svenska producenter får betalt vid försäljning i Sverige. Prisindex för inhemsk tillgång är en sammanvägning av importpris- och hemmamarknadsprisindex. Streckade linjer avser genomsnittlig ökningstakt sedan år 2000.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:4. KPIF exklusive energi, modellprognos med osäkerhetsintervall**



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på modellens historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

## Global och svensk konjunktur

### Signaler om starkare konjunktur i omvärlden

De internationella förtroendeindikatorer som publicerats under senare tid har överlag varit starka (se diagram 4:2). Även om världshandeln var på samma nivå i januari som i december, växte handeln snabbt mot slutet av fjolåret efter en svag utveckling under stora delar av 2016 (se diagram 3:6).

I euroområdet växte BNP med 1,9 procent under fjärde kvartalet jämfört med närmast föregående kvartal och uppräknat till årstakt. Tillväxten var därmed något högre än under tredje kvartalet. Indikatorerna tyder på en relativt stark inledning av 2017. Inte minst företagen inom industrin rapporterar högre förtroende, även om detta hittills i mindre grad synts i faktiska utfall. I USA dämpades tillväxten något fjärde kvartalet efter att tillfälliga faktorer drivit upp tillväxten under tredje kvartalet. Tillväxten för såväl bostadsinvesteringar som näringslivets investeringar ökade under fjärde kvartalet. Hushållens och företagens förtroende har stigit tydligt de senaste månaderna, vilket tillsammans med en stark arbetsmarknad talar för en fortsatt relativt god tillväxt den närmaste tiden.

Mätt med KIX-vägd BNP ökade tillväxten i omvärlden marginellt under fjärde kvartalet jämfört med tredje kvartalet. Indikatorer och månadsutfall talar för ungefär samma tillväxttakt under inledningen av 2017.

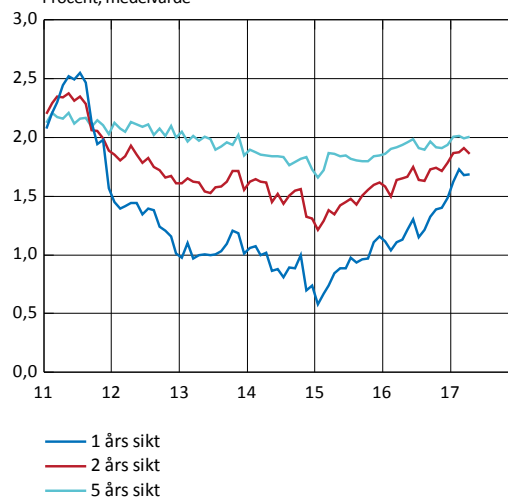
### Låg inflation i omvärlden

Inflationen i omvärlden steg i slutet av 2016, främst till följd av att energipriserna ökade i en snabbare takt. En stigande efterfrågan bidrog sannolikt till att oljepriserna ökade gradvis under fjolåret efter en bottenivå i början av 2016. Framöver väntas oljepriset ligga kvar på ungefär nuvarande nivå på cirka 55 dollar per fat i linje med vad terminspriseringen indikerar. Förra årets stigande oljepris kommer dock att påverka tolv månadersjämförelserna ytterligare en tid.

I euroområdet föll inflationen tillbaka från 2,0 procent i februari till 1,5 procent i mars enligt preliminär statistik. Uppgången i början av året förklaras framför allt av större bidrag från energipriser men även priser på obearbetade livsmedel, inte minst grönsaker, har bidragit till uppgången. Om dessa komponenter exkluderas är inflationen i euroområdet alltså under 1 procent och har bara förändrats marginellt det senaste året. I USA har den underliggande inflationen däremot stigit det senaste året och ökningstakten i konsumtionsdeflatorn exklusive energi och livsmedel, det mått som Federal Reserve fäster störst vikt vid, uppgick till 1,8 procent i februari.

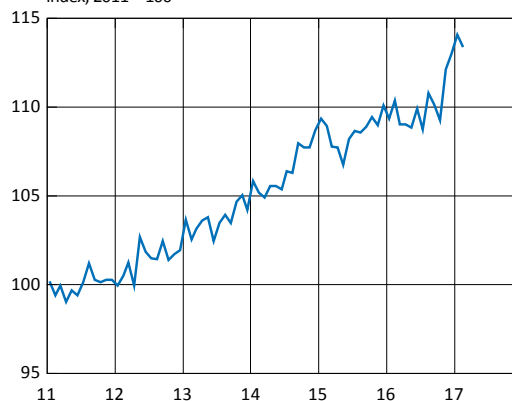
Sammantaget bedöms inflationen i omvärlden stiga ytterligare någon månad men dämpas därefter när bidraget från energiprisökningarna minskar. Prognosen för inflationen är något lägre än i den penningpolitiska rapporten i februari.

**Diagram 3:5. Inflationförväntningar bland penningmarknadens aktörer**  
Procent, medelvärde



Källa: TNS Sifo Prospera

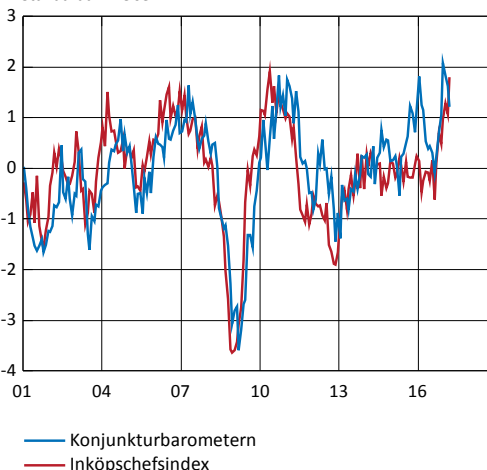
**Diagram 3:6. Världshandelsvolym**  
Index, 2011 = 100



Anm. Avser handel med varor.

Källa: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

**Diagram 3:7. Förtroendeindikatorer för tillverkningsindustrin**  
Standardavvikelse



Anm. Konjunkturbarometern och inköpschefsindex är standardiserade så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen 1.

Källor: Konjunkturinstitutet och Swedbank/Sif



### Fortsatt hög svensk tillväxt första halvåret 2017

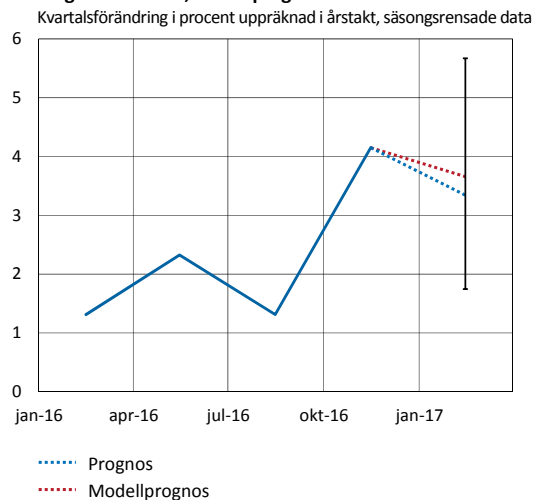
Enligt nationalräkenskaperna var den säsongsrensade tillväxten under fjärde kvartalet drygt 4 procent jämfört med föregående kvartal och uppräknat till årstakt. I likhet med utvecklingen under tredje kvartalet förklarades tillväxten framförallt av en snabbt växande export medan den inhemska efterfrågan växte i en mer måttlig takt. Tillväxttakten tilltog därmed under fjärde kvartalet och bidrog till att svensk BNP växte med drygt 3 procent 2016. Att tillväxten blev så pass hög 2016 förklaras av en förbättring i den globala industrikonjunkturen mot slutet av året och hög tillväxt i antalet sysselsatta, men också av faktorer som bedöms minska i betydelse de kommande åren. Den offentliga konsumtionen växte ovanligt snabbt i spåren av det stora antalet asylsökande hösten 2015 och bostadsbyggandet fortsatte att öka kraftigt även under 2016.

Tillväxtindikatorerna för det första kvartalet fortsätter att vara positiva, i synnerhet enkätbaserade indikatorer. Både Konjunkturbarometern och Inköpschefsindex tyder på påtaglig optimism i stora delar av näringslivet. Detta gäller i synnerhet inom tillverkningsindustrin, vars indikatorer är på mycket höga nivåer efter en tydlig uppgång under andra halvåret 2016 (se diagram 3:7). Månadsstatistik för produktion, hushållens konsumtion och utrikeshandel är dock inte fullt lika positiv. Men med utgångspunkt i den relativt positiva utvecklingen i exporten de senaste kvartalen och den generella uppgången i förtroendeindikatorerna på många av Sveriges viktiga exportmarknader, finns ändå förutsättningar för en fortsatt stark utveckling under inledningen av 2017. SCB:s investeringsenkät för februari ger bilden av att investeringsplanerna i näringslivet för helåret 2017 ser något mer gynnsamma ut än vad de gjorde i höstas. I Riksbankens senaste företagsundersökning tecknar de tillfrågade företagen också bilden av ett allt starkare konjunkturläge mycket tack vare en oväntat god efterfrågeutveckling i omvärlden.

Utvecklingen i såväl hushållens konsumtion som detaljhandels förtroende och omsättning har varit förhållandevis svag under 2016. Enligt Konjunkturbarometern är dock förtroendet bland hushållen samtidigt fortsatt relativt högt och sammantaget väntas konsumtionen växa i en historiskt genomsnittlig takt framöver.

Informationen i ett stort antal indikatorer för BNP-tillväxten det första kvartalet kan sammanfattas med hjälp av statistiska modeller. Modellprognoserna indikerar en BNP-tillväxt på 3,3 procent under första kvartalet 2017, jämfört med föregående kvartal och uppräknat till årstakt (se diagram 3:8). Riksbankens prognos, som även tar hänsyn till faktorer som inte beaktas i modellerna, är snarlik modellprognosen. Även under andra kvartalet 2017 väntas tillväxten bli högre än den historiskt genomsnittliga tillväxttakten.

Diagram 3:8. BNP, modellprognos med osäkerhetsintervall



Anm. Modellprognosen är ett medelvärde av prognoser gjorda med olika statistiska modeller. Den vertikala linjen avser 50 procentigt osäkerhetsintervall. Osäkerhetsintervallet är baserat på modellernas historiska prognosfel. En förklaring till bredden i osäkerhetsintervallet är den utfallsmässigt stora variationen i tillväxt mellan olika kvartal.

Källor: SCB och Riksbanken

### Snabb befolkningsökning gör AKU svårtolkad

Tillväxten i arbetskraften och antalet sysselsatta har varit mycket stark under hösten 2016 och inledningen av 2017. Det finns emellertid skäl att tro att tillväxttalen som uppmäts i arbetskraftsundersökningarna (AKU) överskattar den faktiska utvecklingen då urvalet i den underliggande intervjuundersökningen inte kan antas vara representativt för befolkningen som helhet.

