

# Penningpolitisk rapport

December 2018





## 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 19 december 2018. Rapporten går att ladda ned i pdf-format på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) där det också finns mer information om Riksbanken.

---

<sup>1</sup> Se "Penningpolitiken i Sverige" på nästa sida för en genomgång av den penningpolitiska strategin och av vad som kan betraktas som en lämplig penningpolitik.

# Penningpolitiken i Sverige

## PENNINGPOLITISK STRATEGI

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som att den årliga förändringen av konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bland annat en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Denna så kallade räntebana är en prognos, inte ett löfte.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan och eventuellt vilka andra kompletterande åtgärder som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att penningpolitiken anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.
- För att illustrera att inflationen inte kommer att vara exakt 2 procent varje månad används ett variationsband som sträcker sig mellan 1 och 3 procent, vilket fångar cirka tre fjärdedelar av de historiska månadsutfallen av KPIF-inflationen. Riksbanken strävar hela tiden efter att inflationen ska nå 2 procent oavsett om den i utgångsläget ligger innanför eller utanför variationsbandet.
- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risken 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

<b>KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar</b>	<b>5</b>
Konjunkturen på väg in i en mognare fas	5
Den aktuella penningpolitiken	7
Osäkerhet och risker	8
<b>FÖRDJUPNING – Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av stigande räntor?</b>	<b>12</b>
<b>KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden</b>	<b>14</b>
Utvecklingen internationellt	14
Finansiella förhållanden i Sverige	16
<b>KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget</b>	<b>19</b>
Inflationen i Sverige	19
Global och svensk konjunktur	21
<b>KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna</b>	<b>24</b>
Omvärlden	24
Sverige	27
<b>Tabeller</b>	<b>32</b>



## KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Världsekonomin har vuxit snabbt de senaste åren men utfall och indikatorer pekar nu på att konjunkturen har börjat gå in i en fas med mer dämpad BNP-tillväxt, vilket är i linje med Riksbankens prognoser. Resursutnyttjandet är fortsatt högt i svensk ekonomi, även om utfall för både tillväxten och inflationen blivit svagare än väntat. Sysselsättningsgraden är historiskt hög, företagen rapporterar stor brist på arbetskraft och kostnadstrycket ökar. Den starka konjunkturen har bidragit till att inflationen sedan 2014 har stigit gradvis och de senaste två åren legat kring 2 procent.

Förutsättningarna är fortsatt goda för att inflationen ska vara kvar nära inflationsmålet framöver. I takt med att inflationen och inflationsförväntningarna har etablerats kring 2 procent har behovet av en mycket expansiv penningpolitik minskat något. Direktionen har därför beslutat att höja reporäntan från -0,50 procent till -0,25 procent. Att inflationen blivit lägre än väntat illustrerar att det fortfarande finns osäkerhet kring styrkan i inflationstrycket och det är viktigt att penningpolitiken liksom tidigare går försiktigt fram. Prognosen för reporäntan indikerar att nästa höjning därför sannolikt sker under andra halvåret 2019. Återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen fortsätter tillsvidare. Den expansiva penningpolitiken understryker att Riksbanken värnar inflationsmålet som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

### Konjunkturen på väg in i en mognare fas

#### Fortsatt god global konjunktur och gradvis stigande kostnadstryck

Den globala ekonomin har vuxit snabbt de senaste åren men utfall och indikatorer pekar nu på att omvärldskonjunkturen är på väg in i en fas med mer dämpad BNP-tillväxt. Det höga förtroendet hos hushåll och företag har dämpats något och olika indikatorer för världshandeln framöver har sjunkit tillbaka i många länder.

Men även om tillväxttoppen bedöms vara passerad blir tillväxten tillräckligt hög för att resursutnyttjandet ska fortsätta att stiga i ett flertal viktiga länder. Lönerna stiger i allt snabbare takt i till exempel Tyskland och USA. Detta bidrar till att inflationen ökar, även om ett lägre oljepris är en motverkande faktor. Penningpolitiken rör sig i en mindre expansiv riktning, men de finansiella förhållandena ger fortsatt stöd till den ekonomiska utvecklingen både i omvärlden och i Sverige.

Osäkerheten kring den globala utvecklingen kvarstår, inte minst när det gäller Storbritanniens utträde ur EU samt den pågående handelskonflikten mellan USA och flera andra länder. Riskerna kan, om de materialiseras, ha stor påverkan på den globala ekonomin men är svåra att siffer-sätta i en prognos.

Tabell 1.1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Om världens BNP-tillväxt dämpas, resursutnyttjandet har normaliserats på många håll och kostnadstrycket stiger. Penningpolitiken rör sig i en mindre expansiv riktning.
Långsam förstärkning av kronans växelkurs.
Svensk konjunktur går in i en mognare fas, resursutnyttjandet fortsatt högre än normalt.
Inflationen och inflationsförväntningarna har etablerats kring 2 procent. Stigande kostnadstryck i svensk ekonomi och därmed goda förutsättningar för inflationen att vara kvar nära 2 procent.
Slutsats: Reporäntan höjs med 0,25 procentenheter till -0,25 procent. Prognosen indikerar att nästa räntehöjning sannolikt sker under andra halvåret 2019. Återinvesteringarna av förfall och kupongbetalningar i Riksbankens obligationsportfölj fortsätter tillsvidare.

Tabell 1.2.

Viktiga prognosrevideringar sedan den penningpolitiska rapporten i oktober
Lite lägre inflation kommande år bland annat till följd av oväntat svagt utfall.
Svagare svensk BNP-tillväxt i år till följd av lägre utfall än väntat tredje kvartalet. Högre sysselsättning och lägre arbetslöshet kommande året.
Lägre tillväxt i produktiviteten och något lägre löneökningstakt, sammanlagt högre arbetskostnader per producerad enhet.



### Hög aktivitet i svensk ekonomi trots dämpning

Efter de senaste årens snabba tillväxttakt är konjunkturen i Sverige på väg in i en mer mogen fas. Tillväxttakten har dämpats under andra halvåret och framöver väntas BNP öka något långsammare än sitt historiska genomsnitt (se diagram 1:2). Hushållens konsumtion väntas växa i en mer måttlig takt framöver, jämfört med utvecklingen de senaste åren. Dämpningen på bostadsmarknaden med ett minskat bostadsbyggande medverkar till att tillväxten i den inhemska efterfrågan växlar ner. Bostadsinvesteringarna minskar nu efter att ha ökat kraftigt under perioden 2014–2017.

Utbudet av arbetskraft har ökat snabbt, vilket tillsammans med den starka konjunkturen har bidragit till att sysselsättningsgraden och arbetskraftsdeltagandet är på historiskt höga nivåer i Sverige. Arbetsmarknaden fortsätter att utvecklas starkt. Efterfrågan på arbetskraft är hög och arbetsgivarna har allt svårare att hitta den kompetens de efterfrågar, vilket syns i långa rekryteringstider. Andelen företag som anger att de upplever brist på arbetskraft är den högsta sedan Konjunkturbarometern började redovisa mätningar för hela näringslivet 1996. Framöver väntas sysselsättningen, liksom BNP, öka i långsammare takt. Sysselsättningsgraden bedöms dock ligga kvar på en hög nivå de kommande åren. Arbetslösheten väntas stiga något, vilket till betydande del förklaras av strukturella faktorer. Den samlade bilden av resursutnyttjandet i svensk ekonomi är att det kommer att sjunka tillbaka men fortsätter att vara högre än normalt.

### Stigande kostnadstryck och inflation nära målet

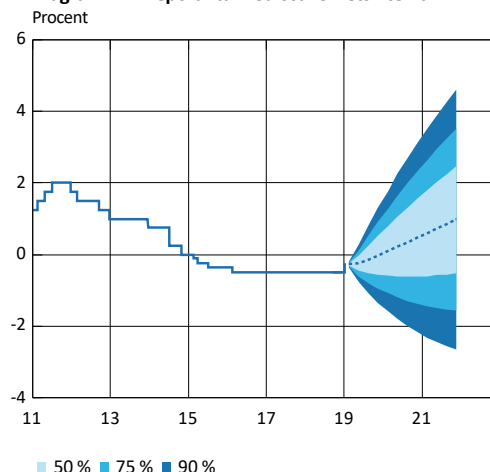
Med viss eftersläpning innebär ett högt resursutnyttjande i ekonomin vanligtvis att inflationen stiger. De senaste två åren har KPIF-inflationen legat nära inflationsmålet på 2 procent och i november uppgick den till 2,1 procent (se diagram 1:3). Utöver den starka konjunkturen har en bidragande faktor varit snabbt stigande energipriser. Under 2019 väntas KPIF-inflationen tillfälligt sjunka ner under 2 procent då ökningstakten i energipriserna dämpas (se diagram 1:4).

Genom att studera mått på underliggande inflation kan man få en uppfattning om den varaktiga delen av den uppmätta inflationen.<sup>2</sup> Medianen av olika mått på underliggande inflation har varit lägre än KPIF-inflationen under året och uppgick till 1,6 procent i november.

Den överraskande svaga produktivitetstillväxten innebär att arbetskostnaderna per producerad enhet har blivit högre än väntat. Detta indikerar att kostnadstrycket stiger i ekonomin. Andra bidragande faktorer till stigande underliggande inflation det närmaste halvåret är högre hyreshöjningar, högre ökningstakt i livsmedelspriser och effekter av tidigare kronförsvagningar. Tillsammans med ett gradvis högre inflationstryck

<sup>2</sup> Se fördjupning "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

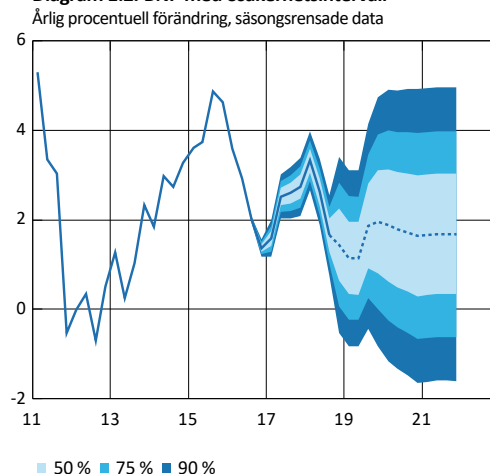
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall



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

Källa: Riksbanken

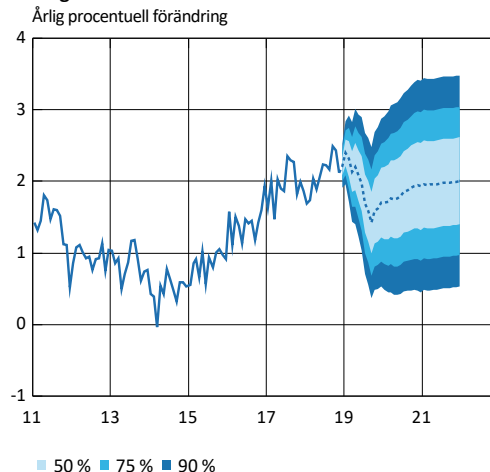
Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken



även i omvärlden innebär detta att det finns goda förutsättningar för inflationen att vara nära inflationsmålet även de kommande åren.

## Den aktuella penningpolitiken

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

### Förutsättningarna goda för inflation nära 2 procent

Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har utvecklingen i omvärlden i stort sett varit i linje med Riksbankens prognoser. Det finns fortfarande osäkerhet kring utvecklingen, men bilden av en god omvärldskonjunktur står sig.

Svensk BNP-tillväxt har som väntat växlat ner under andra halvåret. Nedgången det tredje kvartalet blev dock större än väntat. En bidragande orsak till detta var att hushållens konsumtion sjönk överraskande mycket, men det förklaras delvis av tillfälligt svag bilförsäljning. Den expansiva penningpolitiken har bidragit till att den inhemska efterfrågan vuxit snabbt en tid. Att efterfrågetillväxten nu går in i en lugnare fas är naturligt.

Aktiviteten i den svenska ekonomin är fortsatt hög och har bidragit till en stark utveckling på arbetsmarknaden och ett stigande inflationstryck. Sedan oktober har sysselsättningen ökat mer än väntat och arbetslösheten har blivit lägre. KPIF-inflationen har samtidigt blivit lägre än väntat men är fortsatt strax över inflationsmålet på 2 procent.

Resursutnyttjandet fortsätter att vara högt i svensk ekonomi. Löneökningstakten har visserligen de senaste månaderna blivit lite lägre än Riksbankens prognos och prognosen är något nedreviderad. Men tillväxten i produktiviteten har samtidigt blivit betydligt svagare än väntat vilket sammantaget innebär att arbetskostnaderna per producerad enhet har blivit högre än väntat.

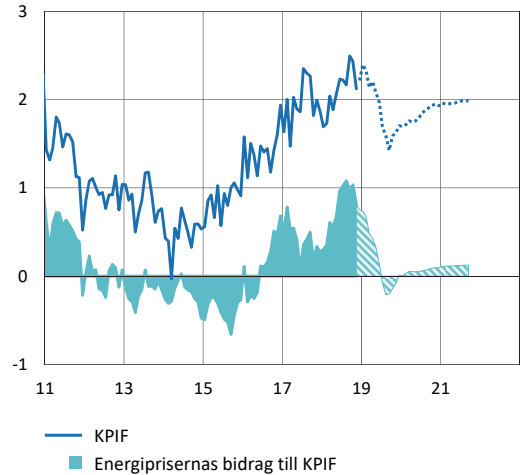
Inflationsprognosen är något nedreviderad de närmaste åren bland annat till följd av lägre utfall än väntat den senaste tiden (se diagram 1:5). Men förutsättningarna är goda för att inflationen ska vara kvar nära inflationsmålet framöver. Under andra halvåret 2019 väntas KPIF-inflationen sjunka tillbaka, då ökningstakten i energipriserna dämpas, men den fortsätter även efter det att ligga nära målet på 2 procent. Inflationsförväntningarna hos andra aktörer i ekonomin ligger också nära 2 procent, både på kort och på lång sikt (se diagram 1:6).

### Reporäntan höjs till -0,25 procent

Det har tagit tid och krävs en kraftig penningpolitisk stimulans för att få upp inflationen nära inflationsmålet. De senaste

**Diagram 1:4. KPIF och bidrag från energipriser**

Årlig procentuell förändring respektive procentenheter

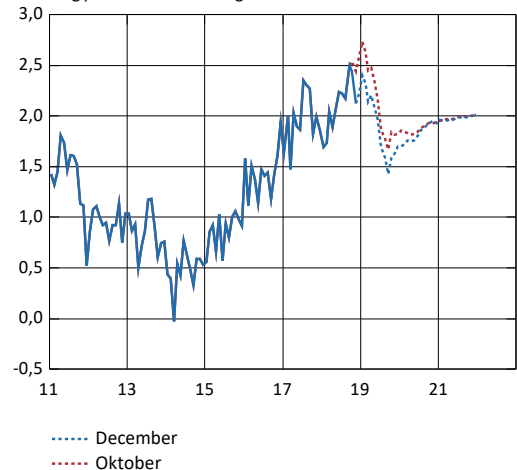


Anm. Energiprisbidraget till KPIF är i prognosen beräknat som årlig procentuell förändring i energipriserna multiplicerat med deras nuvarande vikt i KPIF.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:5. KPIF**

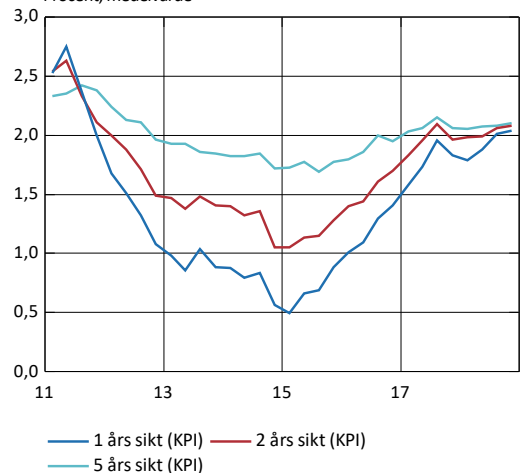
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:6. Inflationsförväntningar bland samtliga aktörer**

Procent, medelvärde



Källa: Kantar Sifo Prospera

två åren har svensk ekonomi karaktäriserats av en stark arbetsmarknad, inflation kring målet och stabila inflationsförväntningar vid 2 procent. Trots att inflationen blivit lägre än väntat de senaste månaderna är förutsättningarna fortsatt goda för att inflationen ska vara kvar nära inflationsmålet. I takt med att inflationen och inflationsförväntningarna har etablerats kring 2 procent har behovet av en mycket expansiv penningpolitik minskat något. Därför är det nu lämpligt att börja minska stödet från penningpolitiken. Direktionen har beslutat att höja reporäntan med 0,25 procentenheter från historiskt låga  $-0,50$  procent till  $-0,25$  procent (se diagram 1:7). Inflationsprognosen bygger på att den penningpolitiska stimulansen minskas långsamt.