Urvalet i AKU:s undersökning är ett stickprov från registret över totalbefolkningen (RTB) som uppdateras dagligen med folkbokföringsdata. AKU:s urval dras i november varje år och inkluderar personer som var folkbokförda i september samma år. Vikterna för olika delgrupper i AKU:s månatliga undersökning anpassas därefter utifrån hur den totala befolkningen i RTB, indelade efter ålder, födelseland, kön och län, förändras. För en befolkningsgrupp som växer mer än den övriga befolkningen innebär detta att de personer som representerar denna grupp i AKU:s månatliga undersökning får en relativt större vikt i aggregatet och därigenom representerar relativt fler personer. Ett implicit antagande i AKU är därmed att den växande gruppen är homogen vad gäller arbetskraftsdeltagande, sysselsättningsgrad och arbetslöshet.

Under hösten ökade antalet beviljade uppehållstillstånd snabbt, vilket också har medfört att befolkningen i arbetsför ålder har vuxit snabbt efter september. Dessa personer kommer att kunna ingå i AKU:s urval först i september i år och representeras istället av de personer som var folkbokförda i september 2016. De som nyligen beviljats uppehållstillstånd har dock sannolikt lägre arbetskraftsdeltagande och sysselsättningsgrad samt är i större utsträckning arbetslösa, än de personer som för tillfället representerar dem i AKU.

Även om det är svårt att avgöra exakt hur stort detta urvalsproblem är, bedömer Riksbanken att AKU:s statistik för tillväxten i arbetskraften och sysselsättningen har överskattat den faktiska utvecklingen under hösten 2016 och inledningen av 2017.

### Stark utveckling på arbetsmarknaden

Den gynnsamma konjunkturutvecklingen har bidragit till att arbetsmarknadsläget har fortsatt att förbättras under inledningen av året. Utvecklingen har varit överraskande stark och både antalet sysselsatta och arbetskraften har ökat snabbare än i prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari. Arbetslösheten har samtidigt minskat något mer än väntat.

De framåtblickande indikatorerna tyder på en fortsatt stark utveckling på arbetsmarknaden. Enligt Konjunkturbarometern är anställningsplanerna i näringslivet på en fortsatt hög nivå och indikerar god tillväxt i sysselsättningen (se diagram 3:9). Tillväxten i antalet nyanmälda lediga platser hos Arbetsförmedlingen har visserligen dämpats något men antalet platser ligger ändå på en fortsatt hög nivå i ett historiskt perspektiv. Den samlade bedömningen är att arbetsmarknaden kommer att fortsätta utvecklas positivt även om nedgången i arbetslösheten väntas bromsa in (se diagram 3:10).

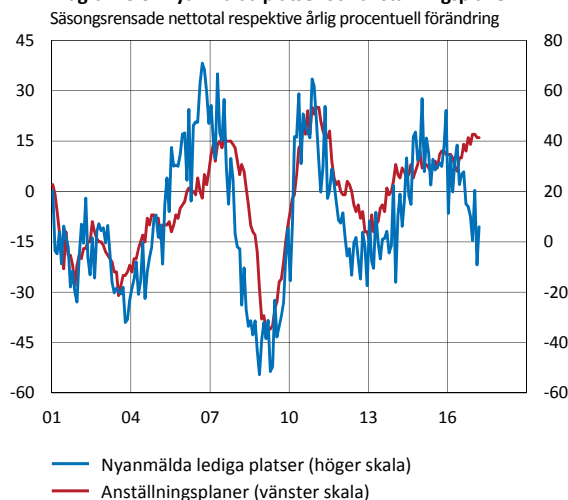
### Resursutnyttjandet i ekonomin högre än normalt

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar BNP-tillväxten, men också utvecklingen av löner och priser, om än med viss tidsfördröjning. Resursutnyttjandet i ekonomin är dock inte observerbart utan bygger ytterst på en bedömning utifrån ett antal indikatorer.

Enligt SCB är kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin högre än sitt historiska genomsnitt och företagens anställningsplaner indikerar att de behöver utöka sin personalstyrka för att kunna möta efterfrågan. Samtidigt har andelen företag i Konjunkturbarometern som rapporterar brist på arbetskraft stigit till en hög nivå (se diagram 3:10). Även i Arbetsförmedlingens intervjuundersökning har bristtalen stigit till en hög nivå, framförallt inom den offentliga sektorn. I undersökningen frågar Arbetsförmedlingen också företagen om förekomsten av "dold brist", det vill säga om företagen har avstått från att försöka rekrytera på grund av brist på arbetskraft. Endast en liten andel av företagen uppger "dold brist" men andelen är ändå nästan lika stor som 2007, vilket kan tolkas som att det blivit allt svårare för företagen att hitta den personal de söker.

Riksbankens RU-indikator sammanfattar en mängd enkät- och arbetsmarknadsdata och avser spegla resursutnyttjandet i ekonomin. Det fjärde kvartalet steg RU-indikatorn ytterligare och sammantaget bedöms resursutnyttjandet i ekonomin vara högre än normalt (se diagram 3:11). Resursutnyttjandet i ekonomin påverkar normalt både löne- och prisutvecklingen i ekonomin med viss tidsfördröjning. De normerande avtal som parterna inom industrin nyligen har slutit indikerar att kostnadstrycket kommer att vara lägre än väntat de närmaste åren, vilket illustrerar osäkerheten kring hur lång tid det tar för resursutnyttjandet att påverka löne- och prisutvecklingen.

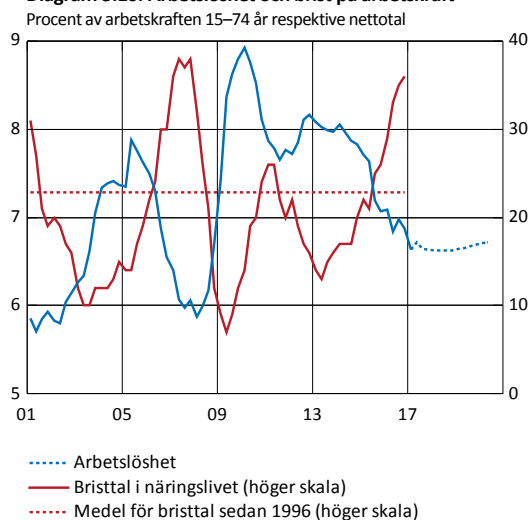
**Diagram 3:9. Nyanmälda platser och anställningsplaner**



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

Källor: Arbetsförmedlingen och Konjunkturinstitutet

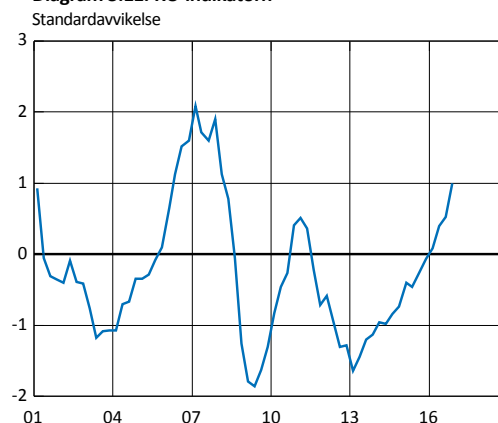
**Diagram 3:10. Arbetslöshet och brist på arbetskraft**



Anm. Röd streckad linje avser ett genomsnitt för perioden 1996–2017.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

**Diagram 3:11. RU-indikatorn**



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

Källa: Riksbanken

## KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Industrikonjunkturen i omvärlden stärks och återhämtningen breddas. Uppgången i omvärldsinflationen har i hög grad berott på energiprisernas utveckling men i takt med att resursutnyttjandet stiger framöver väntas övriga prisökningar spela en allt större roll för inflationen. I Sverige är tillväxten fortsatt god och konjunkturläget stärks ytterligare de närmaste åren. Efterfrågan på arbetskraft väntas vara hög även framöver men det blir allt svårare att matcha lediga platser med arbetsökande. Ökad konkurrens om arbetskraften bidrar till högre löneökningar men uppgången i löneökningstakten ser ut att bli långsammare än i tidigare bedömning. Inflationen väntas stabiliseras runt 2 procent i början av 2019 vilket är något senare än i föregående prognos

### Omvärlden

#### Starkare industrikonjunktur ger bredare global återhämtning

Efter ett relativt svagt 2016 är nu världsekonomin inne i en fas med allt starkare industrikonjunktur och stigande världshandel. Framåtblickande indikatorer som till exempel inköpschefsindex vände upp under slutet av 2016 och har stärkts ytterligare de senaste månaderna. Den cykliska återhämtningen i industriproduktion och utrikeshandel bedöms bidra till att uppgången i den ekonomiska aktiviteten breddas och att investeringarna stärks. Uppgången får fortsatt stöd av en expansiv penningpolitik. Finanspolitiken på global nivå blir i stort sett neutral, men i USA förväntas en mer expansiv inriktning även om osäkerheten kring den amerikanska ekonomiska politiken är betydande.

Trots en relativt gynnsam internationell konjunktur finns flera faktorer som håller tillbaka den globala tillväxten, i synnerhet på lite längre sikt. Det handlar till exempel om svag underliggande produktivitetstillväxt och åldrande befolkningar, främst i de utvecklade länderna men i allt högre grad också i flera tillväxtekonomier. Till detta kan läggas politisk osäkerhet som innebär en förhöjd risk för bakslag. Sammantaget bedöms den globala BNP-tillväxten stiga gradvis från 3,2 procent 2016 till 3,6 procent 2019. Ökningen i KIX-tillväxten, som illustrerar utvecklingen i de länder som är viktiga för svensk ekonomi, väntas bli mer måttlig, från 2 procent 2016 till drygt 2,2 procent per år 2017 till 2019 (se diagram 4:1).

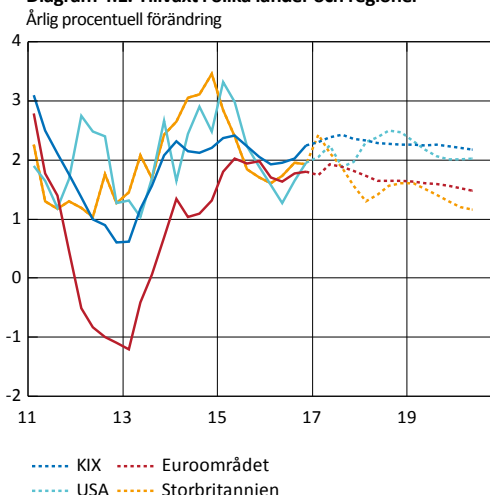
#### Konjunkturen stärks ytterligare i USA

Konjunkturuppgången i USA är en av de längsta under efterkrigstiden enligt den klassificering av konjunkturcykler som görs av National Bureau of Economic Research. Tillväxten har dock varit måttlig och det finns ännu inga tecken på att konjunkturuppgången skulle vara på väg att brytas. Efter en tillväxtsvacka första halvåret 2016 tog ekonomin ny fart under

Tabell 4:1.

Prognosen i korthet
Konjunkturuppgången i omvärlden breddas när också industrin och utrikeshandeln ökar takten. Återhämtningen omfattar också allt fler länder.
Inflationstrycket i omvärlden är fortfarande svagt men väntas stiga i takt med att resursutnyttjandet blir mer ansträngt.
Tillväxten i Sverige dämpas framöver men BNP fortsätter att växa över trend och konjunkturen stärks ytterligare. Kronan förstärks långsamt.
Ökade matchningsproblem på arbetsmarknaden gör att sysselsättningsstillväxten mattas av och att arbetslösheten planar ut, trots fortsatt god efterfrågan på arbetskraft.
Ett stigande resursutnyttjande bidrar till högre löneökningstakt och att inflationen stabiliseras kring 2 procent i början av 2019.

Diagram 4:1. Tillväxt i olika länder och regioner



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

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



hösten och vintern, bland annat till följd av starkare konsumtion, ett omslag i lagercykeln och att nedgången i energisektorn klingade av. Stabiliseringen i energisektorn har också gynnat företagen i tillverkningsindustrin som blivit alltmer optimistiska. Framöver väntas det bidra till att investeringarna ökar i något snabbare takt.

Förutsättningarna för hushållen är fortsatt relativt ljusa vilket manifesterats i ett tydligt stigande konsumentförtroende. Sysselsättningen fortsätter att öka, om än i avtagande takt, och detta i kombination med stigande löneökningstakt bidrar till att hålla uppe tillväxten i hushållens inkomster. Hushållens förmögenhetsställning har stärkts efter flera års stigande priser på fastigheter och aktier. Detta ger också stöd åt konsumtionen.

Under prognosperioden antas att vissa finanspolitiska stimulanser kommer att genomföras. Skattesänkningar för löntagare och företagare väntas, liksom infrastrukturinvesteringar, bidra till en högre efterfrågan i ekonomin. Osäkerheten kring dessa förslag är dock stor, både vad gäller utformningen, i vilken mån de får stöd och när de kan genomföras. De närmaste åren väntas sysselsättningstillväxten gradvis avta när utbudet på arbetsmarknaden dämpas. Detta bidrar till att BNP-tillväxten mattas av även om utbudsrestriktionerna på arbetsmarknaden delvis väntas kompenseras av en något starkare produktivitetstillväxt.

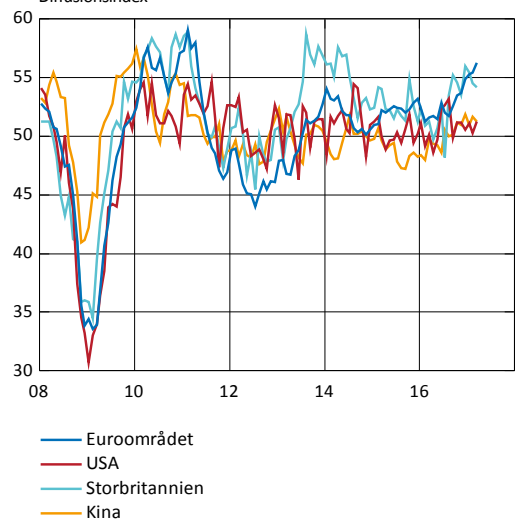
Sammantaget är bedömningen att BNP-tillväxten stiger från 1,6 procent 2016 till 2,0 procent i år. Nästa år väntas tillväxten stiga till 2,4 procent, bland som en följd av finanspolitiska satsningar, för att därefter avta något igen 2019.

### Fortsatt återhämtning i euroområdet

Konjunkturåterhämtningen i euroområdet har pågått sedan 2014. Arbetslösheten har fallit från närmare 12 procent till 9,5 procent, eller med drygt 3,5 miljoner personer. Den ligger dock fortfarande klart över nivån åren före finanskrisen och det bedöms fortfarande finnas relativt gott om lediga resurser. I det korta perspektivet ser tillväxten ut att ha växlat upp något. Företagsförtroendet enligt inköpschefsindex har stigit tydligt det senaste halvåret och ligger nu på den högsta nivån sedan början av 2011 (se diagram 4:2). Än så länge har dock inte utfall såsom industriproduktionen stigit i takt med indikatorerna. Även hushållsförtroendet ligger på en relativt hög nivå, vilket talar för en fortsatt relativt god utveckling av konsumtionen. Under innevarande år väntas hushållens konsumtion emellertid dämpas något till följd av högre inflation som gröper ur en del av inkomstökningarna. Efter hand bedöms även lönerna stiga i snabbare takt vilket ger stöd för inkomster och konsumtion.

Företagssektorn möter en något starkare efterfrågan i omvärlden vilket tillsammans med stigande kapacitetsutnyttjande och goda finansieringsvillkor väntas bidra till att investeringarna stiger i snabbare takt framöver. Även bostadsinvesteringarna väntas vända uppåt från låga nivåer, i takt med att

Diagram 4:2. Inköpschefsindex i olika länder och regioner  
Diffusionsindex



Anm. Diffusionsindex (DI) är en transformation av netttotal (NT):  
 $DI = NT/2 + 50$ .

Källor: ISM och Markit

huspriserna fortsätter att stiga. Enligt den senaste statistiken var huspriserna 2016 högre än 2015 i nästan samtliga euro-länder. Även om de kortsiktiga tillväxtutsikterna ser relativt ljusa ut och motståndskraften mot olika politiska händelser hittills varit god kvarstår politiska risker som kan bryta konjunkturuppgången. Hög skuldsättning och svagheter i banksystemet med en stor andel dåliga lån är andra faktorer som tynger ekonomin.

Sammantaget bedöms BNP-tillväxten i euroområdet öka något till 1,8 procent 2017 för att därefter falla tillbaka marginellt de kommande åren. BNP fortsätter därmed att växa över trend under prognosperioden vilket innebär att resursutnyttjandet gradvis stiger.

### **Brittisk motståndskraft men tecken på försvagning**

Storbritanniens beslut att lämna EU har än så länge inte haft några tydligt negativa effekter på ekonomin. På senare tid har det dock börjat synas tecken på att tillväxten kan vara på väg att mattas av. Till exempel har detaljhandeln backat flera månader i rad och hushållen har blivit mindre optimistiska. Även vad gäller investeringarna syns svaghetstecken. Bedömningen är att det kommande EU-utträdet i allt högre grad kommer att påverka investeringar och anställningsbeslut negativt framöver och att BNP-tillväxten minskar från drygt 2 procent i år till knappt 1,5 procent de kommande åren.

Osäkerheten är fortsatt stor kring den framtida relationen mellan EU och Storbritannien. I slutet av mars aktiverade Storbritannien artikel 50 som ger britterna rätt att lämna EU. För närvarande verkar det mest sannolikt att Storbritannien kommer att lämna EU:s inre marknad och att man därmed måste förhandla fram nya handelsavtal med såväl EU som alla länder som EU har handelsavtal med. Nyligen utlystes val till parlamentet som ska äga rum i början av juni. Regeringens förhoppning är att valet ska ge den ökad legitimitet i förhandlingarna med EU.

### **Högre tillväxt i framväxande ekonomier**

En något starkare tillväxt i framväxande ekonomier drivs i stor utsträckning av en stabilisering i flera råvaruexporterande länder då råvarupriserna stigit. Den brasilianska ekonomin brottas visserligen fortfarande med stora problem men nedgången väntas i år plana ut för att därefter följas av en försiktig återhämtning. I Ryssland väntas BNP öka svagt i år efter fjolårets stagnation.

Kinas ombalansering mot en mer konsumtionsdriven tillväxt har varit en viktig drivkraft bakom utvecklingen även i andra tillväxtekonomier, inte minst de råvaruexporterande länderna. Ombalanseringen går hand i hand med en trendmässig avmattning av tillväxten i Kina. I det korta perspektivet har dock tillväxten tagit ny fart bland annat som en följd av stora infrastruktursatsningar. Under det senaste halvåret har också optimismen inom tillverkningsindustrin stärkts påtagligt även om detta också kan hänföras till en starkare efterfrågan från

omvärlden. I år bedöms den kinesiska ekonomin växa i linje med regeringens nya mål på cirka 6,5 procent för att därefter fortsätta sin långsamma inbromsning. Även om regeringen har sänkt sitt mål för kredittillväxten 2017 utgör alltjämt den högt skuldsatta företagssektorn en risk för kinesisk ekonomi. Också i flera andra framväxande ekonomier är skuldsättningen hög. Den pågående åtstramningen av penningpolitiken i USA och den starkare dollarn innebär en särskild sårbarhet för länder med stora lån i dollar, som till exempel Turkiet.

### Lågt men stigande inflationstryck i omvärlden

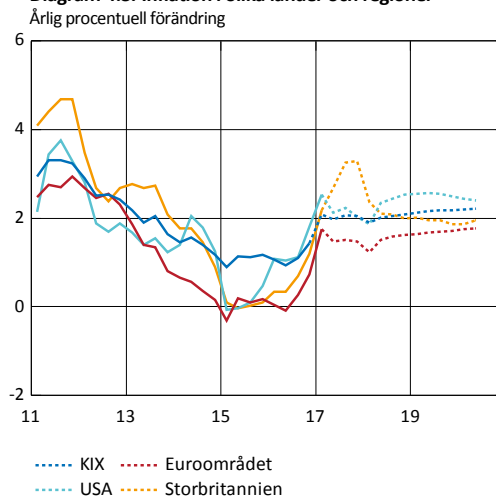
Inflationen i omvärlden har stigit tydligt det senaste halvåret (se diagram 4:3). Uppgången förklaras i första hand av stigande energiprisökningar och under senare tid i viss mån även av prisutvecklingen på livsmedel. Däremot stiger övriga priser fortfarande långsamt. Framöver väntas de positiva bidragen till inflationen från energipriserna klinga av. Prognosen utgår från ett mer eller mindre oförändrat pris på olja i linje med prissättningen på terminsmarknaden (se diagram 4:4). Ett skäl till att marknaden inte väntar sig någon uppgång i oljepriset trots en starkare konjunktur är att nuvarande nivå på oljepriset stimulerar ett ökat utbud, bland annat genom att allt fler oljeriggar i USA åter tas i bruk.

I USA har arbetslösheten sjunkit till en nivå som kan betraktas som långsiktigt normal. USA är ett av få utvecklade länder där man kan se en tydlig uppåtgående trend i löneökningstakten. Även inflationen exklusive energi- och livsmedelspriser har stigit och ligger nu nära 2 procent. I år bidrar också energiprisernas utveckling till att höja KPI-inflationen till i genomsnitt 2,2 procent. De kommande åren väntas inflationen dämpas något till följd av mindre bidrag från energiprisökningar men detta motverkas delvis av att andra priser stiger i snabbare takt till följd av ett stigande resursutnyttjande.