### Viktigt att penningpolitiken går försiktigt fram

Det är viktigt att konjunkturen förblir stark och sätter avtryck i prisökningarna. Med en reporänta på  $-0,25$  procent fortsätter penningpolitiken att vara expansiv och ger därmed även fortsättningsvis stöd åt konjunkturen. Penningpolitiken bidrar på så sätt till att inflationen kan vara kvar nära 2 procent även när bidragen från energi- och importpriser blir mindre framöver. Den reala reporäntan väntas vara negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:8).

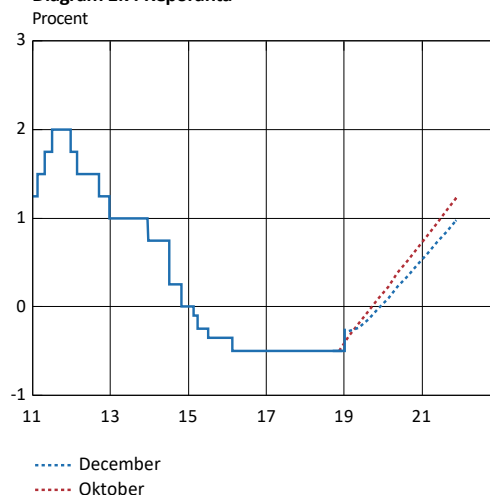
Takten i räntehöjningarna framöver kommer att anpassas efter hur konjunktur- och inflationsutsikterna utvecklas. Det finns osäkerhet kring den globala konjunkturen och styrkan i den inhemska efterfrågan. Att inflationen dessutom blivit lägre än väntat den senaste tiden illustrerar att det fortfarande finns osäkerhet kring styrkan i inflationstrycket och det är viktigt att penningpolitiken liksom tidigare går försiktigt fram. Prognosen för reporäntan är därför nedreviderad och indikerar att nästa höjning av reporäntan sannolikt sker under andra halvåret 2019 (se diagram 1:7). Därefter indikerar prognosen ungefär två höjningar per år med 0,25 procentenheter vid varje tillfälle.

Riksbankens innehav av statsobligationer uppgick i slutet av november till knappt 350 miljarder kronor i nominellt belopp (se diagram 1:9). Nettoköpen av statsobligationer avslutades i december 2017, men tillsvidare återinvesteras förfall och kupongbetalningar i statsobligationsportföljen. I december 2017 beslutade direktionen också att återinvesteringarna av de stora förfall som sker under första halvåret 2019 ska fördelas jämnt under perioden från januari 2018 till juni 2019 (se diagram 1:10). Detta innebär att Riksbankens innehav av statsobligationer ökar tillfälligt under 2018 och början av 2019.

## Osäkerhet och risker

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

Diagram 1:7. Reporänta



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

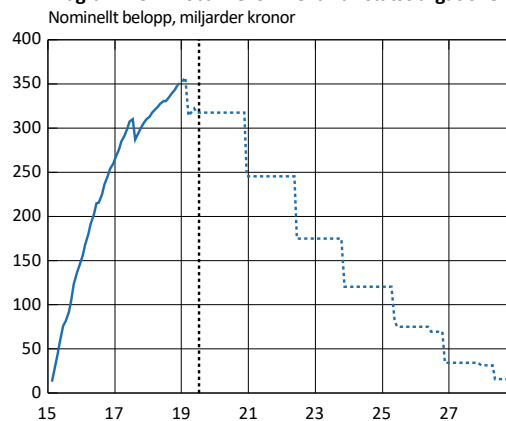
Diagram 1:8. Real reporänta



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

Källa: Riksbanken

Diagram 1:9. Riksbankens innehav av statsobligationer



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

Källa: Riksbanken

svårt att bedöma hur sannolika olika framtida händelser är och vilka konsekvenserna skulle bli om de inträffar.

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

### Flera osäkerhetsfaktorer kring tillväxtutsikterna i Europa

Utvecklingen i omvärlden har stor betydelse för de svenska konjunktur- och inflationsutsikterna. Det gäller särskilt utvecklingen i Europa, där olika konjunkturindikatorer visat svaghetstecken den senaste tiden. Riksbankens bedömning är att detta till stor del avspeglar tillfälliga faktorer, men det finns en risk att konjunkturen i euroområdet mattas av i en snabbare takt än i Riksbankens prognos.

Osäkerhet kvarstår om effekterna för såväl Storbritannien som resten av Europa av Storbritanniens utträde ur EU. I Riksbankens prognos antas att utträdet sker under ordnade förhållanden. Men på senare tid har oklarheterna kring utträdet ökat (se marginalrutan "Storbritanniens utträde ur EU" i kapitel 4). Det finns därför en risk för ökad turbulens på de finansiella marknaderna under en tid framöver.

Diskussionen mellan EU och den italienska regeringen om den italienska budgeten fortsätter också att skapa osäkerhet kring utvecklingen i Europa. Räntorna på italienska statsobligationer steg kraftigt efter den nya regeringens tillträde i maj och har legat kvar på höga nivåer sedan dess, men har sjunkit något sedan oktober.

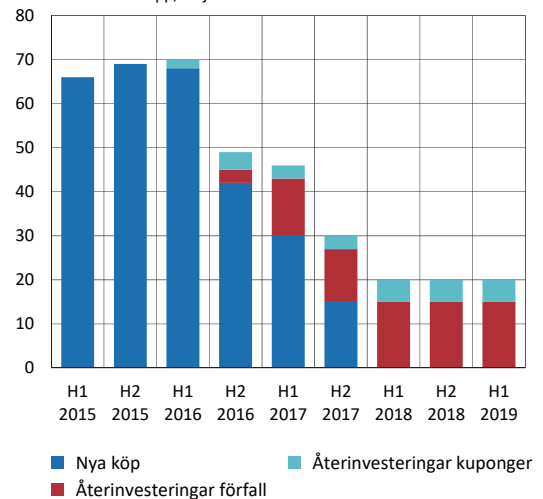
Även om vissa framsteg gjordes i samband med G20-mötet i början av december, kvarstår handelskonflikten mellan USA och Kina som en betydande risk för tillväxten i ett globalt perspektiv. Sjunkande exportordergångar i stora delar av omvärlden kan vara en indikation på att konflikten redan har satt avtryck i utrikeshandeln. Det finns också tecken på att tillväxten i den kinesiska ekonomin börjar bromsa in. Utan mer expansiv finans- och penningpolitik kan tillväxten framöver mycket väl sjunka ytterligare.

Mot dessa nedåtrisker ska ställas den fortsatt starka utvecklingen i den amerikanska ekonomin. Effekterna av den expansiva finanspolitiken på tillväxten kan på kort sikt bli större än vad Riksbanken bedömer i sin prognos. På längre sikt finns dock nedåtrisker även för den amerikanska tillväxten, exempelvis om det skulle uppstå frågetecken kring hållbarheten i de offentliga finanserna. I ett dåligt scenario kan detta leda till kraftigt stigande räntor och dämpad tillväxt.

I omvärlden är osäkerheten kring inflationsutsikterna främst relaterad till de realekonomiska riskerna. En svagare utveckling av global efterfrågan skulle kunna leda till att inflationen i omvärlden inte stiger som i Riksbankens prognos.

Diagram 1:10. Riksbankens köp och återinvesteringar

Nominellt belopp, miljarder kronor



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

Källa: Riksbanken

### Sidoeffekter av penningpolitiken

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

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

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

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

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

### Viktigt att kronan inte stärks för snabbt

Förändringar i kronans växelkurs är alltid svåra att prognostisera. I Riksbankens prognos förutspås en gradvis förstärkning av kronan. En snabbare kronförstärkning skulle dämpa importpriserna ytterligare, vilket skulle göra det svårare att stabilisera inflationen kring målet. Kronan kan naturligtvis också visa sig bli svagare än i nuvarande prognos. Detta skulle i så fall kunna bidra till högre importpriser och en högre inflation än i Riksbankens prognos. I rådande situation bedöms dock riskerna förknippade med en oväntat stark krona vara besvärligare att hantera, med tanke på att det tagit lång tid att få inflationen att etablera sig på en nivå nära målet på 2 procent.

### Hushållens konsumtion har visat svaghetstecken, och bostadsinvesteringarnas utveckling är fortsatt osäker

Hushållens konsumtion har utvecklats relativt svagt under året, även om den svaga konsumtionen under det tredje kvartalet främst bedöms bero på tillfälliga faktorer. Men den svagare utvecklingen bekräftas också av att förtroendet bland svenska hushåll har sjunkit och nu befinner sig något under vad som är en normal nivå (se diagram 1:11).

Dämpningen i förtroendet är inte så stor att den bedöms ha några betydande effekter på konsumtionsutvecklingen den närmaste tiden. Hushållens disponibla inkomster väntas fortsätta att växa i en relativt god takt framöver och hushållen har dessutom sparat en stor del av sina inkomster, vilket ger utrymme för en fortsatt relativt god tillväxt i konsumtionen.

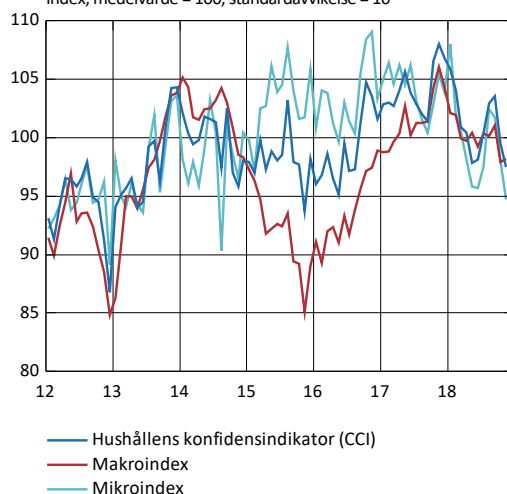
Men det finns betydande osäkerhetsfaktorer. Den svenska bostadsmarknaden är sedan en tid inne i en svagare fas (se diagram 1:12). Utvecklingen framöver är osäker och en svagare prisutveckling på bostadsmarknaden än i Riksbankens prognos kan inte uteslutas. Detta skulle kunna dämpa hushållens konsumtion mer tydligt. Dessutom är hushållen räntekänsliga, på grund av sin höga skuldsättning och stora andel bolån till rörlig ränta. Riksbankens räntebana indikerar mycket långsamma räntehöjningar framöver. Men exakt hur detta påverkar den samlade konsumtionen bland hushållen är ändå osäkert (se fördjupningen "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av stigande räntor?"). Man bör också vara medveten om att reporäntan kan förväntas fortsätta att stiga även bortom prognoshorisonten. Hushållens ränteutgifter som andel av den disponibla inkomsten skulle kunna bli mer än dubbelt så höga som idag om reporäntan återgår till långsiktigt mer normala nivåer (se diagram 1:13).

### Osäkerhet kring det inhemska kostnadstrycket bidrar till risker för inflationsutsikterna i Sverige

Trots högt resursutnyttjande och en rekordstor brist på arbetskraft har löneökningarna i den svenska ekonomin förblivit låga, även om de stigit jämfört med förra året. Samtidigt har produktiviteten utvecklats överraskande svagt, vilket har gjort

Diagram 1:11. Konfidensindikatorer, hushållen

Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10

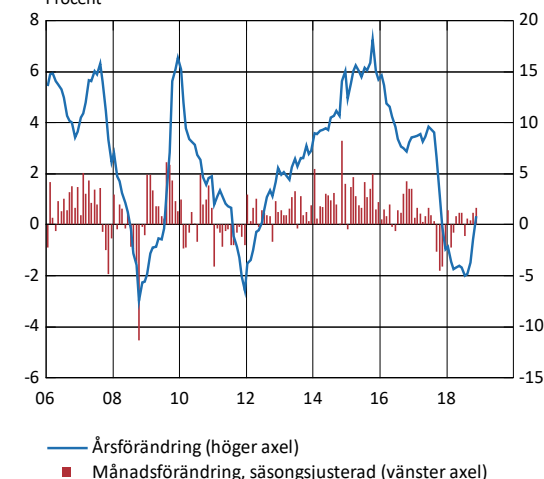


Anm. Mikro- och makroindex sammanfattar hushållens syn på sin egen ekonomi respektive svensk ekonomi.

Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 1:12. Bostadspriser enligt HOX Sverige

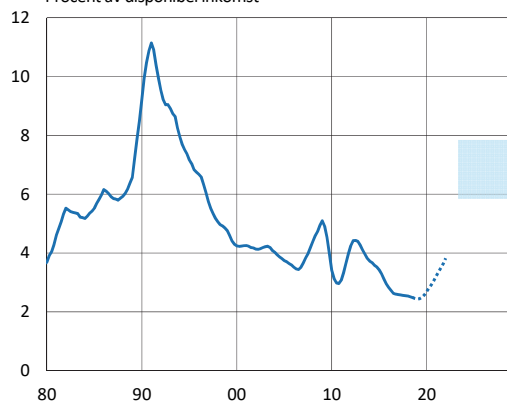
Procent



Källor: Valueguard och Riksbanken

Diagram 1:13. Hushållens ränteutgifter

Procent av disponibel inkomst



Anm. 4-kvartals glidande medelvärde. Den streckade linjen avser Riksbankens prognos. Det blå fältet illustrerar ett intervall för ränteutgifterna som är beräknat utifrån nuvarande skuldkvot, ett långsiktigt intervall för reporäntan på 2,5-4 procent samt ett antagande om 2 procentenheters marginal mellan reporäntan och hushållens ränta. Ränteutgifterna är justerade för skatteavdrag för ränteutgifter.

Källor: SCB och Riksbanken

att kostnadstrycket i termer av arbetskostnader per producerad enhet har vuxit i en historiskt sett normal takt. Men produktiviteten varierar mycket och är svår att prognostisera, vilket bidrar till osäkerhet kring det framtida kostnadstrycket i Sverige.

En effekt av sommarens torra och varma väder var att de svenska skördarna reducerades kraftigt. Den senaste tiden har råvarupriser på livsmedel därför stigit ovanligt mycket, framför allt på spannmålsrelaterade produkter. Riksbankens bedömning är att dessa prisförändringar kommer att påverka inflationen på kort sikt. Men effekterna på den svenska inflationen skulle kunna bli större och mer långvariga än i Riksbankens prognos.

Det finns sammantaget ett antal faktorer som skulle kunna leda till både lägre och högre inflation än vad som nu antas, och Riksbanken har beredskap att anpassa penningpolitiken för att inflationen ska vara nära inflationsmålet på 2 procent. Nedåtriskerna bedöms förtjäna särskilt stor uppmärksamhet eftersom det vid rådande räntenivåer är lättare att hantera inflationsövertäckningar på uppsidan än på nedsidan.<sup>3</sup>

### Riskerna på bostadsmarknaden måste hanteras

Hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna bedöms fortsätta att öka de kommande åren, även om ökningen sker i en långsammare takt än de senaste åren (se diagram 1:14).