I euroområdet väntas inflationen stiga från 0,2 procent 2016 till 1,6 procent 2017. Den högre inflationen 2017 beror dock nästan uteslutande på prisutvecklingen för energi och livsmedel medan inflationstrycket i övrigt är fortsatt lågt. Till skillnad från i USA finns det fortfarande relativt gott om lediga resurser och det finns ännu inga tecken på stigande löneökningstakt. I Tyskland har visserligen arbetslösheten sjunkit till historiskt låga nivåer men där har löneökningarna hållits tillbaka av en svag produktivitetstillväxt och tidigare genomförda reformer på arbetsmarknaden (till exempel de så kallade Hartz-reformerna som bland annat innebar nya regler för arbetslöshetsersättningen). Det senaste decenniets löneökningar i Tyskland har inneburit att arbetskostnadernas andel av förädlingsvärdet stigit något. I den meningen har löneökningarna i Tyskland inte varit låga. I takt med att arbetslösheten sjunker ytterligare i euroområdet väntas löneökningstakten långsamt återhämta sig och inflationen stiga.

Sammantaget bedöms inflationen i KIX-länderna stiga från drygt en procent 2016 till två procent 2017. Bidraget från

**Diagram 4:3. Inflation i olika länder och regioner**



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Vid beräkning av KIX-vägd inflation används HIKP för euroområdet och KPI för övriga länder. För euroområdet visas inflation mätt med HIKP och för USA och Storbritannien mätt med KPI.

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

**Diagram 4:4. Pris på råolja**



Anm. Brentolja, terminspriserna är beräknade som ett 15-dagars genomsnitt. Utfallet avser månadsgenomsnitt av spotpriset.

Källor: Macrobond och Riksbanken

energipriser minskar successivt under loppet av 2017 men samtidigt stiger inflationstrycket i övrigt gradvis och inflationen stabiliseras kring 2 procent de närmaste åren.

## Sverige

### Fortsatt stark svensk konjunktur

Tillväxten i Sverige dämpades något 2016 jämfört med 2015, men BNP ökade ändå med drygt 3 procent och konjunkturläget är starkt. Den expansiva penningpolitiken har bidragit till hög efterfrågan, bland annat genom att skapa gynnsamma finansieringsvillkor för bostadsbyggandet. Det stora antalet asylsökande under hösten 2015 bidrog till en tillfällig uppgång i ökningstakten av den offentliga konsumtionen 2015 och 2016. Tillväxten dämpas något de kommande åren när den offentliga konsumtionen och bostadsbyggandet växer i långsammare takt. Detta vägs samtidigt upp av en ökad aktivitet på många av Sveriges exportmarknader.

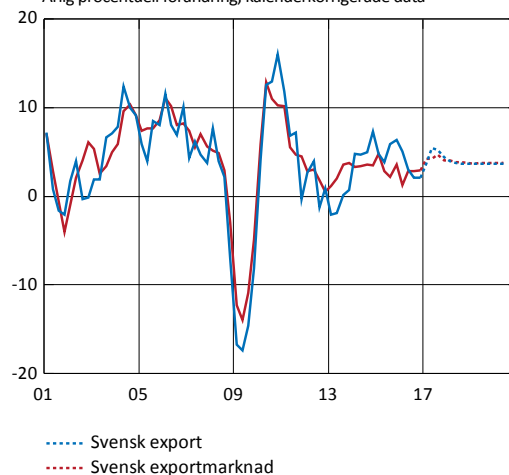
Svenska exportmarknader fortsatte att utvecklas relativt svagt 2016 och den svenska exporttillväxten var måttlig förra året (se diagram 4:5). Den starka utvecklingen det fjärde kvartalet och fortsatt stigande förtroendeindikatorer på många svenska exportmarknader under inledningen av 2017 väntas bidra till en något högre exporttillväxt framöver. Denna utveckling bidrar också till att näringslivets investeringar ökar. I takt med att bostadsbyggandet möter allt tydligare kapacitetsbegränsningar, till exempel brist på vissa yrkesgrupper, dämpas också bostadsinvesteringarnas bidrag till tillväxten. I ett historiskt perspektiv fortsätter dock antalet nybyggda bostäder att vara högt de kommande åren (se diagram 4:6).

För hushållen har både inkomster och förmögenheter sammantaget utvecklats gynnsamt mot bakgrund av de senaste årens allt starkare konjunkturläge och snabba prisökningar på bostäder. Hushållen har under en längre tid också sparat en allt större del av sina disponibla inkomster och sparkvoten fortsätter att ligga på historiskt höga nivåer, även om man exkluderar det kollektiva pensionssparandet (se diagram 4:7). När tillväxten i sysselsättningen dämpas och hushållens ränteutgifter gradvis börjar stiga finns således utrymme för hushållen att minska sitt sparande och därigenom hålla uppe konsumtionen. Hushållens konsumtion väntas växa i linje med sin historiskt genomsnittliga tillväxttakt de kommande åren.

I 2017 års ekonomiska vårproposition presenterade regeringen ofinansierade åtgärder för omkring 3 miljarder kronor. I kombination med tidigare beslutade åtgärder innebär förslaget att det offentliga finansiella sparandet sjunker något i år till 0,6 procent av BNP. Den fortsatt goda utvecklingen i den svenska ekonomin medför att skatteintäkterna fortsätter att öka. Samtidigt bidrar befolkningens sammansättning, där andelen unga och äldre ökar framöver, till en högre offentlig

**Diagram 4:5. Export och svensk exportmarknad**

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data

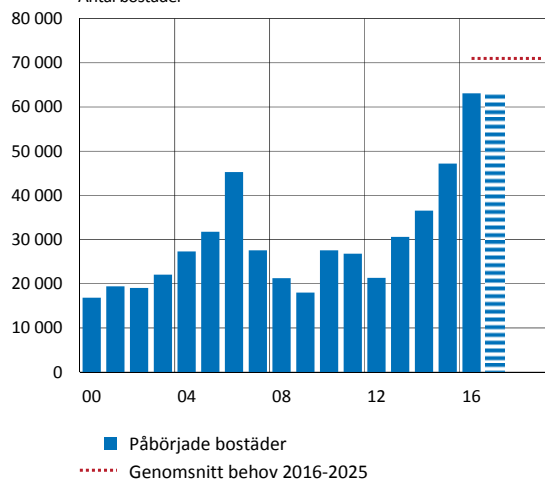


Anm. Index över svensk exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av 32 länder och täcker cirka 85 procent av den totala svenska exportmarknaden.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:6. Bostadsbyggande**

Antal bostäder

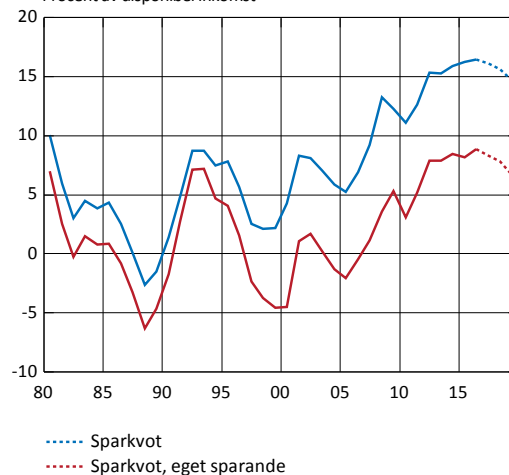


Anm. Avser nybyggnation i flerbostadshus och småhus. Utfall från SCB. Preliminära siffror för 2016. Prognos avser Boverkets prognos från november 2016. Streckad linje avser Boverkets prognos i juli 2016 för genomsnittligt byggbehov 2016-2025.

Källor: Boverket, SCB och Riksbanken

**Diagram 4:7. Hushållens Sparkvot med och utan kollektivt försäkringsparande**

Procent av disponibel inkomst



Anm. I hushållens totala sparande ingår kollektivt försäkringsparande. I den äldre definitionen, som också kallas hushållens egna totala sparande, är det kollektiva försäkringsparandet exkluderat och sparandet är skillnaden mellan inkomst och konsumtionsutgift.

Källor: SCB och Riksbanken

konsumtion. Jämfört med de senaste åren dämpas dock tillväxten i offentlig konsumtion till följd av att utgifterna för flyktmottagandet bedöms minska tydligt 2017 och 2018. Riksbanken bedömer att offentliga sektorns finansiella sparande kommer att stiga något 2018 och 2019.

Sammantaget väntas svensk BNP växa med 2,8 procent 2017 för att därefter växa med i genomsnitt 2,2 procent 2018 och 2019 (se diagram 4:8). En hög befolkningstillväxt innebär att den årliga tillväxten per invånare blir ungefär en procentenhet lägre.

### Bostadspriserna och hushållens skulder ökar snabbt

Även om den årliga prisökningstakten på bostäder dämpades något 2016 jämfört med 2015 ökade priserna på årsbasis fortfarande med cirka 10 procent, vilket är betydligt snabbare än hushållens inkomster. Prisökningarna väntas minska något de kommande åren bland annat mot bakgrund av lägre inkomstökningar och att bolåneräntorna inte bedöms falla ytterligare. Då hushållen skuldsätter sig för att finansiera bostadsköpen har även hushållens skulder ökat. Även om skuldökningstakten dämpas i linje med bostadsprisutvecklingen, väntas skulderna som andel av hushållens disponibla inkomster fortsätta att öka och nå cirka 197 procent (se diagram 1:13).

### Stark utveckling på arbetsmarknaden i år

Läget på arbetsmarknaden har förbättrats kontinuerligt sedan början av 2013 (se diagram 4:9). Utbudet av arbetskraft har ökat snabbt de senaste åren och det väntas, till följd av den snabbt växande befolkningen, fortsätta stiga framför allt i år. Det starka konjunkturläget innebär att även efterfrågan på arbetskraft väntas vara fortsatt stor de kommande åren. Sysselsättningsgraden i vissa grupper av befolkningen är dock redan så pass hög att det väntas bli allt svårare för företag att hitta den personal de söker. Sysselsättningsgraden i åldersgruppen 25–54 år med eftergymnasial utbildning är till exempel närmare 90 procent. Detta bidrar till att sysselsättningsstillväxten blir mer dämpad kommande år.

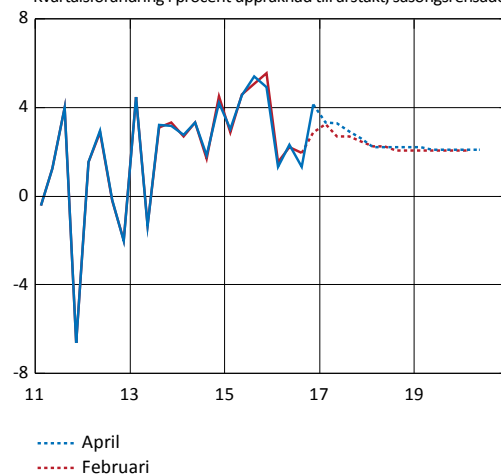
Befolkningstillväxten tilltar i år och förklaras främst av att många asyl- och anhöriginvandrare beviljas uppehållstillstånd. De som är i arbetsför ålder väntas sedan successivt träda in på arbetsmarknaden. Denna grupp kännetecknas enligt historiska mönster av initialt låg sysselsättningsgrad och hög arbetslöshet, då det tar tid att etablera sig på den svenska arbetsmarknaden. Utvecklingen av arbetskraftens sammansättning väntas därför medföra att sysselsättningsgraden slutar att stiga och planar ut. Arbetslösheten väntas börja stiga något under 2019.

### Obalanser på arbetsmarknaden

Samtidigt som sysselsättningsgraden har ökat har även olika indikatorer för resursutnyttjandet på arbetsmarknaden stigit (se diagram 4:10). Enligt Konjunkturinstitutets barometer har andelen företag som rapporterar om brist på arbetskraft stigit

**Diagram 4:8. BNP i Sverige**

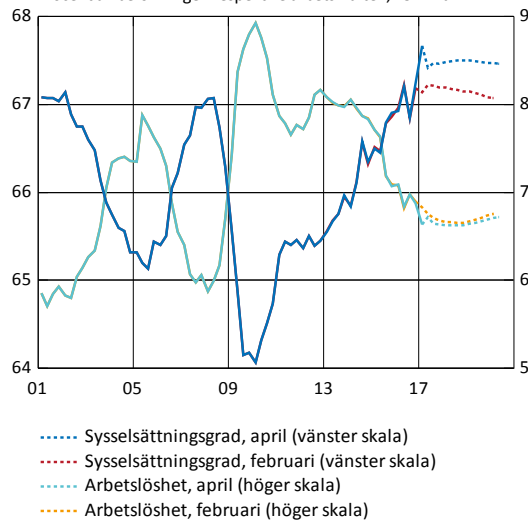
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:9. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet**

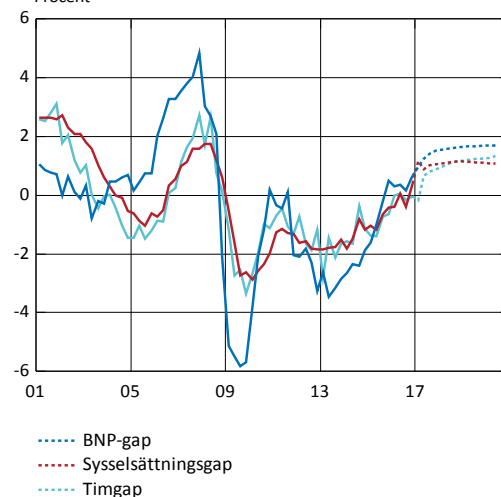
Procent av befolkningen respektive arbetskraften, 15–74 år



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:10. BNP-gap, sysselsättningsgap och timgap**

Procent



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

Källor: SCB och Riksbanken

till en hög nivå och den genomsnittliga rekryteringstiden i näringslivet är lång (se diagram 4:11). Även Arbetsförmedlingens intervjuundersökning pekar på ökande brist på arbetskraft, i synnerhet inom offentlig sektor. Det är en indikation på att det finns obalanser på arbetsmarknaden då företagen, trots att det fortfarande finns många arbetslösa, har svårt att hitta den personal de söker.

Ett vanligt sätt att illustrera hur väl matchningen på arbetsmarknaden fungerar är den så kallade Beveridgekurvan som visar sambandet mellan arbetslösa och vakanser. En normal konjunkturell rörelse är att arbetslösheten sjunker när vakansgraden stiger och vice versa. Om både vakansgrad och arbetslöshet stiger samtidigt skiftar kurvan utåt, vilket är ett tecken på försämrade matchning på arbetsmarknaden.<sup>26</sup> Så skedde till exempel i samband med finanskrisen vilket innebar att arbetslösheten var högre vid en given nivå på vakanser än före finanskrisen (se diagram 4:12). Under 2016 var arbetslösheten i stort sett oförändrad trots att vakansgraden steg. Denna utveckling kan illustreras med en förflyttning uppåt av Beveridgekurvan och kan troligen till stor del förklaras med att arbetslösheten nu i stor utsträckning består av individer som saknar den kompetens som efterfrågas.<sup>27</sup>

#### Nytt treårsavtal indikerar lägre kostnadstryck än väntat

Parterna inom industrin träffade nyligen treåriga avtal som ger 6,5 procent i arbetskostnadsökningar över hela avtalsperioden, inklusive avsättningar till deltids- och flexpension. Det nya treårsavtalet slöts i ett starkare konjunkturläge och i ett läge med högre inflationsförväntningar än det föregående ettårsavtalet. Trots detta är nivån densamma, räknat över hela avtalsperioden ger avtalet i genomsnitt cirka 2,2 procent per år.

Löneökningarna bestäms inte bara av de centralt avtalade lönerna. Svensk arbetsmarknad präglas av matchningsproblem och betydande brist på arbetskraft. I ett sådant läge brukar normalt löneökningarna utöver avtalen stiga. De senaste åren har dock dessa ökning varit måttliga, även om de inom vissa sektorer tycks ha blivit något större under loppet av 2016. Framför allt har löneökningarna utöver avtal ökat inom byggsektorn. Andra bristyrken såsom lärare och sjuksköterskor har fått högre löneökningar än genomsnittet. Det syns inte i avtalen men fångas däremot i de totala löneökningarna.<sup>28</sup> Riksbankens löneprognos avser de totala löneökningarna och bygger på att löneökningarna utöver avtal successivt kommer att öka under prognosperioden. Denna syn får stöd

<sup>26</sup> Kurvan påverkas även av separationsgraden, det vill säga andelen som lämnar ett arbete under en tidsperiod och tillväxten i arbetskraften.

<sup>27</sup> Enligt Arbetsförmedlingens statistik utgör "utsatta grupper" nu cirka tre fjärdedelar av de inskrivna arbetslösa. Dessa är arbetslösa utan gymnasieutbildning, utomeuropeiskt födda, personer över 55 år och/eller personer med funktionshinder som medför nedsatt arbetsförmåga.

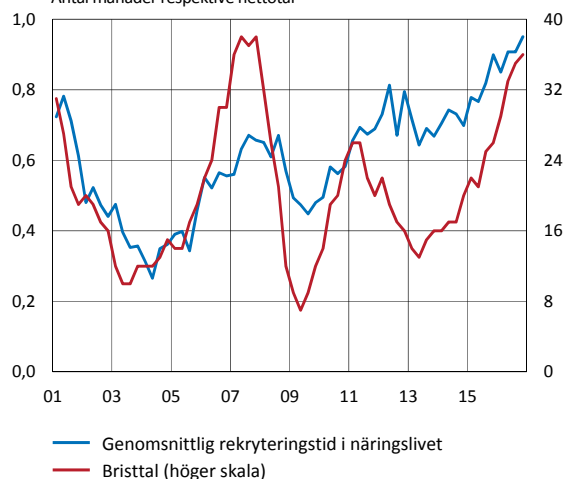
<sup>28</sup> Lärarna och sjuksköterskorna har liksom många andra yrkesgrupper, inom främst offentlig sektor, så kallade sifferlösa avtal eller "nollavtal". Dessa avtal saknar centralt angivna löneökningar. Istället bestäms löneökningarna i förhandlingar på lokal nivå.

#### Avtalsrörelsen 2017 – så här långt

Den pågående avtalsrörelsen omfattar omkring 2,4 miljoner arbetstagare och cirka 500 kollektivavtal förväntas omförhandlas i år. Tidigt i avtalsrörelsen, i oktober 2016, meddelade LO att förbunden enats om samordnade avtalskrav och förbundsförhandlingar. Facken inom industrin var först ut med att presentera sitt yrkande på 2,8 procent på ett år, vilket var samma generella lönehöjningskrav som vid de två föregående avtalsrörelserna 2013 och 2016. Arbetsgivarna inom industrin ville se betydligt lägre löneökningar, bland annat med hänvisning till den internationella konkurrenskraften.

Den 31 mars presenterade parterna inom industrin avtal som ska vägleda övriga sektorer på arbetsmarknaden. Uppgörelsen innebär arbetskostnadsökningar på totalt 6,5 procent under tre år, inklusive avsättningar till deltids- och flexpension. De avtal som hittills slutits efter industrins uppgörelse, till exempel inom handeln och hotell- och restaurang, har i stort sett varit i linje med kostnadsmärket på 6,5 procent.

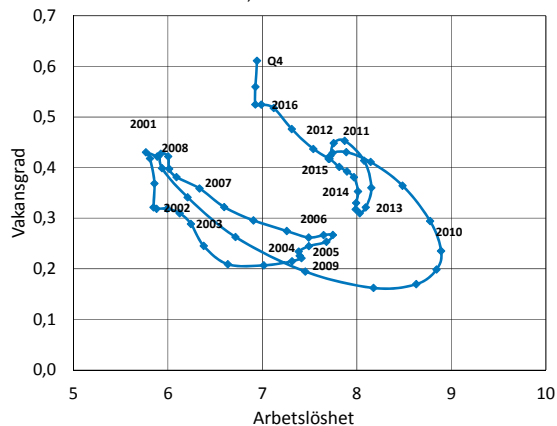
Diagram 4:11. Genomsnittlig rekryteringstid och bristtal  
Antal månader respektive nettotal



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

Diagram 4:12. Beveridgekurva

Procent av arbetskraften, trendrensade värden



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

Källor: SCB och Riksbanken



av bland annat Riksbankens senaste företagsundersökning där företagen ser framför sig en stigande löneglidning.

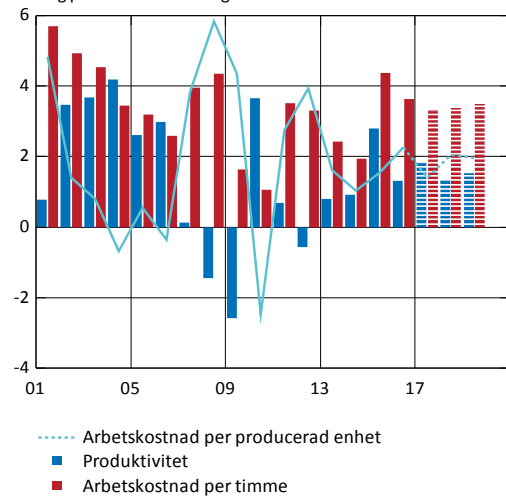
De löneavtal som har tecknats mellan parterna inom industrin tyder ändå på att löneökningstakten kommer att bli något lägre än väntat de kommande åren och Riksbanken har därför reviderat ned löneprognosen. Löneökningstakten enligt konjunkturlönestatistiken väntas stiga successivt från ungefär 2,4 procent 2016 till 3,2 procent mot slutet av prognosperioden. Att löneökningarna förefaller bli relativt måttliga trots en allt starkare konjunktur kan bero på flera olika saker, som till exempel strukturella förändringar i ekonomin eller att den finansiella krisen fortfarande påverkar löner och priser globalt.