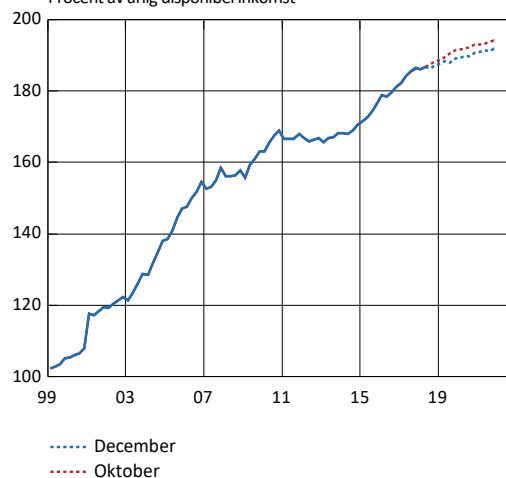
Det är viktigt att alla bolån omfattas av en gedigen kreditprövning och att makrotillsynen utformas på ett ändamålsenligt sätt. Riksbanken stöder Finansinspektionens båda amorteringskrav som är steg i rätt riktning för att minska andelen hushåll som har höga skulder i förhållande till bostadens värde och inkomsten.

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

Den senaste tiden har flera bostadsutvecklare fått problem, vilket har blottat brister i den finansieringsmodell som de har använt sig av vid nyproduktion av bostäder. Om osäkerheten på bostadsmarknaden består, eller om bostadspri-serna faller ytterligare, finns det en risk för att fler aktörer på bostadsmarknaden hamnar i svårigheter. På längre sikt kan aktörernas finansieringsmodeller behöva förändras för att fler bostadsrätter ska kunna produceras.<sup>4</sup>

Diagram 1:14. Hushållens skulder

Procent av årlig disponibel inkomst



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

Källor: SCB och Riksbanken

<sup>3</sup> För en diskussion om risker med alltför låg inflation se till exempel marginalruta i kapitel 1, Penningpolitisk rapport oktober 2018.

<sup>4</sup> Se fördjupningen "Nyproduktion av bostäder och finansiell stabilitet" i Finansiell stabilitetsrapport 2018:2.

## FÖRDJUPNING – Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av stigande räntor?

Hushållens allt högre skulder och den stora andelen bolån tagna till rörlig ränta har gjort att penningpolitiskens effekter på hushållens disponibla inkomster är större än tidigare. Enligt Riksbankens prognos kommer reporäntan att höjas med cirka 1,5 procentenheter under de kommande tre åren. Detta förväntas dämpa hushållens disponibla inkomster med 1,3 procent. Effekterna på hushållens totala konsumtion väntas bli relativt begränsade, bland annat eftersom hushållen i viss mån har tagit höjd för de kommande räntehöjningarna. Men det finns osäkerhet kring den totala effekten på konsumtionen. Skillnader i konsumtionsbenägenhet mellan högt och lågt skuldsatta hushåll kan spela roll. Dessutom dämpas bostadspriserna när räntorna stiger, vilket kan göra det svårare för hushållen att belåna bostaden i syfte att öka sin konsumtion. Hushållens räntekänslighet är en viktigare omständighet än tidigare att ta hänsyn till när räntehöjningar aktualiseras. Men den penningpolitiska bedömningen styrs i slutändan av hur reporäntan påverkar hela makroekonomin och utsikterna för inflationen.

### Mer räntekänsliga hushåll

Enligt klassisk ekonomisk teori påverkar räntan hushållens konsumtion huvudsakligen genom att påverka avvägningen mellan konsumtion idag och i framtiden. Men räntan kan påverka hushållens konsumtion även via andra kanaler.

När räntan förändras sker en inkomstöverföring mellan låntagare och långgivare – en **kassaflödeseffekt**. Hur konsumtionen påverkas beror på hur låntagarnas konsumtionsbenägenhet förhåller sig till långgivarnas. Om de låntagande hushållen är högt skuldsatta och har kort räntebindningstid på sina bolån blir effekterna större.<sup>5</sup>

Eftersom räntan påverkar bostadspriserna kan den också påverka hushållens möjlighet att konsumera genom att ta lån med bostaden som säkerhet – en **lånesäkerhets-effekt**.<sup>6</sup> Om hushållen är högt skuldsatta blir även denna effekt större.<sup>7</sup>

### Kassaflödeseffekter dämpar hushållens disponibla inkomster när räntan stiger

Hushållens disponibla inkomst kan ungefär definieras enligt följande:

*Disponibel inkomst ≈ löner + transfereringar + ränteinkomster + övriga kapitalinkomster – ränteutgifter – skatter*

<sup>5</sup> Se P. Gustavsson, M. Hesselman och B. Lagerwall, "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av stigande räntor?", Staff Memo, Sveriges riksbank, 2017.

<sup>6</sup> Se K. Walentin, "Housing collateral and the monetary transmission mechanism", *Scandinavian Journal of Economics*, sid. 635–668, 2016.

<sup>7</sup> Se D. Finocchiaro, M. Jonsson, C. Nilsson, och I. Strid, "Samhällsekonomiska effekter av att minska hushållens skuldsättning", *Penning- och valutapolitik*, 2016:2, Sveriges riksbank.

<sup>8</sup> Dessa beräkningar är en uppdatering av de beräkningar som redovisades för ett år sedan. Se fördjupningen "Hur påverkas hushållen av stigande räntor?" i Penningpolitisk rapport, december 2017.

Ett sätt att beräkna hur hushållens kassaflöden påverkas av stigande räntor är att utgå från hushållens räntebärande tillgångar och skulder enligt Finansräkenskaperna.<sup>8</sup> Eftersom hushållens skulder är ungefär dubbelt så stora som deras räntebärande tillgångar medför en ränteuppgång en negativ nettoeffekt på hushållens totala disponibla inkomst.<sup>9</sup> Denna effekt har ökat över tid i takt med att hushållens skuldsättning vuxit.

Riksbankens prognos indikerar att reporäntan kommer att stiga med 1,5 procentenheter de kommande tre åren.<sup>10</sup> I beräkningarna antas in- och utlåningsräntorna inledningsvis stiga något långsammare än reporäntan.<sup>11</sup> Baserat på dagens nivåer på skulder, räntebärande tillgångar och disponibel inkomst kan man beräkna vilken kassaflödeseffekt denna uppgång i reporäntan skulle få. En sådan beräkning indikerar att ökade ränteutgifter dämpar hushållens disponibla inkomster med 1,8 procent, medan stigande ränteinkomster höjer dem med 0,5 procent. Sammantaget dämpas därmed hushållens disponibla inkomster med 1,3 procent.

### Effekterna på hushållens konsumtion troligen begränsade ...

<sup>9</sup> Utöver räntebärande tillgångar innehar hushållen också andra finansiella tillgångar i form av till exempel aktier och fonder samt reala tillgångar i form av fastigheter.

<sup>10</sup> Detta är något mer än vad som redovisades i Riksbankens beräkningar för ett år sedan, då reporäntan förväntades stiga med 1,25 procentenheter de kommande tre åren.

<sup>11</sup> Beräkningarna utgår också från att ett 30–procentigt skatteavdrag för ränteutgifter kan nyttjas av alla.

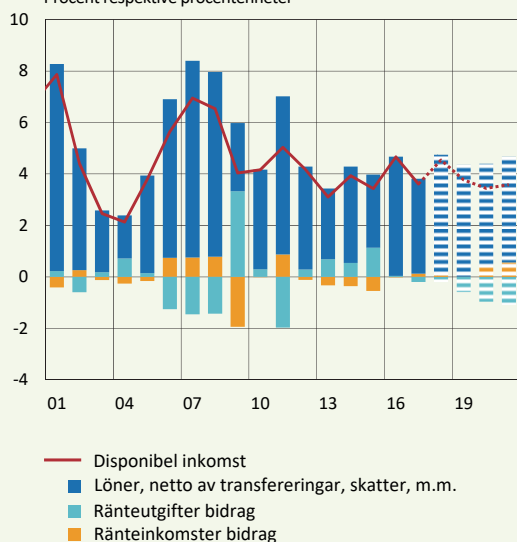


Kassaflödeseffekterna av högre räntor är en av flera faktorer som kommer att påverka hushållens disponibla inkomster under kommande år. Diagram 1:15 visar olika komponenters bidrag till förändringen i disponibelinkomsten enligt Riksbankens prognos.

Reporäntehöjningarna under de kommande tre åren bidrar till lägre disponibelinkomster. Det illustreras av de streckade turkosa staplarna under noll. De små effekterna av stigande ränteinkomster visas med de streckade brandgula staplarna över noll. De höga streckade blå staplarna över noll illustrerar bidraget från bland annat stigande löner och överstiger med råge staplarna under noll de kommande tre åren.<sup>12</sup>

**Diagram 1:15. Bidrag till hushållens disponibla inkomst**

Procent respektive procentenheter



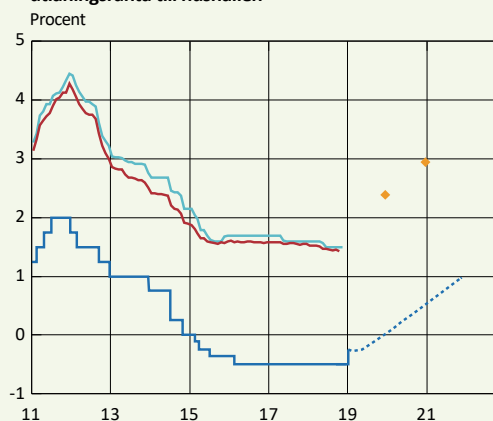
Anm. Löner avser lönesumma. Netto av transfereringar, skatter, m.m. är en samlingspost som avser summan av alla andra inkomster minus skatt. Ränteinkomster och ränteutgifter är inklusive FISIM-justering men före skatt, till skillnad från beräkningarna som redovisas i texten.

Källor: SCB och Riksbanken

Det är också troligt att hushållen delvis har tagit höjd för kommande räntehöjningar, vilket bland annat stöds av hushållens förväntningar på den korta bolåneräntan (se diagram 1:16). Detta kan vara en förklaring till att hushållen under senare år har ökat sitt sparande till en historiskt hög andel av sina inkomster (se diagram 4:9).

Dessa faktorer talar för att kassaflödeseffekterna från stigande räntor kommer att ha en relativt begränsad effekt på hushållens konsumtion under de kommande åren.

**Diagram 1:16. Reporänta, hushållens förväntningar och utlåningsränta till hushållen**



Anm. Hushållens förväntningar på kort bolåneränta är enligt Konjunkturbarometern i december.

Källor: Konjunkturinstitutet, Macrobond, SCB och Riksbanken

### ... men det finns flera osäkerhetsfaktorer

Riksbankens analys av data över individuella hushålls skulder tyder på en stor variation i skuldsättningen mellan olika grupper.<sup>13</sup> Det betyder att kassaflödeseffekterna på den disponibla inkomsten kommer att vara betydligt större för de högst skuldsatta hushållen än för de genomsnittligt skuldsatta. Hur sparandet och konsumtionsbenägenheten fördelar sig mellan högt och lågt skuldsatta hushåll kommer därför att ha betydelse för den totala konsumtionseffekten. En studie från IMF med data fram till 2012 tyder på att hushållens sparande är mycket ojämnt fördelat.<sup>14</sup>

Som beskrevs tidigare kan stigande räntor också dämpa bostadspriserna och möjligheten att ta ytterligare bolån för att hålla uppe konsumtionen, via en lånesäkerhetseffekt. Många svenska hushåll har en hög belåning i förhållande till värdet på bostaden och riskerar att bli kreditbegränsade vid fallande bostadspriser.<sup>15</sup>

### Reporäntan höjs i långsam takt

Hushållen räntekänslighet har blivit en allt viktigare faktor att ta hänsyn till i penningpolitiken. Riksbankens reporäntebana indikerar dock att räntan höjs i långsam takt, vilket talar för att de samlade effekterna på hushållens kassaflöden blir begränsade. Och det är i slutändan reporäntans samlade effekt på makroekonomin och inflationen som är vägledande för de penningpolitiska besluten.

<sup>12</sup> Prognosen i diagram 1:13 överensstämmer inte helt med de tidigare beräkningarna, som syftade till att fånga de isolerade effekterna av en ränteförändring. I prognosen i diagram 1:13 tas bland annat hänsyn till att skulderna ökar och att hushållens lån har olika löptider.

<sup>13</sup> Se K. Blom och P. van Santen, "De svenska hushållens skuldsättning – en uppdatering för 2017", *Ekonomiska kommentar* nr 6, 2017, Sveriges riksbank.

<sup>14</sup> Se IMF, "Sweden selected issues", 2017.

<sup>15</sup> Cirka 20 procent av de nya bolånetagarna i Finansinspektionens bolåneundersökning 2018 har belånat sina bostäder exakt så mycket som Finansinspektionens bolånetak medger, det vill säga 85 procent av bostadens värde. Dessa hushåll är hänvisade till dyra blånämlån om de vill ta upp ytterligare lån.



## KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Världskonjunkturen går nu in i en fas där aktörer på marknaderna omprövar värderingen av olika finansiella tillgångar. Sedan oktober har exempelvis aktiepriser och statsobligationsräntor sjunkit i många länder. De finansiella förhållandena i omvärlden är fortsatt expansiva men har stramats åt något. Såväl marknadsaktörerna som centralbankerna i omvärlden förväntar sig att penningpolitiken blir mindre expansiv framöver. Men på senare tid har marknadsaktörerna börjat vänta sig en långsammare takt i åtstramningen. De finansiella förhållandena i Sverige har påverkats av utvecklingen i omvärlden, men är fortsatt expansiva och ger stöd till den ekonomiska utvecklingen. Den svenska kronan har varit relativt stabil och utvecklats i linje med prognosen i oktober.

### Utvecklingen internationellt

#### Omvärlden väntar sig långsammare styrräntehöjningar

De senaste månaderna har utvecklingen på de finansiella marknaderna varit präglad av förhöjd osäkerhet och volatilitet. Marknadsaktörerna ser nu tecken på att dämpningen av världskonjunkturen kan bli mer markant än tidigare väntat, vilket har lett till att värderingen av olika finansiella tillgångar har omprövats. Utvecklingen har inneburit nerställda förväntningar om framtida styrräntor, lägre statsobligationsräntor, lägre aktiepriser och högre skillnader mellan räntor på företagsobligationer och statsobligationer. Marknadsaktörer förväntar sig fortfarande att penningpolitiken blir mindre expansiv framöver, men att åtstramningarna sker i en långsammare takt än vad man förväntade sig i oktober.

De penningpolitiska förväntningarna i USA har alltså sjunkit tillbaka den senaste tiden (se diagram 2:1). Marknadsprissättningen indikerar att Federal Reserve höjer intervallet för styrräntan till 2,25–2,50 procent vid mötet den 19 december men prissättningen indikerar nu endast en ytterligare höjning under 2019. Tidigare i höst indikerade prissättningen knappt tre höjningar under 2019. Förväntningarna på nivån för den amerikanska styrräntan under nästa år är nu i linje med vad de var i början av hösten.

Också i euroområdet har de penningpolitiska förväntningarna sjunkit. I oktober indikerade prissättningen att den Europeiska centralbanken (ECB) väntades höja sina styrräntor första gången efter sommaren nästa år. Marknadsprissätt-

Tabell 2:1.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i oktober
Marknadsaktörernas förväntningar om nivån på framtida styrräntor är lägre både i Sverige och i omvärlden.
Statsobligationsräntorna har sjunkit både i Sverige och i omvärlden.
Kronans växelkurs är i linje med prognosen från oktober.
Aktieindex har sjunkit både i Sverige och i omvärlden.
Utlåningsräntorna för svenska företag och hushåll har sjunkit något.
Tillväxten i bankernas utlåning till hushållen har dämpats något medan den stigit till icke-finansiella företag.

#### Transmissionsmekanismen – från reporäntan till räntor för hushåll och företag

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



ningen indikerar nu att man förväntar sig att den första höjningen inte kommer att ske förrän i slutet av nästa år (se diagram 2:1). Vid det penningpolitiska mötet den 13 december höll ECB fast vid den penningpolitiska inriktningen som kommunicerats tidigare i höstas. ECB kommer att avsluta nettoköpen av obligationer vid årsslutet och räknar med att hålla styrräntorna på de nuvarande nivåerna åtminstone över sommaren nästa år. I samband med beskedet kommunicerade ECB även att återinvesteringar av förfall i obligationsportföljen bedöms fortsätta efter det att styrräntan har börjat höjas.