Lägre löneökningstakt innebär att kostnadstrycket kommer att stiga långsammare jämfört med tidigare bedömning. Under fjolåret ökade både timlöner och arbetskraftskostnader per timme enligt nationalräkenskaperna mer än lönerna enligt konjunkturlönestatistiken.<sup>29</sup> Under prognosperioden bedöms arbetskostnaderna stiga något snabbare än timlönerna till följd av avtalade pensionsavsättningar. Produktivitetstillväxten väntas bli starkare i år för att under de kommande åren uppgå till omkring 1,5 procent i årlig procentuell förändring, det vill säga ungefär i linje med den genomsnittliga utvecklingen sedan millennieskiftet. Den årliga tillväxten i arbetskostnaderna per producerad enhet beräknas bli i genomsnitt knappt 2 procent per år (se diagram 4:13). Sammantaget är arbetskostnaderna per producerad enhet nedreviderade något mer än arbetskostnaderna.

### Inflationen stiger på sikt

Inflationen mätt med KPIF har stigit trendmässigt sedan 2014. I synnerhet har energi- och livsmedelspriser ökat allt snabbare den senaste tiden. Ökningstakten i energipriserna väntas dock dämpas framöver när oljepriset planar ut. Även om man bortser från utvecklingen i energipriser har ökningstakten i KPIF stigit sedan 2014. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi är dock lägre än mätt med KPIF, och lägre än för ett år sedan. Riksbanken bedömer att det finns förutsättningar för att uppgången i inflationen ska fortsätta. En faktor som talar för stigande inflation är att resursutnyttjandet i ekonomin stigit och väntas vara fortsatt högre än normalt under de kommande åren. Det senaste årets stigande resursutnyttjande har ännu inte fått fullt genomslag på inflationen, eftersom den brukar påverkas med fördröjning.<sup>30</sup> En starkare konjunktur, både i Sverige och i omvärlden, leder till att företagens kostnader ökar snabbare samtidigt som det blir lättare för företagen att höja priserna.

**Diagram 4:13. Kostnadstryck i hela ekonomin**  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

<sup>29</sup> Dessa mått är en kvot mellan variabler från två olika statistikällor, det vill säga löne- och arbetskostnadssummor inrapporterade från Skatteverket och antalet arbetade timmar från arbetskraftsundersökningen (AKU). Men måttet är mer heltäckande och innehåller också fler konjunkturberoende komponenter vilket sannolikt kan förklara den starkare utvecklingen i dessa mått under fjolåret.

<sup>30</sup> Se även fördjupningen "Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation" i Penningpolitisk rapport oktober 2016.

En annan faktor som påverkar inflationen är kronans växelkurs. Kronan är svagare jämfört med för ett år sedan och även svagare jämfört med föregående prognos i februari (se diagram 4:14). I likhet med resursutnyttjandet påverkar förändringar i växelkursen inflationen med fördröjning. Försvagningen av kronan det senaste året har därmed ännu inte fått fullt genomslag på inflationen.

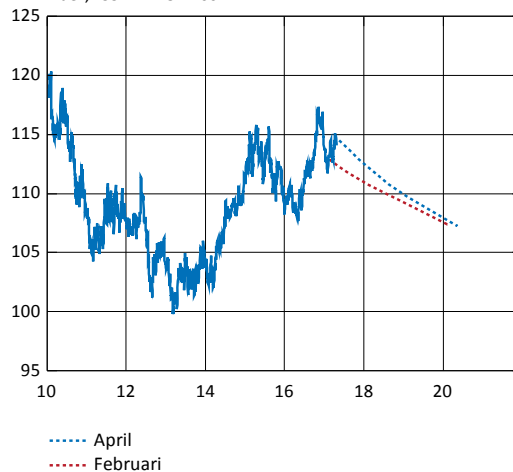
De kommande åren väntas växelkursen förstärkas något vilket bidrar till att dämpa inflationen. Då väntas istället det högre resursutnyttjandet och ett högre internationellt pristryck bidra till fortsatt stigande inflation.

### Inflationen stabiliseras runt 2 procent i början av 2019

Prognosen för inflationen mätt med KPIF och KPIF exklusive energi är något nedreviderad 2018 och 2019 jämfört med Riksbankens prognos i den penningpolitiska rapporten i februari. Det väntas därmed ta något längre tid innan inflationen stabiliseras runt 2 procent. Jämfört med föregående prognos bedöms arbetskraftskostnaderna per producerad enhet öka något långsammare, men samtidigt väntas kronan vara svagare. KPIF-inflationen bedöms stiga långsamt de närmaste åren och stabiliseras runt 2 procent i början av 2019 (se diagram 4:15).

Energiprisernas utveckling under 2016 och 2017 innebär att de ökar snabbare i årstakt än övriga priser under det närmaste året och bidrar till att inflationen blir högre mätt med KPIF än KPIF exklusive energi. Det EU-harmoniserade inflationsmättet HIKP inkluderar inte hushållens räntekostnader för boende i egnahem. Till följd av de snabbt stigande bostadspriserna ökar därför KPIF något snabbare än HIKP under prognosåren (se diagram 4:16). När reporäntan, och därmed bostadsräntorna, börjar stiga under 2018 stiger också hushållens räntekostnader och KPI ökar då snabbare än KPIF.

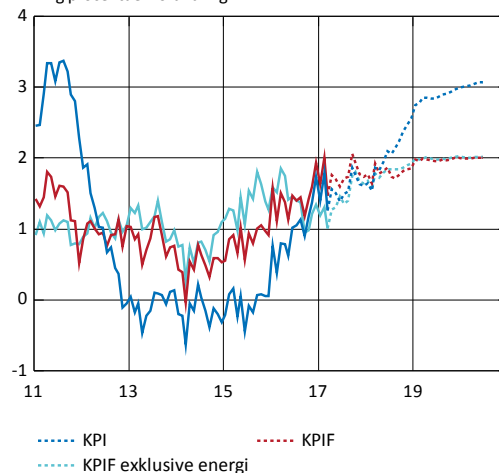
**Diagram 4:15. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX Index, 1992-11-18 = 100**



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

Källor: Nationella källor och Riksbanken

**Diagram 4:14. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi**  
Årlig procentuell förändring

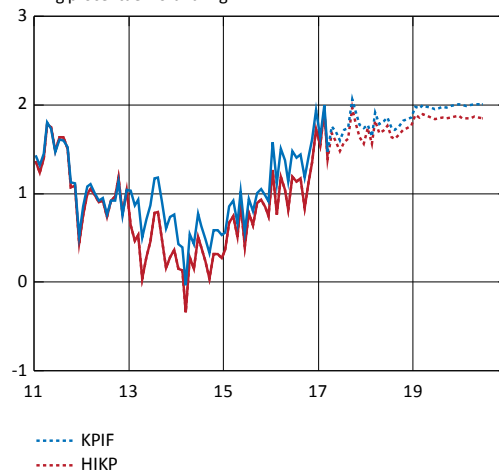


Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:16. KPIF och HIKP**

Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken



## FÖRDJUPNING – Ekonomiska konsekvenser av ökad protektionism

Under de senaste åren har stödet för en fri handel minskat på flera håll i världen och nya handelshinder har tillkommit. USA:s president har förklarat sig villig att kringgå eller ignorera internationellt överenskomna regler och att introducera höga tullar. I Europa har partier med en protektionistisk agenda fått ett allt större stöd i opinionen. Vid det senaste G20-mötet utelämnades för första gången det tydliga avståndstagandet från protektionism som uttalats i kommunikéerna efter varje toppmöte sedan den globala finanskrisen. En ökad protektionism i världen skulle dämpa tillväxten globalt och sannolikt minska efterfrågan på svensk export. Samtidigt kan inflationen komma att bli högre i de länder där handelshindren höjs.

Under 1930-talets stora depression använde många länder handelshinder för att skydda sina ekonomier och förvärrade därigenom den djupa nedgången i världsekonomin. I ett försök att förhindra en upprepning av dessa erfarenheter undertecknades 1947 det multilaterala handelsavtalet GATT (General Agreement on Tariffs and Trade).

Därefter har ytterligare sju multilaterala förhandlingsrundor genomförts, varav den senaste ledde fram till upprättandet av WTO (World Trade Organisation) 1995, som nu har 164 medlemsländer.<sup>31</sup> I avtalen har medlemsländerna, genom att sänka sina handelshinder, gett andra länder större tillgång till sina marknader och fått en större tillgång till de andra ländernas marknader i utbyte.

Därtill har ett antal regionala och bilaterala integrationsavtal slutits under de senaste decennierna. Hit hör EU och de frihandelsavtal som EU har med flera av sina grannländer samt NAFTA-avtalet (North American Free Trade Agreement) mellan Kanada, Mexiko och USA.

### Resultatet av den långa liberaliseringstrenden

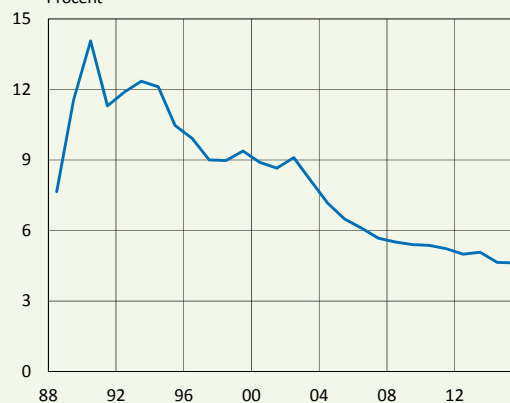
Sammantaget har de multilaterala och regionala handelsavtalen inneburit att den genomsnittliga globala tullnivån sänkts kraftigt, från över 20 procent vid tiden för det första GATT-avtalet till omkring 5 procent idag (se diagram 4:17).<sup>32</sup>

Den här 70-åriga historien av multilaterala och regionala handelsavtal har bidragit till att den globala handeln vuxit i betydelse för världsekonomin som helhet (se diagram 4:18).

En friare handel har också bidragit till att konsumenter världen över har fått högre reala inkomster och tillgång till ett större utbud av varor och tjänster.<sup>33</sup> Att deras realin-

Diagram 4:17. Genomsnittlig tullnivå

Procent

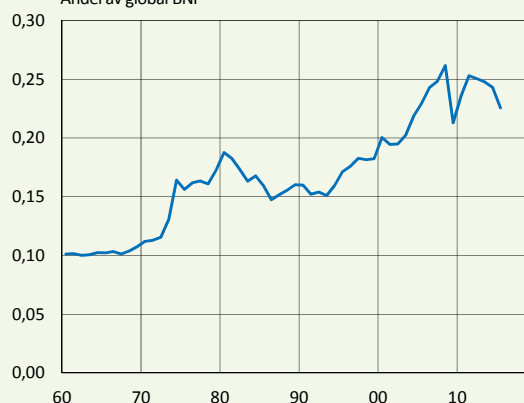


Anm. Importviktat genomsnitt av tillämpade tullsatser

Källa: WITS (FN:s statistikmyndighet, UNCTAD, WTO och Världsbanken)

Diagram 4:18. Global import av varor

Andel av global BNP



Källor: WTO, Världsbanken och Riksbanken

<sup>31</sup> År 2001 inleddes den så kallade Doha-rundan men den har ännu inte avslutats.

<sup>32</sup> För uppskattningar av den genomsnittliga globala tullnivån vid tiden för det första GATT-avtalet, se vidare WTO (2007), *World Trade Report – Six decades of multilateral trade cooperation: What have we learnt?* och Bown, C. P. och Irwin, D. A. (2015), "The GATT's Starting Point: Tariff Levels circa 1947", National Bureau of Economic Research, Working Paper 21782. Vid sidan av tullar finns en mängd olika handelshinder vars effekter kan vara stora men svåra att mäta. GATT-avtalen innehåller därför en

rad klausuler som syftar till att begränsa användningen av andra handelshinder och i förekommande fall ersätta dem med tullar. Se vidare Staiger, R. (2012), "Non-tariff Measures and the WTO", WTO Staff Working Paper ERSD-2012-01.

<sup>33</sup> För en översikt och uttolkning av den empiriska litteraturen på området se Goldberg P. och Pavcnik, N. (2016), "The effects of trade policy", kap. 3 i Bagwell K. och Staiger, R. (red.), *Handbook of Commercial policy*, New York: Elsevier North Holland.

komster kunnat bli högre beror på att internationell handel gynnar produktiviteten, det vill säga gör det möjligt att få ut mer av tillgängliga resurser.<sup>34</sup> En anledning är att en friare handel ökar möjligheterna till internationell specialisering – länder kan producera mer av de varor och tjänster som drar störst nytta av de tillgångar i form av land, kapital, arbetskraft och naturresurser som finns i landet.

Inom enskilda sektorer kan internationell handel dessutom gynna mer produktiva företag på mindre produktiva företags bekostnad.<sup>35</sup> Möjligheten att nå en större marknad tycks också stimulera till innovation,<sup>36</sup> samtidigt som en fri handel ger företag möjlighet att komma åt ett potentiellt billigare och bättre utbud av insatsvaror. Produktiviteten hos enskilda företag kan också gynnas av att de utsätts för mer konkurrens från utlandet.<sup>37</sup>

Men en liberalisering av handeln kan samtidigt missgynna delar av befolkningen. Varor som kräver relativt stor insats av arbetskraft i sin produktion (såsom kläder) tenderar att tillverkas relativt billigt i länder där det finns en stor tillgång på lågkvalificerad arbetskraft. När handeln liberaliseras ökar därför de utvecklade ekonomierna sin import av arbetskraftsintensiv produktion därifrån. Den inhemska lågkvalificerade arbetskraften möter därmed indirekt en ökad konkurrens från den lågkvalificerade arbetskraften i andra länder, och blir tvungen att acceptera lägre reala löner eller i värsta fall arbetslöshet. Förmodligen skulle det räcka med att fördela en del av de vinster som tillfaller andra grupper för att kompensera dem som förlorar på en friare handel. I praktiken är det dock svårt att utforma en fungerande kompensationsmodell.<sup>38</sup>

### Tendenser till ökad protektionism

Det kan alltså finnas grupper som upplever att en fri handel missgynnar dem. Opinionsen för en mer protektionistisk politik tenderar dessutom att bli starkare i samband med ekonomiska kriser, så som skedde på 1930-talet i anslutning till den stora depressionen. G20-länderna har därför betonat vikten av att inte följa det här mönstret i efterdyningarna av den globala finanskrisen.

Ändå finns det tecken på att protektionistiska åtgärder blivit vanligare under de senaste åren (se diagram 4:19). Det handlar inte främst om tullar utan om införande av andra typer av handelshinder vars effekter är svårare att bedöma. Politiska företrädare med en protektionistisk

agenda har samtidigt vunnit mark på flera håll. USA:s president har förklarat sig villig att introducera höga tullar mot vissa länder och vid det senaste G20-toppmötet utelämnades för första gången det tydliga avståndstagandet från protektionism från den gemensamma kommunikén.

### Ingångna avtal begränsar i viss mån möjligheten att agera protektionistiskt

De allra flesta länder av större betydelse för världsekonomin eller den svenska ekonomins utveckling, är både medlemmar i WTO och delaktiga i olika former av regionala integrationsavtal, såsom frihandelsavtal. Dessa avtal har i allmänhet klausuler som reglerar uppsägning eller utträde. För NAFTA råder en uppsägningstid på sex månader, vilket är ett vanligt arrangemang vid internationella avtal. För EU, som innebär en mer långtgående integration, är motsvarande tid mellan uppsägning av medlemskap och utträde två år. Det har hittills varit mycket ovanligt att länder lämnar ett regionalt integrationsavtal – det kommande brittiska utträdet ur den europeiska unionen utgör ett undantag.

Om ett land säger upp sitt medlemskap i ett regionalt integrationsavtal är det fortfarande bundet av sina åtaganden som WTO-medlem. Under det rådande WTO-avtalet får man inte höja tullar utöver de nivåer man förbundit sig till, och om något land erbjuder lägre tullar så måste det även gälla alla andra länder. Om exempelvis USA skulle lämna NAFTA kan de införa tullar mot Kanada och Mexiko upp till de nivåer man förbundit sig till enligt WTO. Gentemot Mexiko skulle det innebära en genomsnittlig tullökning på omkring 4 procentenheter, det vill säga betydligt mindre än de 35 procentenheter som nämndes under presidentvalskampanjen.

En amerikansk president skulle i princip, i enlighet med amerikansk lagstiftning, kunna initiera tullökningar utöver detta utan uttryckligt stöd i kongressen. Det skulle kunna ske genom att åberopa nationell säkerhetshänsyn eller stora bytesbalansunderskott.<sup>39</sup> Om så skulle ske skulle dock drabbade länder sannolikt hävda brott mot WTO:s regler och få rätt att vidta åtgärder som minskar USA:s tillgång till deras marknader i samma omfattning. Det finns

<sup>34</sup> Ibid. och IMF (2016), "Is the Trade Slowdown Contributing to the Global Productivity Slowdown? New Evidence", Box 2.1. i World Economic Outlook, oktober 2016.

<sup>35</sup> Se Melitz, M. (2003), "The Impact of Trade on Intra-industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity", *Econometrica*, vol. 71, nr 6, s. 1696-1725.

<sup>36</sup> Hur import från Kina påverkat teknologi och produktivitet i OECD-länder redovisas i Bloom, N., Draca, M. och Van Reenen, J. (2016), "Trade Induced Technical Change? The Impact of Chinese Imports on Innovation, IT and Productivity", *Review of Economic Studies*, vol. 83, nr 1, s. 87-117. Effekterna av 1990-talets handelsliberaliseringar på innovationsbenägenheten globalt skattas av Coelli, F., Moxnes, A. och Ulltveit-Moe, K.-H. (2016), "Better, Faster, Stronger: Global Innovation and Trade Liberalization", Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper 11506.

<sup>37</sup> Helpman, E. och Krugman, P. (1985), *Market Structure and Foreign Trade: Increasing Returns, Imperfect Competition, and the International Economy*, MIT Press.

<sup>38</sup> Feenstra, R. C. (1998), "Integration of Trade and Disintegration of Production in the Global Economy", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 12, s. 31-50. Olika former av arbetsmarknadspolitiska åtgärder lyfts ofta fram som sätt att kompensera för handelsrelaterade inkomstförluster och underlätta anställningsbarhet inom expanderande sektorer, se vidare OECD (2005), "Trade-adjustment Costs in OECD Labour Markets: A Mountain or a Molehill?", kap. 1 i *OECD Economic Outlook*.

<sup>39</sup> Hufbauer, G. C. (2016), "Could a President Trump Shackle Imports?", i "Assessing Trade Agendas in the US Presidential Campaign", Peterson Institute for International Economics, Briefing 16-6. Även WTO-reglerna medger högre tullar än avtalat under sådana omständigheter. Dessutom kan länder ha rätt att skydda sig mot så kallad dumpning (att varor säljs till underpris), import som understöds av otiltåtna subventioner, och alltför snabba importökningar inom någon sektor.

också en möjlighet för ett land att helt lämna WTO-samarbetet.<sup>40</sup> I så fall skulle landet inte längre vara bundet av de tullbegränsningar som avtalats men riskerar samtidigt att mötas av högre tullar än de som gäller för WTO-medlemmar.<sup>41</sup>

De avtal som reglerar världshandeln skulle alltså kunna göra det kostsamt, men inte omöjligt, för länder att agera mer protektionistiskt.

### Effekter av globalt utbredd protektionism

En globalt utbredd protektionism skulle innebära en förlust av fördelar som tidigare handelsliberaliseringar fört med sig (se ovan). De globala realinkomsterna skulle falla och utbudet av varor och tjänster riskerar att bli mindre.

Små ekonomier som den svenska påverkas mer än de större om världen som helhet börjar begränsa den internationella handeln. En betydande del av svensk produktion är koncentrerad till varor och tjänster som produceras i stor skala och säljs över hela världen. Svensk konsumtion och produktion använder sig dessutom i stor utsträckning av importerade varor och tjänster.

### Effekter av bilaterala handelskrig

Om den ökade protektionismen inskränker sig till handelskonflikter mellan enskilda länder, skulle det ändå få märkbara konsekvenser för den globala ekonomin. Om det exempelvis uppstår ett handelskrig mellan USA och Kina påverkas båda dessa länder tydligt negativt. På kort sikt, innan handels- och produktionsmönster hinner anpassas, kan effekterna bli mycket stora, inte minst på orter där företag med nära anknytning till internationell handel spelar en viktig roll.<sup>42</sup> På längre sikt återstår för de inblandade länderna de effektivitetsförluster som följer av en sämre tillgång till en viktig exportmarknad, liksom av sämre tillgång till en del av den globala produktionen av insats- och konsumentvaror.