Precis som i USA och i euroområdet har de penningpolitiska förväntningarna skiftat nedåt i Storbritannien. Pris-sättningen indikerar nu att marknadsaktörerna förväntar sig att nästa styrräntehöjning från Bank of England kommer senare, jämfört med förväntningarna i oktober. Sedan oktober har riskerna ökat för att Storbritanniens utträde ur EU ska ske utan ett utträdesavtal och det brittiska pundet har försvagats. Så länge den här risken kvarstår väntas osäkerheten på de finansiella marknaderna vara förhöjd.

Norges bank höll sin viktigaste styrränta oförändrad på 0,75 procent vid det penningpolitiska mötet den 13 december. Styrränteprognoisen reviderades visserligen ned marginellt, men både prognosen och annan kommunikation från centralbanken indikerar att en höjning av styrräntan sker under det första kvartalet nästa år.

### Långa statsobligationsräntor har sjunkit

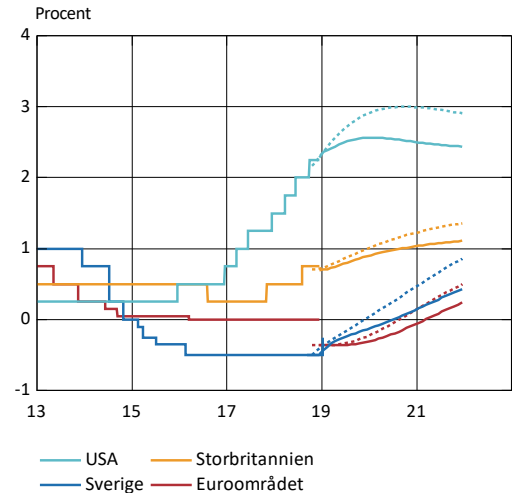
Statsobligationsräntorna i många länder har sjunkit sedan oktober och är tillbaka på nivåerna från tidig höst (se diagram 2:2). Nedgången speglar att de penningpolitiska förväntningarna har reviderats ned efter tecken på att konjunktdämpningen blir mer markant än vad marknadsaktörerna tidigare förväntat sig.

Det är framförallt de nominella obligationsräntorna som har sjunkit. En bidragande anledning till detta är att fallet i oljepriset medfört att marknadsaktörer i många länder förväntar sig lägre inflation. Den här utvecklingen är särskilt tydlig för USA. Den senaste tidens utveckling på aktiemarknaderna torde också ha bidragit till en ökad efterfrågan på obligationer och lägre räntor.

Fallande oljepriser har inneburit att finansiella mått på den förväntade inflationen har fallit även i Europa och bidragit till att de nominella obligationsräntorna har sjunkit för de flesta länder i euroområdet.

Motsättningarna mellan den italienska staten och EU-kommissionen i frågan om utformningen av den italienska statsbudgeten fortsätter att prägla räntorna på italienska statspapper. Ränteskillnaderna mot tyska obligationsräntor är därmed fortsatt förhöjda jämfört med i början av 2018. Situationen i Italien har dock inte fått några tydliga spridningseffekter till andra länder inom euroområdet (se diagram 2:3).

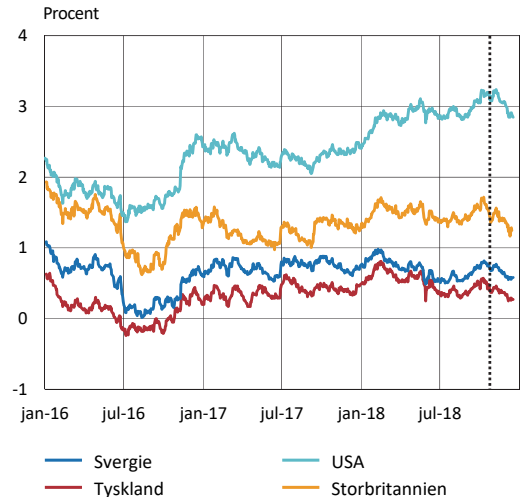
**Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprisättning**



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar styrräntan (för euroområdet refräntan). Helt dragna linjer avser 2018-12-17, streckade linjer avser 2018-10-19.

Källor: Nationella centralbanker, Macrobond och Riksbanken

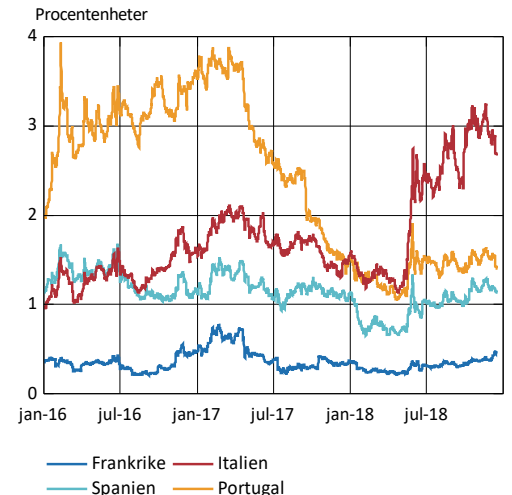
**Diagram 2:2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid**



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

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

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



Anm. Ränteskillnaderna avser 10-åriga benchmarkobligationer.

Källa: Macrobond

### Viss turbulens på mer riskfyllda finansiella marknader

Sedan början av oktober har även marknaderna för mer riskfyllda tillgångar präglats av den allmänna osäkerheten på de finansiella marknaderna. På många håll i världen sjönk aktiepriserna tydligt redan i början av oktober (se diagram 2:4). I takt med tydligare tecken på att den amerikanska konjunkturen har gått in i en mer mogen fas ifrågasätts allt oftare om värderingen av den amerikanska börsen är långsiktigt hållbar. Också i Kina har aktiepriserna sjunkit i takt med att de höga tillväxtförväntningarna justerats ned något. Men myndigheterna har stödköpt aktier och genomfört andra åtgärder för att förbättra företagens finansieringsvillkor vilket har dämpat nedgången för de kinesiska aktiepriserna.

Inledningsvis påverkades statsobligationsräntorna inte mycket av rörelserna på aktiemarknaderna, något som stärker bilden av att nedgången i aktiepriserna i slutet av oktober handlade om en isolerad korrektion på aktiemarknaden. Den senaste tiden har dock statsobligationsräntorna sjunkit tillbaka samtidigt som aktiepriserna fortsatt att sjunka. De rörelser som skett på aktiemarknaderna sedan oktober har också inneburit att den förväntade volatiliteten förblivit kvar på en högre nivå jämfört med de senaste årens låga nivåer (se diagram 2:5). Detta har också bidragit till att räntorna på företagens upplåning stigit i förhållande till räntor på statsobligationer med motsvarande löptid (se diagram 2:6).

### Mindre expansiva finansiella förhållanden i omvärlden

Trots att förväntningarna på penningpolitiken har justerats ned sedan oktober räknar såväl marknadsaktörer som centralbankerna i omvärlden med att penningpolitiken successivt blir mindre expansiv framöver. Dessutom har aktiepriserna sjunkit och räntorna på företagens upplåning har stigit (se diagram 2:4 och 2:6). Sammantaget så har de finansiella förhållandena blivit något stramare de senaste månaderna och den här utvecklingen väntas fortsätta framöver.

De finansiella förhållandena i omvärlden är dock fortfarande expansiva. Omvärldens centralbanker bedriver en fortsatt mycket expansiv penningpolitik och trots de räntehöjningar som skett i USA ligger den amerikanska styrräntan fortfarande under den nivå som Federal Reserve anser vara normal på lång sikt. Dessutom är aktiepriserna, på många håll i världen, fortfarande relativt högt värderade och olika ränteskillnader är fortfarande under sina historiska snitt.

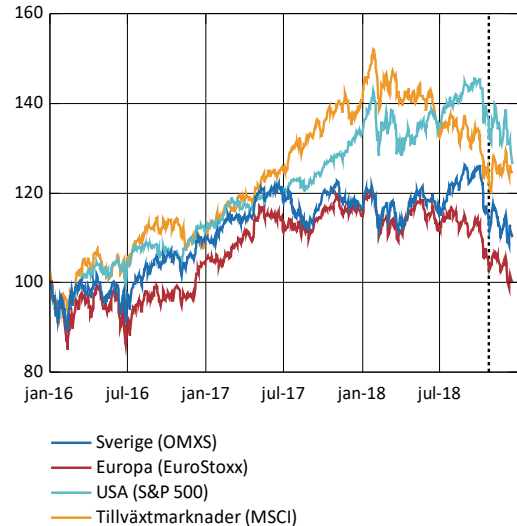
## Finansiella förhållanden i Sverige

### Sjunkande ränteförväntningar på längre sikt i Sverige

Sedan den penningpolitiska rapporten i oktober har förväntningarna på den framtida reporäntan sjunkit på längre sikt, i linje med den internationella utvecklingen. Förväntningarna är nu på ungefär samma nivå som i början av hösten. Såväl

Diagram 2:4. Börsutveckling i lokal valuta

Index, 2016-01-04 = 100

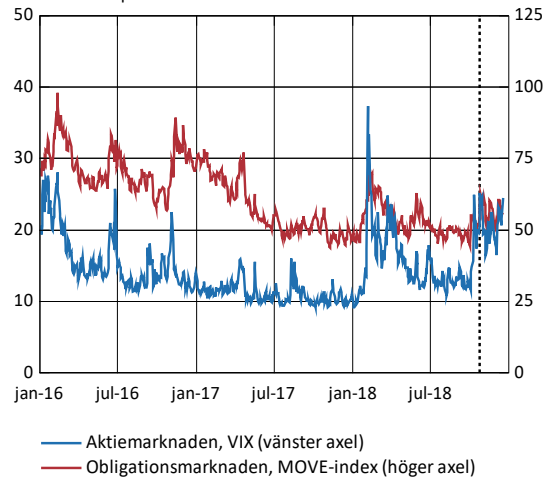


Anm. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i oktober.

Källa: Macrobond

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

Procent respektive index



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

Källor: Chicago Board Operations Exchange och Merrill Lynch

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

Procentenheter



Anm. Ränteskillnaden avser 5-åriga respektive 10-åriga benchmarkobligationer.

Källa: Macrobond

prissättningen på de finansiella marknaderna som marknadsaktörernas prognoser indikerar alltjämt att marknaden väntar sig att reporäntan höjs antingen i december eller i februari. Den internationella utvecklingen har alltså inte påverkat förväntningarna på Riksbanken i närtid.

Det finns liksom tidigare en skillnad mellan Riksbankens reporäntebana och förväntningarna enligt marknadsprissättningen (se diagram 2:7). Denna skillnad är dock inte anmärkningsvärd i ett historiskt perspektiv. Marknadsförväntningarna så som de mäts i Prosperas enkät är fortsatt i linje med reporäntebanan (se diagram 2:7).

Sedan oktober har räntorna på statsobligationer i Sverige sjunkit i linje med utvecklingen i omvärlden (se diagram 2:2). På samma sätt som i omvärlden har också marknadsbaserade mått på inflationsförväntningar sjunkit. Även räntor på svenska företagsobligationer har utvecklats ungefär i linje med omvärlden och ränteskillnaden mellan dessa obligationer och statsobligationer har ökat något sedan oktober. De finansiella förhållandena i Sverige har alltså stramats åt något den senaste tiden. De är dock fortsatt expansiva och ger stöd till den ekonomiska utvecklingen.

### Riksbanken följer noga hur obligationsmarknaden fungerar

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

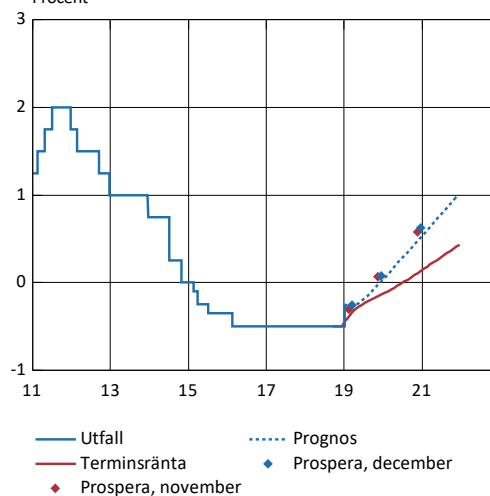
De senaste åren har omsättningen på den svenska statsobligationsmarknaden sjunkit. Den minskade omsättningen beror delvis på finansiella regleringar men även på att Riksbankens obligationsköp har minskat mängden obligationer som blir kvar i marknaden och som marknadsaktörerna aktivt kan handla med.

Enligt Finansmarknadsenkäten som Riksbanken nyligen publicerat anser cirka två tredjedelar av respondenterna som är aktiva på den svenska räntemarknaden att statsobligationsmarknaden fungerar dåligt. Men marknadsaktörerna kan också hantera sin ränterisk i andra marknader, framförallt i marknaden för ränteswappar där aktörerna kan hantera ränterisk med hjälp av derivatkontrakt. Enkätrespondenterna anser att ränteswappmarknaden fungerar bra och omsättningen i den marknaden har ökat påtagligt på senare tid.

### Kronan är i linje med prognosen i oktober

Kronan har förstärkts något sedan den penningpolitiska rapporten i oktober, i linje med Riksbankens prognos. Förväntningarna på penningpolitiken i Sverige relativt omvärlden har inte heller förändrats avsevärt sedan oktober även om ränteförväntningarna på längre sikt har skiftat ned marginellt mer i Sverige än i omvärlden.

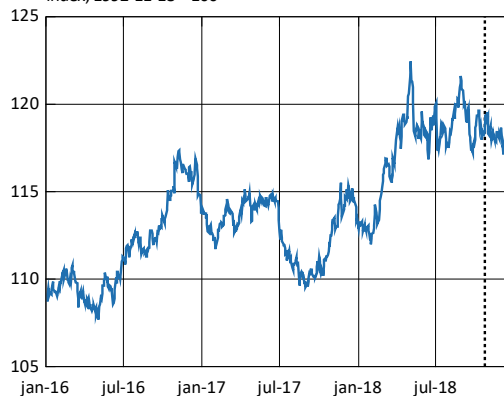
**Diagram 2:7. Reporänta och marknadens förväntningar**  
Procent



Anm. Terminsräntan avser 2018-12-17 och är ett mått på förväntad reporänta. Prospera-enkätens svar visar medelvärden för penningmarknadsaktörer 2018-11-08 respektive 2018-12-13.

Källor: Macrobond, Kantar Sifo Prospera och Riksbanken

**Diagram 2:8. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX**  
Index, 1992-11-18 = 100



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

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Kronan är en valuta som tenderar att försvagas när det sker rörelser på marknaderna för mer riskfyllda tillgångar, men den har ändå varit relativt stabil sedan oktober (se diagram 2:8).

### Lägre utlåningsräntor till hushåll

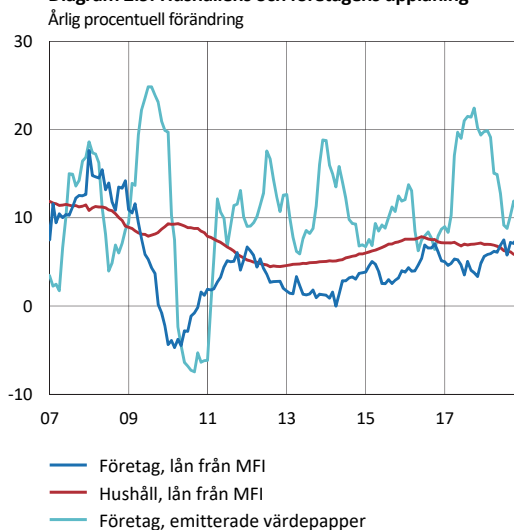
Bankerna har en fortsatt hög lönsamhet och goda möjligheter att skaffa finansiering i såväl Sverige som utlandet. Bankernas finansieringskostnader bedöms vara fortsatt låga, även om räntorna på säkerställda obligationer har stigit något relativt räntorna på statsobligationer. Förutsättningarna för bankerna att ge krediter till hushåll och företag är därmed fortsatt gynnsamma.

Tillväxttakten i utlåningen till hushållen har sjunkit och bedöms fortsätta dämpas framöver (se diagram 2:9). En orsak är det senaste årets nedgång i bostadspriserna tillsammans med att hushållen väntar sig högre bolåneräntor framöver. Också den senaste skärpningen av amorteringskraven är en faktor som i någon mån bedöms dämpa tillväxten i utlåningen till hushållen.

Samtidigt har utlåningsräntorna till hushållen sjunkit under året och den genomsnittliga bolåneräntan för nya avtal var 1,47 procent i oktober (se diagram 2:10). En bidragande orsak till detta är den ökade konkurrensen på bolånemarknaden. Nya aktörer har erbjudit konkurrenskraftiga räntor på bolån och redan etablerade aktörer har sänkt sina låneräntor, sannolikt för att undvika att tappa marknadsandelar.

Bankutlåningen till företag, som alltjämt utgör den primära finansieringskällan för svenska företag, ökade med 7,7 procent i oktober jämfört med samma period föregående år (se diagram 2:9). De senaste åren har ökningstakten varit knappt 4,9 procent i genomsnitt. Företag lånar dessutom i allt högre grad direkt på kapitalmarknaderna, exempelvis genom att emittera företagsobligationer. Denna del av upplåningen motsvarar nu mer än en tredjedel av företagets totala skulder.

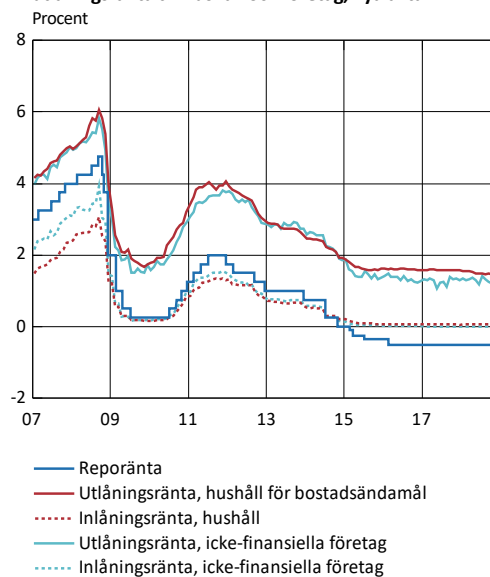
**Diagram 2:9. Hushållens och företagens upplåning**



Anm. Monetära finansiella instituts (MFI) utlåning till hushåll och icke-finansiella företag justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån, enligt finansmarknadsstatistiken. Icke-finansiella företagens emitterade värdepapper är valutajusterade. Data sträcker sig fram till och med oktober 2018.

Källa: SCB (Finansmarknadsstatistik och värdepappersstatistik)

**Diagram 2:10. Reporänta samt genomsnittlig in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal**



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

Källor: SCB och Riksbanken

## KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Efter flera år av återhämtning, med hög BNP-tillväxt och snabbt sjunkande arbetslöshet har världskonjunkturen gått in i en fas med mer dämpad BNP-tillväxt. I Sverige föll BNP under tredje kvartalet, vilket till stor del berodde på att hushåll och företag tidigare hade sina bilköp till andra kvartalet eftersom skattereglerna ändrades vid halvårsskiftet. Även om BNP-tillväxten har varit måttlig de senaste kvartalen är företagsförtroendet fortsatt högt och de kommande kvartalen väntas BNP öka ungefär i normal takt. Efterfrågan på arbetskraft är hög. Många företag vittnar om brist på arbetskraft och resursutnyttjandet i ekonomin är högre än normalt. I november var inflationen 2,1 procent, vilket var lägre än prognosen i oktober. De flesta mått på underliggande inflation var fortsatt något under 2 procent i november, men indikatorer för prisutvecklingen pekar på en uppgång den närmaste tiden. De kommande månaderna väntas KPIF-inflationen fortsatt ligga strax över 2 procent.

### Inflationen i Sverige

#### Inflationen 2,1 procent i november

I november uppgick inflationen mätt med KPIF till 2,1 procent (se diagram 3:1), vilket var lägre än väntat. Det beror bland annat på att relativt volatila komponenter så som drivmedelspriserna och priserna på frukt och grönt har utvecklats något svagare. Även prisökningstakten för övriga varor och tjänster var lägre än väntat. Inflationen exklusive energipriser, som uppgick till 1,4 procent, var också lägre än prognosen i oktober.

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

En del av inflationsutvecklingen bedöms bero på tillfälliga prisvariationer. För att uppskatta nivån på den mer varaktiga delen av den uppmätta inflationstakten kan man studera olika mått på underliggande inflation, som exkluderar eller minskar betydelsen av priser som varierar kraftigt.<sup>16</sup> Riksbankens olika mått på underliggande inflation indikerar att den varaktiga delen av inflationstakten är lägre än den uppmätta KPIF-inflationen. Medianen för samtliga mått som Riksbanken beräknar och publicerar löpande uppgick till 1,6 procent i november (se diagram 3:2). Två av de mått som framstår som mest användbara i en utvärdering är UND24 och KPIFPC. UND24, som viktat undergrupperna i KPIF utifrån hur volatila prisförändringstakterna är, uppgick till 1,8 procent i november. KPIFPC, som beräknar gemensamma trender bland undergrupperna, var 1,6 procent.

Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR oktober	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 2,4 procent och KPIF exklusive energi 1,7 procent i november.	KPIF-inflationen blev 2,1 procent och KPIF exklusive energi 1,4 procent.
BNP-tillväxten 1,1 procent tredje kvartalet.	BNP-tillväxten blev -0,9 procent.
Arbetslösheten 6,4 procent fjärde kvartalet.	Månadsutfall tyder på att arbetslösheten blir lägre.

Anm. PPR avser Penningpolitisk rapport. Inflationen avser årlig procentuell förändring. BNP-tillväxten avser säsongrensad kvartalsförändring i procent uppskränt till årstakt. Arbetslöshet avser procent av arbetskraften.

Diagram 3:1. KPIF och variationsband



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

Källor: SCB och Riksbanken

<sup>16</sup> Se fördjupning "Varför mått på underliggande inflation" i Penningpolitisk rapport oktober 2018. En del av de ingående mätten har ett medelvärde som avviker från KPIF sedan 1995.



### Inflationen fortsatt över 2 procent den närmaste tiden

De närmaste månaderna väntas ökningstakten i såväl tjänstesom varu- och livsmedelspriserna stiga något. Högre hyreshöjningar, effekter av tidigare kronförsvagningar samt stigande livsmedelspriser till följd av sommarens torra bidrar till detta.

Den årliga ökningstakten i tjänstepriserna har dämpats jämfört med förra året medan ökningstakten i priserna på varor och livsmedel har stigit. Prisökningstakten på importerade varor har stigit i producentledet när kronan försvagats, men även ökningstakten i hemmamarknadspriserna har stigit något de senaste månaderna (se diagram 3:3). Enligt Konjunkturbarometern förväntar sig fler företag än normalt, i synnerhet inom handeln, att priserna ska öka de närmaste tre månaderna.

Nya prisfrågor i Konjunkturbarometern kan ytterligare förklara företagens prissättning. Diagram 3:4 visar hur olika faktorer har påverkat handels- och tjänsteföretagens priser sedan 2015.<sup>17</sup> Inom tjänstebanserna är det ökad efterfrågan och successivt högre inhemska kostnader som drivit prisuppgången. Inom handeln har istället stigande kostnader för import spelat en helt dominerande roll, med mindre bidrag från inhemska kostnader. Konkurrensen har dock motverkat prisökningarna både bland tjänsteföretagen och inom handeln.

Riksbankens modellprognos, som sammanfattar informationen från ett stort antal modeller och indikatorer, tyder på att inflationen mätt med KPIF exklusive energi kommer att stiga något fram till början av nästa år (se diagram 3:5). Högre hyreshöjningar nästa år samt högre ökningstakt i livsmedelspriser till följd av sommarens torra är faktorer som bidrar till att Riksbankens prognos ligger något högre än modellprognosen.

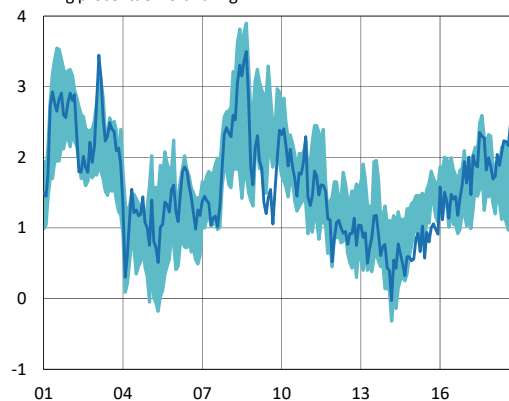
Prognosen för inflationen mätt med KPIF exklusive energi har reviderats ned jämfört med prognosen i oktober. Dessutom har drivmedelspriserna sjunkit vilket medför att KPIF-inflationen har justerats ned något mer än KPIF exklusive energi. KPIF-inflationen väntas dock fortsatt ligga kvar över 2 procent fram till början av nästa år.

### Inflationsförväntningarna nära 2 procent

Inflationsförväntningarna, enligt enkätsvar, ligger sedan drygt ett år nära 2 procent på samtliga horisonter (se diagram 1:6). Enligt Kantar Sifo Prosperas kvartalsundersökning steg förväntningarna marginellt i december. På fem års sikt förväntas inflationen, mätt enligt KPI, vara 2,1 procent. De långsiktiga inflationsförväntningarna för KPIF är något lägre och uppgick bland penningmarknadsaktörerna till 1,9 procent. Prissättningen på finansiella instrument tyder också på att de långsiktiga inflationsförväntningarna är nära 2 procent, även om de

<sup>17</sup> Riksbanken slöt 2015 ett avtal med Konjunkturinstitutet om att införa nya återkommande frågor i Konjunkturbarometern. Syftet med de nya frågorna är att samla in information om företagens syn på pris- och kostnadsutvecklingen samt de viktigaste faktorerna bakom prissättningen. De nya frågorna riktar sig till handels- och tjänstebanserna och bör därför spegla utvecklingen av konsumentpriserna.

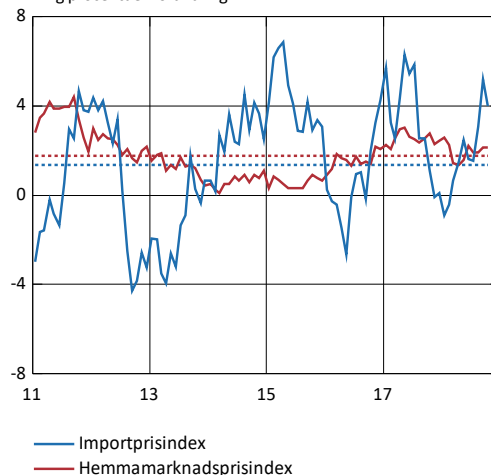
**Diagram 3:2. KPIF och olika mått på underliggande inflation**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Linjen avser KPIF. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland olika mått på underliggande inflation. Inkluderade mått är KPIF exkl. energi, UND24, Trim85, KPIF exkl. energi och färskvaror, persistensviktad inflation (KPIFPV), faktor från principalkomponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1). Den röda punkten avser medianvärdet i november 2018 för måtten på underliggande inflation.

Källor: SCB och Riksbanken

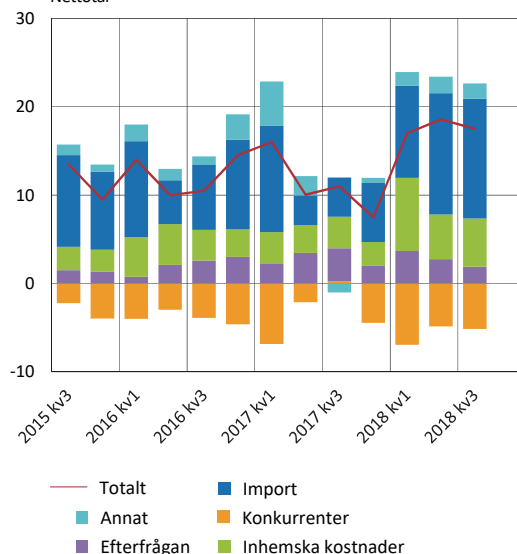
**Diagram 3:3. Producentpriser på konsumtionsvaror**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser medelvärden sedan 2000.

Källa: SCB

**Diagram 3:4. Drivkraften bakom prisförändringar bland företag inom handeln och tjänstesektorn**  
Nettotal



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

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken



har sjunkit något de senaste månaderna i linje med utvecklingen internationellt.

## Global och svensk konjunktur

### Fortsatt god tillväxt i USA, men tillväxten i euroområdet saktar in

Medan BNP-tillväxten i USA har varit fortsatt stark har utvecklingen i euroområdet varit mer dämpad i år. Världshandeln med varor ökade bara med cirka 3,5 procent under tredje kvartalet jämfört med motsvarande kvartal i fjol, vilket är en tydlig dämpning sedan 2017 då ökningstakten var cirka 5 procent. Indikatorer tyder på att världshandeln utvecklas svagt även framöver.

BNP i euroområdet ökade med 0,6 procent det tredje kvartalet jämfört med andra kvartalet och uppräknat till årstakt (se diagram 3:6). Den låga tillväxten berodde främst på tillfälliga faktorer. Till exempel har bilproduktionen dämpats under hösten när nya metoder för att mäta bränsleförbrukning och avgasutsläpp har lett till omställningsproblem i bilindustrin (se marginalrutan "Nya regler för mätning av bränsleförbrukning och avgasutsläpp dämpar bilproduktionen i Europa"). Företagsförtroendet har dämpats, men indikerar alltjämt högre än normal tillväxt (se diagram 3:7). Hushållen är fortsatt optimistiska och deras inkomster stiger allt snabbare. BNP väntas öka och arbetslösheten sjunka även framöver, men båda i långsammare takt eftersom det nu finns mindre lediga resurser i ekonomin.

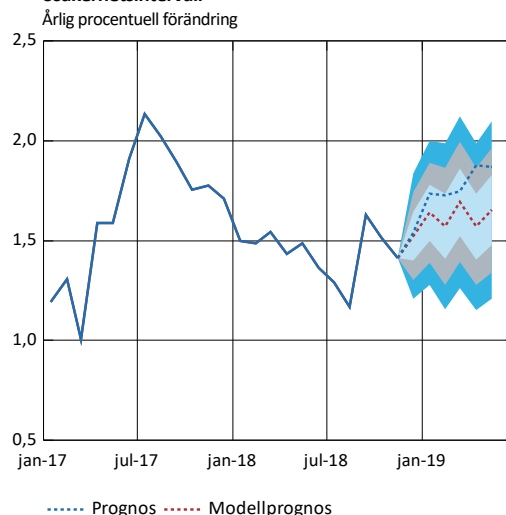
Tredje kvartalet ökade BNP i USA med 3,5 procent jämfört med andra kvartalet och uppräknat till årstakt. Hushållen fortsatte att konsumera i god takt. Företagens lager och importen ökade snabbare samtidigt som investeringarna dämpades, förmodligen på grund av osäkerhet kopplad till handelskonflikten med bland annat Kina. Hushållens förtroende har mattats marginellt men är trots det på en av de högsta nivåerna sedan finanskrisen. Förtroendet bland företagen är också mycket högt. Tillväxten väntas dock dämpas något under fjärde kvartalet då bland annat resursutnyttjandet blir allt mer ansträngt.

### Långsamt stigande inflationstryck i omvärlden

I euroområdet sjönk inflationen i november till 1,9 procent, delvis till följd av att både energi- och livsmedelspriser dämpades. Men också den underliggande inflationen, som renas för dessa delar, sjönk och uppgick till endast 1,0 procent. Även i USA sjönk inflationen i november, till 2,2 procent. Underliggande inflation, mätt med deflatorn för hushållens konsumtion exklusive energi och livsmedel, minskade något till 1,8 procent i oktober.