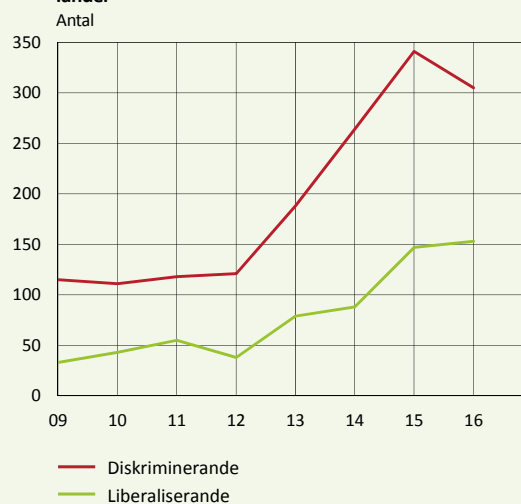
Även andra länder påverkas av ett handelskrig mellan stora ekonomier. På vilka sätt och i vilken utsträckning är dock svårt att säga. På kort sikt kan det leda till bekymmer för företag som står för något led i produktionen av varor som handlas mellan USA eller Kina.<sup>43</sup> Om de finansiella marknaderna reagerar kraftigt på ett uppblossande handelskrig kan det förstärka de negativa effekterna på investeringar och konsumtion världen över. Å andra sidan, när USA och Kina handlar mindre med varandra kan de

komma att handla mer med andra länder, däribland Sverige.<sup>44</sup>

### Ökad protektionism dämpar globala tillväxten

Sammantaget skulle en ökad protektionism hämma världens produktion av varor och tjänster och sannolikt minska efterfrågan på svensk export. Samtidigt skulle en fördyrad import av såväl konsumentvaror som insatsvaror ge en tillfälligt högre inflation i de länder som höjer sina handelshinder.

Diagram 4:19. Handelspåverkande åtgärder införda av G20-länder



Anm. Diskriminerande (liberaliserande) åtgärder är sådana som av Global Trade Alert bedömts öka (minska) diskriminering till förmån för inhemska producenter och därför färgkodats som röda (gröna). Endast åtgärder som både implementerats och inrapporterats under respektive kalenderår har inkluderats. Se vidare Evenett, S. J. och Fritz, J. (2016), "FDI Recovers? The 20th Global Trade Alert Report", Centre for Economic Policy Research, CEPR Press.

Källa: Global Trade Alert

<sup>40</sup> Artikel 15 i WTO-fördraget specificerar att ett lands medlemskap i WTO och delaktighet i de tillhörande handelsavtalen kan sägas upp med 6 månaders varsel, se WTO (1994), Agreement Establishing the World Trade Organization.

<sup>41</sup> För en närmare genomgång av principerna bakom och funktionerna hos världshandelsystemet i allmänhet och WTO i synnerhet, se Hoekman, B. M. och Kostecki, M. M. (2009), *The Political Economy of the World Trading System: The WTO and Beyond*, tredje upplagan, Oxford University Press.

<sup>42</sup> För en genomgång av möjliga effekter av ett handelskrig på städer och regioner i USA, se Noland, M., Robinson, S. och Moran, T. (2016), "Impact of Clinton's and Trump's Trade Proposals", i "Assessing Trade Agendas in the US Presidential Campaign", Peterson Institute for International Economics, Briefing 16-6.

<sup>43</sup> Här beror effekterna på vad företag och aktörer på finansiella marknader förväntar sig om hur långvarigt handelskriget kan bli. Om det väntas bli kortvarigt kan de som drabbas av högre kostnader för insatsvaror och/eller försämrade villkor på en marknad i någon mån anpassa sina vinstmarginaler och effekterna blir mindre än om handelskriget pågår under längre tid.

<sup>44</sup> De andra ländernas exportvaror blir något mer konkurrenskraftiga i USA och Kina när kinesiska respektive amerikanska varor beläggs med högre tullar. Dessutom får köpare av amerikanska (kinesiska) varor och tjänster en mindre konkurrens från kinesiska (amerikanska) köpare och kan på så sätt få mer fördelaktiga importpriser.

## Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

**Tabell 1. Reporänteprognos**  
Procent, kvartalsmedelvärden

	2016 kv 4	2017 kv 1	2017 kv 2	2018 kv 2	2019 kv 2	2020 kv 2
Reporänta	-0,5	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,4)	0,0 (0,1)	0,5

Källa: Riksbanken

**Tabell 2. Inflation**  
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2015	2016	2017	2018	2019
KPI	0,0	1,0	1,6 (1,6)	2,1 (2,1)	2,9 (2,9)
KPIF	0,9	1,4	1,8 (1,7)	1,8 (1,8)	2,0 (2,1)
KPIF exkl. energi	1,4	1,4	1,4 (1,5)	1,8 (1,9)	2,0 (2,1)
HIKP	0,7	1,1	1,6 (1,6)	1,7 (1,8)	1,9 (2,0)

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta. HIKP är ett EU-harmoniserat index för konsumentpriser.

Källor: SCB och Riksbanken

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

	2015	2016	2017	2018	2019
Reporänta	-0,3	-0,5	-0,5 (-0,5)	-0,4 (-0,3)	0,0 (0,2)
10-årsränta	0,8	0,5	0,9 (1,0)	1,6 (1,8)	2,3 (2,4)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	112,6	111,7	113,6 (112,0)	111,2 (110,1)	109,0 (108,4)
Offentligt finansiellt sparande*	0,3	0,9 (0,5)	0,6 (0,2)	0,7 (0,5)	0,9 (0,8)

\* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

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

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2015	2016	2017	2018	2019
Euroområdet	0,14	0,47	1,9	1,7	1,8 (1,7)	1,7 (1,7)	1,6 (1,6)
USA	0,19	0,09	2,6	1,6	2,0 (2,3)	2,4 (2,3)	2,1 (2,1)
Japan	0,06	0,03	1,2	1,0 (1,0)	1,2 (1,1)	0,9 (0,9)	0,8 (0,8)
Kina	0,15	0,08	6,9	6,7	6,6 (6,4)	5,9 (5,8)	5,7 (5,7)
KIX-vägd	0,79	1,00	2,3	2,0 (2,0)	2,4 (2,2)	2,3 (2,3)	2,2 (2,2)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,4	3,2 (3,1)	3,4 (3,4)	3,6 (3,6)	3,6 (3,7)

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen enligt IMF. Konjunkturinstitutet uppdaterar vikterna för kronindexet KIX i början av varje år, med tre års eftersläpning. Siffrorna i tabellen är baserade på nya KIX-vikter för 2012 som används för 2015 och ett antagande om att vikterna under kommande prognosår kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de tidigare fem åren.

KPI	2015	2016	2017	2018	2019
Euroområdet (HIKP)	0,0	0,2	1,6 (1,7)	1,5 (1,4)	1,7 (1,6)
USA	0,1	1,3	2,2 (2,6)	2,3 (2,5)	2,5 (2,5)
Japan	0,8	-0,1	0,7 (0,7)	1,2 (1,4)	1,7 (1,7)
KIX-vägd	1,1	1,1 (1,1)	2,0 (2,2)	2,0 (2,0)	2,2 (2,1)

	2015	2016	2017	2018	2019
Styrränta i omvärlden, procent	0,1	-0,1	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,0)	0,3 (0,2)
Råoljepris, USD/fat Brent	53,5	45,1	54,8 (56,4)	55,2 (56,6)	54,6 (56,2)
Svensk exportmarknad	3,4	2,5 (2,1)	4,3 (3,4)	3,9 (4,1)	3,8 (3,8)

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

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

**Tabell 5. Försörjningsbalans**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2015	2016	2017	2018	2019
Hushållens konsumtion	2,7	2,2 (2,2)	2,1 (2,5)	2,5 (2,7)	2,4 (2,4)
Offentlig konsumtion	2,5	3,1 (3,6)	1,4 (1,6)	1,2 (1,1)	1,2 (1,1)
Fasta bruttoinvesteringar	7,0	5,9 (6,9)	3,9 (3,4)	3,7 (3,1)	3,0 (2,8)
Lagerinvesteringar*	0,3	0,1 (0,2)	-0,3 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	5,6	3,4 (3,0)	4,2 (3,6)	3,6 (3,6)	3,6 (3,6)
Import	5,5	3,7 (4,3)	2,6 (3,4)	4,0 (4,0)	4,0 (4,0)
BNP	4,1	3,3 (3,4)	2,8 (2,5)	2,3 (2,2)	2,1 (2,1)
BNP, kalenderkorrigerad	3,8	3,0 (3,2)	3,1 (2,7)	2,4 (2,3)	2,2 (2,1)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	3,5	3,2 (3,5)	2,3 (2,4)	2,3 (2,3)	2,1 (2,1)
Nettoexport*	0,3	0,0 (-0,4)	0,9 (0,2)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	4,7	4,9 (4,2)	5,6 (4,3)	5,4 (4,1)	5,2 (3,9)

\* 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

	2015	2016	2017	2018	2019
Folkmängd, 15–74 år	0,7	0,9	1,1 (1,1)	0,7 (0,7)	0,5 (0,6)
Potentiellt arbetade timmar	0,8	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)	0,6 (0,5)	0,5 (0,5)
BNP, kalenderkorrigerad	3,8	3,0 (3,2)	3,1 (2,7)	2,4 (2,3)	2,2 (2,1)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,0	1,7 (1,8)	1,2 (1,2)	1,1 (0,9)	0,6 (0,6)
Sysselsatta, 15–74 år	1,4	1,5	1,8 (1,3)	0,7 (0,7)	0,5 (0,5)
Arbetskraft, 15–74 år	0,8	1,0	1,5 (1,1)	0,7 (0,6)	0,5 (0,6)
Arbetslöshet, 15–74 år*	7,4	6,9	6,7 (6,7)	6,6 (6,7)	6,7 (6,7)

\* Procent av arbetskraften

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

Källor: SCB och Riksbanken

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

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

	2015	2016	2017	2018	2019
Timlön, KL	2,4	2,4 (2,5)	2,8 (3,0)	3,1 (3,3)	3,2 (3,5)
Timlön, NR	3,5	3,2 (2,9)	3,2 (3,4)	3,3 (3,6)	3,4 (3,7)
Arbetsgivaravgifter*	0,9	0,5 (0,6)	0,1 (0,0)	0,1 (0,0)	0,1 (0,0)
Arbetskostnad per timme, NR	4,4	3,6 (3,5)	3,3 (3,4)	3,4 (3,6)	3,5 (3,7)
Produktivitet	2,8	1,3 (1,4)	1,8 (1,5)	1,3 (1,5)	1,5 (1,4)
Arbetskostnad per producerad enhet	1,5	2,3 (2,1)	1,4 (1,9)	2,1 (2,1)	1,9 (2,2)

\* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, sociala avgifter och löneskatter dividerad med totalt antal arbetade timmar, säsongrensade data. Arbetskostnad per producerad enhet definieras som arbetskostnad dividerad med säsongrensad förädlingsvärde i fast pris.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken



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

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