Oljepriset har sjunkit rejält sedan början av oktober och detta väntas bidra till att inflationen sjunker i omvärlden. Kärninflationen, mätt som inflationen rensat för energi- och

**Diagram 3:5. KPIF exklusive energi, modellprognos med osäkerhetsintervall**

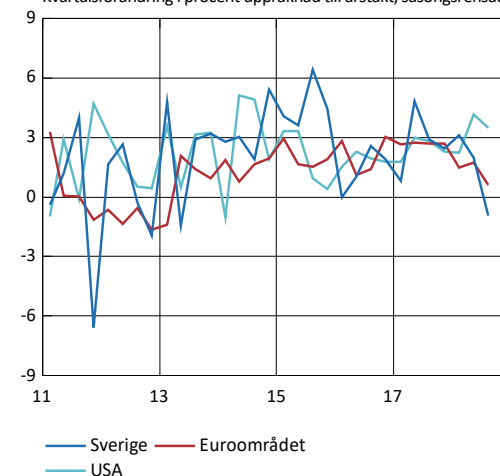


Anm. Osäkerhetsintervall 50, 75 respektive 90 procent, baserade på modellernas historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:6. BNP i Sverige och omvärlden**

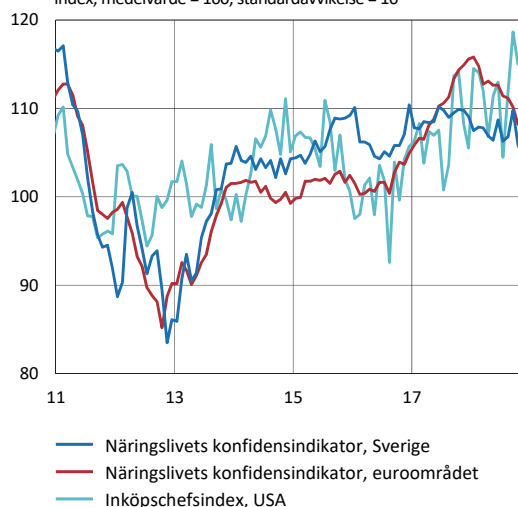
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: Bureau of economic analysis, Eurostat och SCB

**Diagram 3:7. Konfidensindikatorer i Sverige och omvärlden**

Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



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

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

livsmedelspriser, väntas visserligen stiga något i de flesta utvecklade länder men förblir ändå relativt måttlig.

I euroområdet väntas inflationen fortsatt vara kring 2 procent under slutet av året för att sedan successivt sjunka till följd av bland annat lägre drivmedelspriser. Kärninflationen är alltså låg, men bedöms stiga gradvis de närmaste kvartalen. Arbetsmarknaden är stark och tillväxten i arbetskostnad per anställd var under tredje kvartalet den högsta på 10 år (se diagram 4:3).

I USA väntas bidraget från energipriserna fortsätta minska under resten av året och inflationen väntas därför falla tillbaka till knappt 2 procent under första kvartalet nästa år.

### Tillfälligt negativ svensk tillväxt

Svensk BNP minskade med 0,9 procent tredje kvartalet jämfört med andra kvartalet och uppräknat till årstakt. Hushållens och företagens inköp av personbilar och lätta lastbilar föll kraftigt. Till största del berodde det på ändrade svenska skatteregler i samband med halvårsskiftet, men även omställningen till en ny avgasmätningmetod i EU kan ha spelat en viss roll (se marginalruta). Bostadsinvesteringarna sjönk för andra kvartalet i rad och är nu lägre än för ett år sedan. Hushållens konsumtion av sällanköpsvaror utvecklades svagt, vilket åtminstone delvis antas bero på den ovanligt varma sommaren. I övrigt lämnade sommarens värme och torka däremot små avtryck i BNP-tillväxten. Även om man bortser från tillfälliga effekter har såväl BNP som konsumtion utvecklats måttligt de senaste kvartalen.

Bland annat det höga förtroendet bland företagen talar för att tillväxten åter blir positiv fjärde kvartalet (se diagram 3:7). Även företagen i Riksbankens företagsundersökning från november vittnar om ett starkt konjunkturläge. Varuexporten och varuimporten ökade i oktober medan detaljhandeln och hushållens konsumtion utvecklades svagare. Även produktionen i näringslivet steg i oktober. Antalet påbörjade bostäder har fortsatt minska under året och bostadsinvesteringarna väntas fortsätta falla och bidra tydligt negativt till BNP-tillväxten de kommande kvartalen.

Riksbankens modellprognos på kort sikt indikerar att BNP växer med 3,0 procent fjärde kvartalet, uppräknat till årstakt (se diagram 3:8). Riksbankens bedömning ligger under modellprognosen eftersom modellen inte fullt ut bedöms kunna fånga att bostadsinvesteringarna minskar. BNP väntas öka med 1,6 procent, uppräknat till årstakt, fjärde kvartalet och 1,9 procent första kvartalet 2019.

### Fortsatt hög efterfrågan på arbetskraft

Utvecklingen på arbetsmarknaden fortsätter att vara stark och i oktober och november ökade såväl antalet i arbetskraften som antalet sysselsatta. Framför allt har antalet sysselsatta ökat snabbt vilket fått arbetslösheten att falla. Enskilda månadsutfall är visserligen osäkra och bör tolkas med försik-

### Nya regler för mätning av bränsleförbrukning och avgasutsläpp dämpar bilproduktionen i EU

Den 1 september i år införde EU nya stramare regler för hur bränsleförbrukning och utsläppsnivåer ska mätas på nyproducerade personbilar och lätta transportfordon. De regler som gällt tidigare har kritiserats för att resultaten visar en lägre bränsleförbrukning och utsläpp än vad som faktiskt uppstår i normala trafiksituationer. Meningen är att både göra testresultaten mer verklighetsförankrade och globalt jämförbara.

Införandet av de nya reglerna har medfört anpassningsproblem för bilindustrin i EU, med följden att både produktion och nybilsregistreringar har varierat kraftigt mellan enskilda månader. Registreringarna i euroområdet steg i juli och framför allt i augusti, månaden innan de nya reglerna trädde i kraft, för att sedan falla med nästan 40 procent i september. Återhämtningen i oktober var relativt måttlig och enkätdata för den tyska motorfordonsindustrin indikerar ingen snabb återhämtning den närmaste tiden.

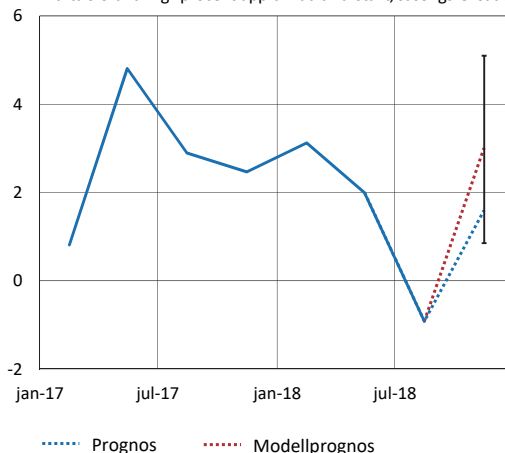
En förklaring till att de nya reglerna skapar så stora problem för biltillverkarna är att varje bilmodell måste testas för alla motoralternativ och drivlinor, vilket innebär att tusentals mätningar måste göras. En del biltillverkare verkar ha underskattat komplexiteten i omställningen och påbörjat arbetet väl sent. Dessutom visar de nya mer realistiska testen en högre bränsleförbrukning och större utsläpp än de gamla resultaten. Detta har fått biltillverkarna att i ett sent skede sätta in olika åtgärder för att sänka utsläppen så att kunderna i olika länder inte ska drabbas av högre energiskatter. Därutöver ska testresultaten godkännas av ansvariga myndigheter för certifiering av varje enskild bilmodell för alla motoralternativ och typer av drivlinor.

De nya utsläppsreglerna kan vara en delförklaring till de senaste månadernas svaga nybilsregistrering även i Sverige.

Det finns goda skäl att tro att bilproduktionen och nybilsförsäljningen i EU successivt återhämtar sig den närmaste tiden i takt med att anpassningsproblemen åtgärdas.

Diagram 3:8. BNP, modellprognos och osäkerhetsintervall

Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

tighet, men utfallen tyder ändå på att den uppgång i arbetslösheten som noterades under sommaren inte har fortsatt. Indikatorer för utvecklingen på arbetsmarknaden tyder också på att efterfrågan på arbetskraft är fortsatt hög. Månadsutfall från AKU, näringslivets anställningsplaner enligt Konjunkturbarometern och antalet lediga jobb enligt SCB talar sammantaget för att sysselsättningen kommer att fortsätta öka de närmaste kvartalen, om än i en något långsammare takt än tidigare (se diagram 3:9). Arbetskraften väntas också fortsätta öka under fjärde kvartalet, men inte fullt lika snabbt som sysselsättningen, vilket får arbetslösheten att falla något.

### Högt resursutnyttjande i ekonomin

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

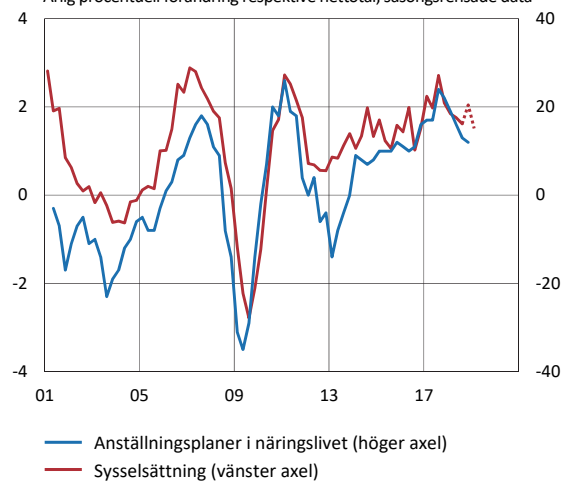
Flera indikatorer tyder på att resursutnyttjandet är högre än normalt (se diagram 3:10). I takt med att sysselsättningsgraden ökat och arbetslösheten fallit har också andelen företag som rapporterar om brist på arbetskraft stigit till en mycket hög nivå. I synnerhet gäller detta tjänstesektorn samt bygg- och tillverkningsindustrin. Andra tecken på att de lediga resurserna på arbetsmarknaden är knappa är den höga vakansgraden i näringslivet och lång genomsnittlig rekryteringstid.<sup>18</sup> Sammantaget bedömer Riksbanken att resursutnyttjandet i ekonomin är högre än normalt, vilket stöds av Riksbankens indikator för resursutnyttjandet (se diagram 4:16).

### Långsamt stigande löneökningstakt

Löneökningstakten har stigit långsamt det senaste året. Enligt preliminär konjunkturlönestatistik ökade lönerna i hela ekonomin med i genomsnitt 2,5 procent under årets tre första kvartal, jämfört med samma period föregående år. Det är en något högre ökningstakt än 2017 då lönerna ökade med i genomsnitt 2,3 procent. Uppgången är särskilt tydligt inom näringslivet (se diagram 3:11). Löneutfallen enligt nationalräkenskaperna är vanligen mer volatila. Men även dessa tyder på att löneökningstakten är högre de tre första kvartalen i år än genomsnittet för förra året. Den svaga produktivitetstillväxten det tredje kvartalet innebar också att arbetskostnaderna per producerad enhet ökade snabbare än förväntat.

**Diagram 3:9. Sysselsättning och anställningsplaner**

Årlig procentuell förändring respektive netttotal, säsongsrensade data

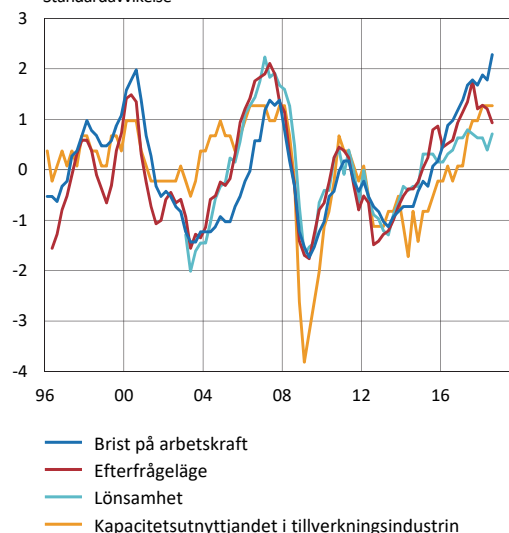


Anm. Anställningsplanerna avser förväntningar om antal anställda i näringslivet på tre månaders sikt, framflyttade ett kvartal.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

**Diagram 3:10. Indikatorer för resursutnyttjandet**

Standardavvikelse

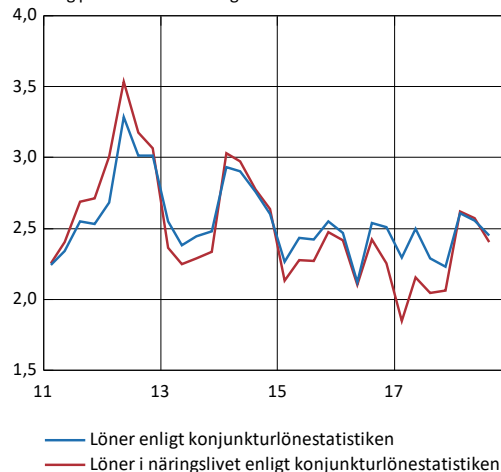


Anm. Serierna är normaliserade från 1996.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

**Diagram 3:11. Löner i näringslivet och hela ekonomin**

Årlig procentuell förändring



Anm. Medlingsinstitutets prognos på definitivt utfall 2017 kv4–2018 kv3.

Källa: Medlingsinstitutet

<sup>18</sup> Vakansgrad mäter antalet obemannade jobb som behöver tillsättas omedelbart.

## KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Efter en period av återhämtning går omvärldskonjunkturen nu in i ett skede då tillväxten blir lägre jämfört med utvecklingen de senaste åren. Inflationen i omvärlden dämpas nästa år på grund av att oljepriset sjunkit, men högre efterfrågan på arbetskraft och stigande löner bidrar på sikt till högre inflation. Penningpolitiken i omvärlden blir långsamt mindre expansiv. I Sverige har BNP-tillväxten under några år varit ovanligt hög och konjunkturen har stärkts. Detta beror både på den gynnsamma globala tillväxten och på Riksbankens expansiva penningpolitik, som har stimulerat inhemsk efterfrågan. På arbetsmarknaden syns tydliga tecken på en ovanligt stark konjunktur och löneökningstakten väntas därför stiga framöver. De kommande åren bidrar gradvisa höjningar av reporäntan till att konjunkturläget normaliseras och till att kostnadstrycket stiger i en takt som är förenlig med inflationsmålet. En väntad förstärkning av kronan dämpar prisökningstakten och sammantaget bedöms KPIF-inflationen vara kring 2 procent under prognosperioden. Detta är i stort samma bedömning som i den penningpolitiska rapporten i oktober.

### Omvärlden

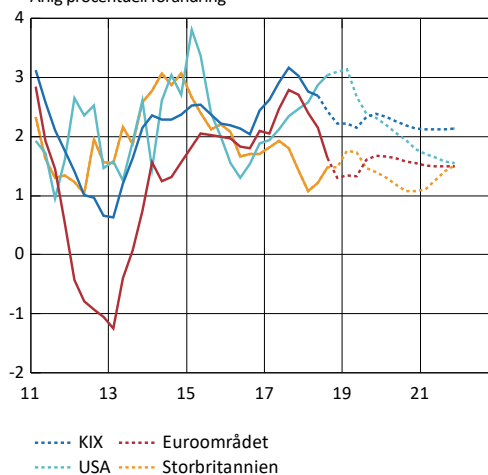
#### Dämpad tillväxt i omvärlden

Den handelsviktade tillväxten i omvärlden har dämpats de senaste kvartalen och avmattningen väntas fortsätta under 2019 och 2020. Mot slutet av prognosperioden växer KIX-vägd BNP med drygt 2 procent per år (se diagram 4:1). Tillväxten i importen har stannat av bland världens utvecklade ekonomier och även i flera framväxande ekonomier syns nu tecken på en avmattning i importen. Inbromsningen ska dock ses i ljuset av de senaste årens förhållandevis starka konjunkturutveckling, då efterfrågan på flera håll har vuxit i god takt och resursutnyttjandet därmed har stigit. I år och nästa år väntas svensk exportmarknad växa med 4 procent per år. Därefter sjunker tillväxttakten ner mot 3,5 procent, vilket är i linje med den genomsnittliga tillväxttakten under de senaste tio åren.

Den pågående handelskonflikten mellan USA och flera andra länder medför risker för de internationella konjunktursikterna, men de åtgärder som hittills genomförts bedöms endast få marginella effekter på den globala tillväxten. USA:s regering har meddelat att man skjuter upp de höjningar av tullar på kinesisk import som tidigare aviserats till årsskiftet. Förhandlingarna mellan de båda ländernas regeringar om de framtida handelsrelationerna väntas fortsätta de kommande månaderna.

En annan osäkerhetsfaktor för tillväxten i omvärlden är formerna för Storbritanniens utträde ur EU (se marginalruta "Storbritanniens utträde ur EU").

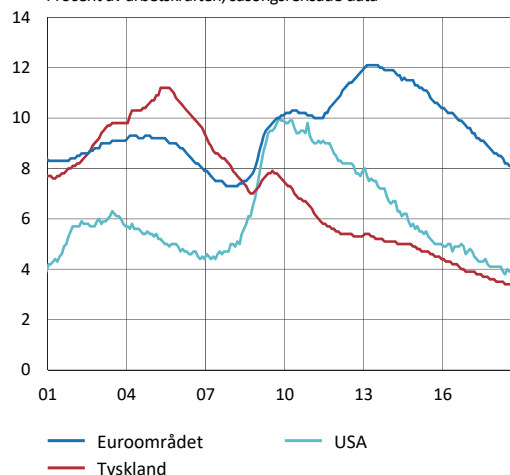
**Diagram 4:1. BNP i olika länder och regioner**  
Årlig procentuell förändring



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

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

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



Källa: OECD

### Stark konjunktur i USA

I USA är konjunkturen fortsatt stark, med hög BNP-tillväxt och starkt förtroende bland hushåll och företag. En bidragande orsak till den snabba tillväxten är de offentliga utgiftsökningar och de skattesänkningar som tidigare beslutats av kongressen. I år väntas BNP öka med nästan 3 procent, men tillväxten väntas bli lägre framöver, när både finans- och penningpolitiken blir mindre expansiv.

Arbetslösheten är under 4 procent (se diagram 4:2) och det samlade resursutnyttjandet i den amerikanska ekonomin bedöms vara högre än normalt. Löneökningstakten fortsätter att stiga och företagens kostnader för arbetskraft, inklusive löner och annan ersättning, ökar nu med nästan 3 procent i årstakt (diagram 4:3).

### Måttlig tillväxt i euroområdet

Tillväxten i euroområdet har bromsat in tydligt efter de senaste årens återhämtning, då både privat konsumtion och investeringar växte i ovanligt snabb takt. Inbromsningen bedöms delvis bli tillfällig, men framöver väntas hushållen öka sin konsumtion i en mer måttlig takt och de kommande åren bedöms BNP växa med ungefär 1,5 procent per år, vilket är ungefär samma prognos som i oktoberrapporten. Resursutnyttjandet har stigit påtagligt de senaste åren och bedöms i nuläget vara nära en normal nivå. Det märks exempelvis på arbetsmarknaden, där arbetslösheten fallit i många länder och där företagens kostnader för arbetskraft nu växer i allt snabbare takt (se diagram 4:3).

Storbritanniens regering har nått en överenskommelse med EU-kommissionen om formerna för landets utträde ur unionen, men i det brittiska parlamentet har överenskommelsen mötts av starkt politiskt motstånd. Risken för ett oordnat utträde har därmed ökat. I ett scenario då utträdet sker utan en uppgörelse skulle tillväxten påverkas negativt framför allt i Storbritannien, men även i flera av de länder i euroområdet som har nära handelsförbindelser med Storbritannien. I prognosen antas att London och Bryssel trots allt lyckas sluta en överenskommelse och att Storbritannien lämnar unionen under ordnade former (se marginalrutan "Storbritanniens utträde ur EU").

### Expansiv ekonomisk politik i Kina

I Kina syns tecken på en något lägre tillväxt i inhemsk efterfrågan. Bland annat har tillväxten i både investeringar och konsumtion avtagit under det gångna året. En bidragande orsak till att investeringarna växer långsammare är att nya regleringar har dämpat kreditillväxten.

Handelskonflikten med USA skapar också problem och det finns en risk att konflikten trappas upp ytterligare. De negativa effekterna av de åtgärder som hittills införts har delvis motverkats genom att den kinesiska valutans växelkurs gentemot dollarn har försvagats de senaste månaderna. Till följd av handelshindren och dämpningen av tillväxten i den inhemska

### Storbritanniens utträde ur EU

Storbritanniens regering och företrädare för EU har i nästan ett och ett halvt år förhandlat om villkoren i det avtal som är tänkt att reglera formerna för landets utträde ur unionen. I november nådde parterna en överenskommelse och det utträdesavtal de föreslagit har sedan dess varit föremål för intensiv politisk diskussion i Storbritannien.

Den formella processen för Storbritanniens utträde, som påbörjades i mars 2017, innebär att landet lämnar EU senast den 29 mars 2019. Enligt avtalsförslaget påbörjas därefter en övergångsperiod som gäller fram till och med den 31 december 2020. Under övergångsperioden är det tänkt att många lagar och förordningar ska förbli oförändrade. Överenskommelsen innebär exempelvis att Storbritannien under denna period blir kvar i den inre marknaden och i EU:s tullunion. Landet ska då fortsätta att följa EU:s lagar om fri rörlighet för varor, tjänster, kapital och arbetskraft, och ska dessutom fortsätta att betala till EU:s budget. Men man förlorar sin rätt att delta i de beslut som fattas inom unionen. En ytterligare sak som regleras i avtalsförslaget är de rättigheter som ska gälla för brittiska medborgare som är bosatta i EU, liksom rättigheterna för EU-medborgare bosatta i Storbritannien.

Den svåraste frågan i förhandlingarna har varit hur man, efter Storbritanniens utträde, ska kunna undvika en hård gräns mellan Irland och Nordirland. Här nåddes aldrig någon slutgiltig lösning och därför är det tänkt att förhandlingarna ska fortsätta under övergångsperioden.

I Storbritannien har överenskommelsen mötts av starkt politiskt motstånd och en tidigare planerad omröstning om utträdesavtalet i det brittiska parlamentet skjöts upp. Men den formella utträdesprocessen fortgår med eller utan avtal och innebär alltså att Storbritannien lämnar unionen senast den 29 mars nästa år. Om utträdet ska senareläggas krävs att de kvarvarande ländernas stats- och regeringschefer, i samförstånd med Storbritannien, fattar ett enhälligt beslut i frågan. Alternativt kan Storbritannien ensidigt besluta att avbryta utträdesprocessen.

Utvecklingen de senaste veckorna innebär att osäkerheten kring formerna för utträdet har ökat. De flesta bedömare är överens om att det bland ledamöterna i det brittiska parlamentet finns en bred majoritet som motsätter sig att Storbritannien lämnar EU utan utträdesavtal. Men det råder delade meningar om vad som är det bästa alternativet till ett sådant oordnat utträde.

Även om Storbritannien och EU ingår ett avtal om själva utträdet så återstår fortfarande uppgiften att förhandla om villkoren för den framtida handeln, det vill säga de regler som ska styra handeln efter den övergångsperiod som är tänkt att gälla fram till och med december 2020.



efterfrågan har myndigheterna indikerat att finanspolitiken framöver kommer att bli mer expansiv. Penningpolitiken har också lagts om i mer expansiv riktning i och med att reservkraven på bankerna har sänkts i flera steg under året. Åtgärderna bedöms bidra till att den kinesiska BNP-tillväxten i år blir i linje med regeringens tillväxtnål på runt 6,5 procent, för att därefter bli gradvis lägre. År 2021 väntas tillväxten uppgå till 6 procent.

### Priset på råolja har sjunkit

Världsmarknadspriset på råolja har fallit med drygt 15 dollar per fat sedan slutet av oktober (diagram 4:4). Detta beror bland annat på att flera viktiga oljeproducerande länder, exempelvis USA, Ryssland och Saudiarabien, har ökat produktionen under året. I USA har antalet riggas för oljeutvinning ökat, något som indikerar fortsatt hög produktion även framöver. USA:s regering har dessutom beviljat vissa länder undantag från de sanktioner som införts gentemot Iran, vilket innebär att Kina och sju andra länder kan fortsätta att importera olja från Iran under en sexmånadersperiod.

Vid sidan om dessa utbudsfaktorer bedöms även inbromsningen i världskonjunkturen, tillsammans med oron för upp-trappade handelskonflikter, ha påverkat oljepriset. Det lägre oljepriset dämpar inflationen i omvärlden i år och nästa år, jämfört med prognosen från oktober.

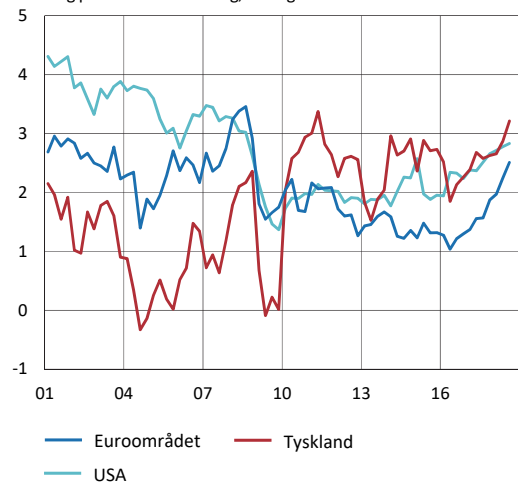
Samtidigt tyder terminspriserna på olja, som ger en finger-visning om prisutvecklingen framöver, på att oljepriset nu förväntas ligga kvar kring 60 dollar per fat. Energiprisernas påverkan på omvärldsinflationen 2020 och 2021 bedöms därför bli små.<sup>19</sup>

### Långsamt stigande kostnadstryck i omvärlden

I både USA och euroområdet sjönk löneökningstakten påtagligt i samband med lågkonjunkturen som följde på finanskrisen, och under flera år fortsatte sedan lönerna att öka långsamt. Utvecklingen innebar att företagets samlade kostnader för arbetskraft, där lönerna utgör den viktigaste komponenten, växte långsamt (se diagram 4:3). I USA har konjunkturåterhämtningen efter finanskrisen pågått oavbrutet sedan slutet av 2009 och arbetslösheten har sjunkit under 4 procent. De senaste två åren har den högre efterfrågan på arbetskraft satt avtryck även på löneökningstakten och företagets kostnader för arbetskraft stiger nu snabbare. I prognosen fortsätter kostnadstrycket att vara jämförelsevis högt, vilket bidrar till att hålla uppe prisökningstakten. Det lägre oljepriset bidrar visserligen till att KPI-inflationen blir lägre nästa år, men därefter väntas konsumentpriserna stiga med drygt 2 procent per år (diagram 4:5).

Diagram 4:3. Arbetskostnad per anställd

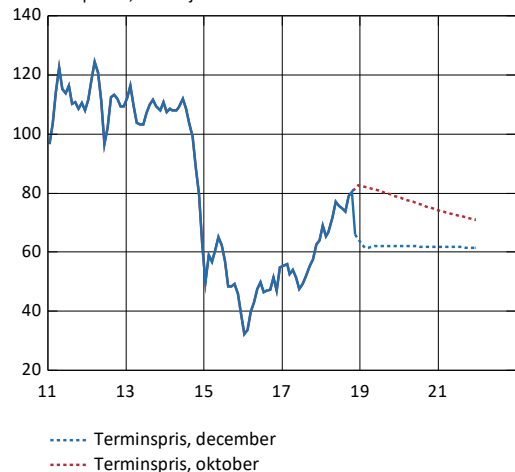
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Källor: Bureau of Labor Statistics och ECB

Diagram 4:4. Pris på råolja

USD per fat, Brentolja



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

<sup>19</sup> Den KIX-viktade inflationen är visserligen högre under 2020 och 2021, jämfört med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i oktober. Men detta beror framför allt på en ny och högre prognos för inflationen i Turkiet. Undantaget Turkiet är det endast små revideringar av den KIX-viktade inflationen för 2020 och 2021.

I euroområdets största ekonomi, Tyskland, har arbetslösheten sjunkit trendmässigt sedan mitten av 2000-talet. Mindre än 3,5 procent av den tyska arbetskraften är nu arbetslös, den lägsta nivå som uppmätts sedan början på 1980-talet. Utvecklingen har bidragit till att hålla uppe löneökningstakten och företagens kostnader för arbetskraft stiger nu med över 3 procent, räknat i årstakt. De senaste åren har arbetsmarknadsläget dessutom förbättrats påtagligt i Spanien och arbetslösheten har sjunkit även i Frankrike och Italien. Den högre efterfrågan på arbetskraft har bidragit till att företagens kostnader per anställd har börjat stiga i snabbare takt i euroområdet och i prognosen förblir kostnadstrycket ganska högt även de kommande åren. Liksom i USA innebär det lägre oljepriset att prisökningstakten sjunker nästa år, men därefter innebär ett högre kostnadstryck att inflationen åter blir högre. 2020 och 2021 väntas inflationen mätt med HIKP bli 1,6 respektive 1,7 procent (diagram 4:5).

### Kronan stärks de kommande åren

Kronans reala växelkurs har försvagats trendmässigt under lång tid. Risken för upptrappade handelskonflikter mellan USA och EU har sannolikt bidragit till den försvagning som skett under det senaste året (se diagram 4:6). Riksbanken bedömer att den reala växelkursen är svag jämfört med de nivåer som motiveras av långsiktiga faktorer.<sup>20</sup> Detta talar för att växelkursen ska stärkas under kommande år, både reallt och nominellt. Även erfarenheter från tidigare perioder av räntehöjningar talar för en starkare växelkurs framöver.<sup>21</sup>

## Sverige

### Viss konjunkturavmattning

En allt starkare konjunktur i omvärlden och en hög inhemsk efterfrågan, stimulerad av expansiv penningpolitik, har bidragit till flera år av hög svensk tillväxt och till stigande resursutnyttjande. Konjunkturen har nu gått in i en mognare fas och de kommande åren väntas tillväxten bli något lägre. Detta beror både på att tillväxten i omvärlden dämpas och på att bostadsbyggandet minskar, från de senaste årens historiskt höga nivåer. Även hushållens konsumtion väntas växa i en mer måttlig takt framöver, jämfört med utvecklingen de senaste åren. Sammantaget väntas svensk BNP öka med 2,2 procent i år för att därefter sjunka till i genomsnitt ungefär 1,8 procent per år 2019–2021 (se diagram 4:7).

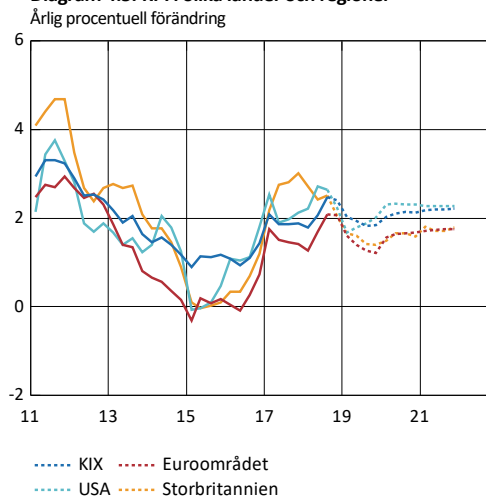
### Minskat byggande dämpar den inhemska efterfrågan

Den höga efterfrågan på svenska varor och tjänster har drivit upp kapacitetsutnyttjandet, bland annat inom industrin, och

<sup>20</sup> Se fördjupningen "Kronans utveckling på längre sikt" i den penningpolitiska rapporten från oktober.

<sup>21</sup> Se fördjupningen "Vad brukar hända när reporäntan höjs?", i den penningpolitiska rapporten i oktober.

**Diagram 4:5. KPI i olika länder och regioner**

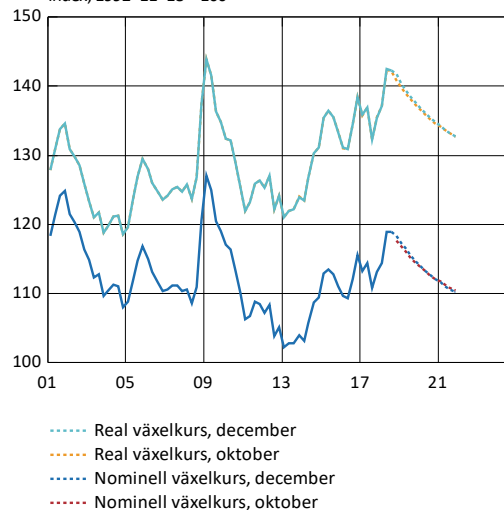


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

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

**Diagram 4:6. Real och nominell växelkurs, KIX**

Index, 1992–11–18 = 100

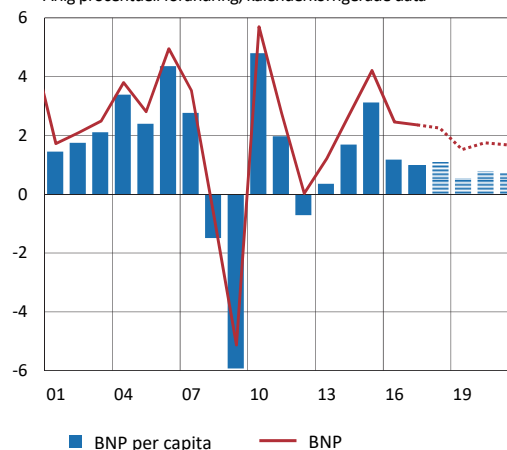


Anm. Real växelkurs är beräknad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. KIX är en sammanvägning av 32 länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

**Diagram 4:7. BNP och BNP per capita**

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Källor: SCB och Riksbanken



detta har i sin tur ökat näringslivets investeringsbehov. Behovet minskar dock något i takt med att efterfrågan från omvärlden växer långsammare. Under de kommande åren påverkas investeringarna dock mest av avmattningen på bostadsmarknaden. Anledningen till att bostadsbyggandet minskar framöver är i första hand att de senaste årens snabba uppgång i bostadspriserna har avstannat. Bostadsbyggandet ökade kraftigt under åren 2013 till 2017 och detta innebar att även utbudet av bostäder ökade, om än med viss eftersläpning. Detta har i sin tur inneburit att efterfrågan mättats, särskilt i de dyrare segmenten, och prisuppgången har därför avstannat. Amorteringskraven, som infördes 2016 och som skärptes i år, bedöms också ha dämpat efterfrågan på bostäder, om än i begränsad utsträckning.

I november var bostadspriserna mätt med HOX i säsongsrensade termer knappt 4 procent lägre än den högsta noteringen, vilken uppmättes i augusti 2017. Prisnedgången är än så länge mycket måttlig jämfört med prisuppgången under tidigare år, och de senaste månaderna har bostadspriserna stigit igen (se diagram 1:12). Men det är osäkert hur prisutvecklingen kommer att se ut framöver, något som i sig verkar dämpande på investeringsviljan.

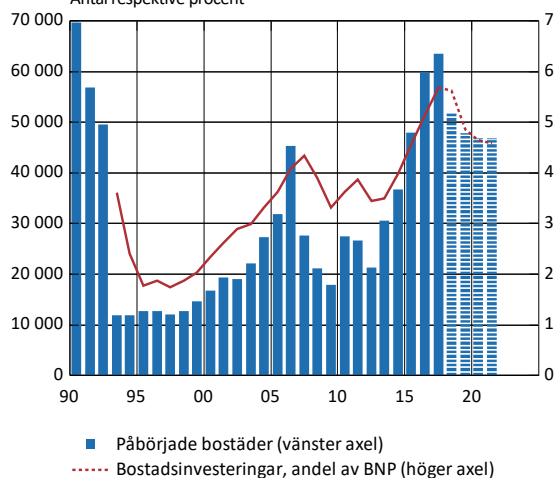
De lägre bostadspriserna bedöms leda till att bostadsbyggandet blir lägre under kommande år, jämfört med de senaste årens höga nivåer. Nedgången bedöms i första hand påverka byggandet av bostadsrätter. Dämpningen i nyproduktionen och en fortsatt stabil efterfrågan på bostäder underlättar samtidigt den pågående stabiliseringen av priserna. Bostadsinvesteringarna bedöms sammantaget minska med knappt 20 procent under åren 2018–2021, jämfört med nivån 2017. Därigenom dämpas den inhemska efterfrågan och BNP-tillväxten, i synnerhet under nästa år. Men detta bör ses i ljuset av de stora positiva bidragen till tillväxten de senaste åren. Under perioden 2013 till 2017 ökade bostadsinvesteringarnas andel av BNP, från cirka 3,5 procent till drygt 5,5 procent. Under de kommande åren väntas andelen sjunka med ungefär en procentenhet till drygt 4,5 procent (se diagram 4:8).

### Måttlig tillväxt i hushållens konsumtion

Prisnedgången på bostadsmarknaden har även satt visst avtryck i hushållens konsumtion, framförallt genom att tillförsikten kring den ekonomiska utvecklingen framöver blivit något svagare. Inköpen av sällanköpsvaror, exempelvis bilar, har dämpats på senare tid, jämfört med de senaste årens starka utveckling.

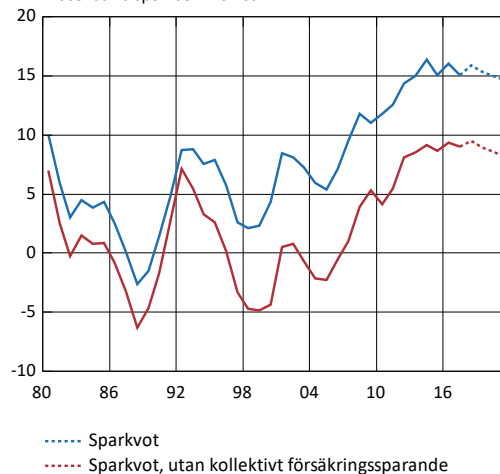
Nästa år sänks skatten på arbete och pensioner, något som bidrar till högre disponibla inkomster. Men högre bolåneräntor och lägre tillväxt i sysselsättningen innebär ändå att de disponibla inkomsterna växer långsammare framöver (se fördjupningen "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av stigande räntor?"). Hushållen har under en längre tid sparat en stor del av sina inkomster och minskar i viss mån

**Diagram 4:8. Påbörjade bostäder och bostadsinvesteringar**  
Antal respektive procent



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:9. Hushållens sparkvot**  
Procent av disponibel inkomst



Anm. Kollektivt försäkringsparande består av sparande som hushållen inte kontrollerar själva, exempelvis premiepension och avtalsförsäkringar.

Källor: SCB och Riksbanken

sitt sparande för att upprätthålla en jämn tillväxt i konsumtionen (se diagram 4:9). Sammantaget växer konsumtionen något långsammare än normalt de kommande åren och hushållens sparande är något högre än i bedömningen i den penningpolitiska rapporten från oktober.

### Skulderna ökar i långsammare takt

Trots prisnedgången på bostadsmarknaden fortsätter hushållens skulder att öka, om än i en långsammare takt. Flera faktorer bedöms bidra till att skuldutvecklingen dämpas framöver. För det första stiger räntorna på hushållens lån när penningpolitiken görs mindre expansiv, och detta dämpar hushållens vilja att ta upp nya lån. För det andra minskar bostadsbyggandet vilket innebär att upplåningen för att finansiera nya bostäder minskar. Samtidigt omfattar amorteringskraven allt fler hushåll.<sup>22</sup> Ett viktigt skäl till att skulderna ändå växer snabbare än hushållens inkomster är att tidigare prisuppgångar fortfarande innebär att en typisk bostadsköpare betalar ett högre pris och lånar upp ett större belopp än den tidigare ägaren.<sup>23</sup> Ett annat skäl som kan bidra till fortsatt skulduppbyggnad är att vissa hushåll ökar sin skuld genom att låna med befintlig bostad som säkerhet, även om de inte flyttar. I slutet av 2021 väntas skuldkvoten uppgå till drygt 190 procent (se diagram 4:10).

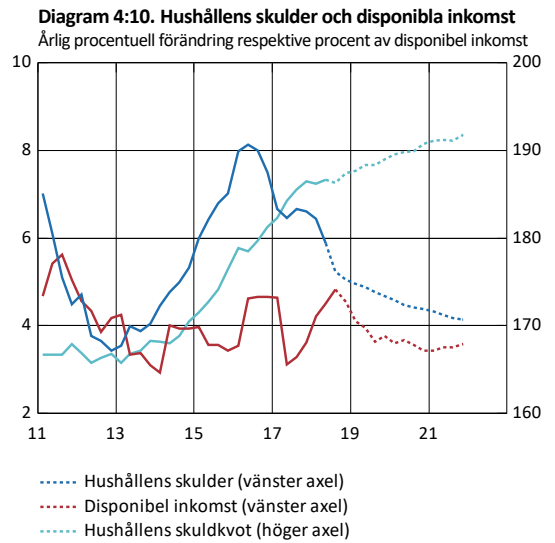
### Historiskt hög sysselsättningsgrad

Utvecklingen på arbetsmarknaden har varit stark under flera år och sysselsättningsgraden har stigit till historiskt höga nivåer (diagram 4:11). Utbudet av arbetskraft har ökat snabbt både på grund av en snabb befolkningstillväxt och på grund av att en allt större andel av befolkningen har valt att delta i arbetskraften. Men under kommande år väntas befolkningen i arbetsför ålder öka i långsammare takt och därmed dämpas tillväxten i arbetskraften. Ett skäl till den lägre tillväxten är att invandringen väntas bli lägre. Ett annat skäl är en förändrad ålderssammansättning i den inrikes födda befolkningen. Under några år framöver kommer andelen unga och äldre i befolkningen att växa och därmed sjunker den andel av befolkningen som befinner sig i arbetsför ålder.

Det starka konjunkturläget har medfört att även efterfrågan på arbetskraft är hög och sysselsättningen bedöms öka med nästan 2 procent i år. Resursutnyttjandet på arbetsmarknaden bedöms vara högre än normalt och det förväntas fortsätta att vara ganska högt under de kommande åren (se diagram 4:12). Antalet sysselsatta bedöms dock öka i långsammare takt framöver och arbetslösheten stiger något (se diagram 4:13).

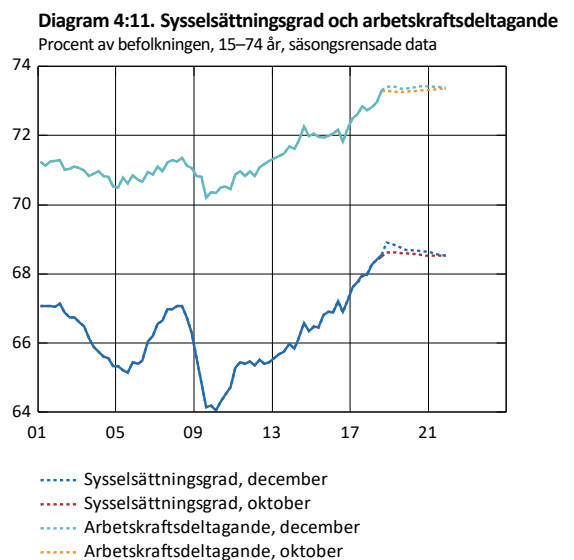
<sup>22</sup> I takt med att bostadsbeståndet omsätts till högre prisnivåer kommer alltför hushåll att omfattas av amorteringskraven.

<sup>23</sup> För en diskussion om hur skuldutvecklingen kan tolkas utifrån utvecklingen på bostadsmarknaden, se R. Emanuelsson, G. Katinic och E. Spector, "Utvecklingen på bostadsmarknaden och dess bidrag till hushållens skulder", Ekonomisk kommentar nr 14 2018, Sveriges riksbank.

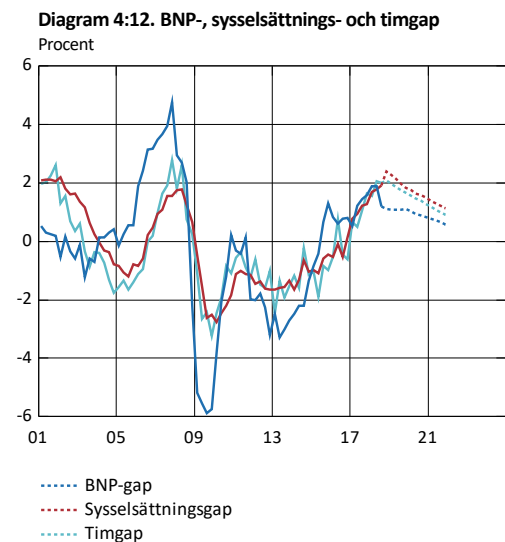


Anm. Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster summerade över de senaste fyra kvartalen.

Källor: SCB och Riksbanken



Källor: SCB och Riksbanken



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

Källor: SCB och Riksbanken

### Löneökningstakten stiger

Löneökningstakten har de senaste åren varit låg, både i förhållande till ett historiskt genomsnitt och i förhållande till konjunkturläget. Den svaga produktivitetstillväxten de senaste tio åren har hållit tillbaka utrymmet för löneökningar samtidigt som löneökningarna i omvärlden varit låga. De senaste månaderna har löneökningstakten återigen blivit lite lägre än väntat och prognosen är något nedreviderad. Lönerna har dock vuxit i snabbare takt under 2018 jämfört med tidigare år, särskilt inom näringslivet, och uppgången väntas fortsätta de kommande åren. Det finns ett antal faktorer som talar för detta. Arbetsmarknadsläget är starkt, inflationen har stigit och inflationsförväntningarna förefaller ha etablerats vid inflationsmålet på två procent. Dessutom växer lönerna i omvärlden nu i allt snabbare takt (se diagram 4:3) samtidigt som produktivitetstillväxten bedöms stiga gradvis. Detta ökar utrymmet för högre löneökningar framöver (se diagram 4:14).

Arbetskostnaderna per producerad enhet väntas öka i något snabbare takt det närmaste året, jämfört med bedömningen i den penningpolitiska rapporten från oktober (se diagram 4:15). Anledningen är att produktivitetstillväxten blivit oväntat låg. För 2020 och 2021 är prognoserna för produktiviteten och arbetskostnaden per timme ungefär desamma som i oktoberrapporten. Det innebär att arbetskostnaden per producerad enhet bedöms öka med omkring 2 procent per år under prognosperioden, vilket är en relativt normal ökningstakt (se diagram 4:15).

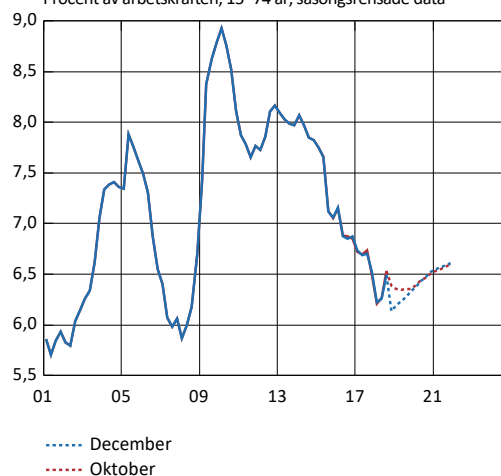
### Högre kostnadstryck de närmaste åren

Att kostnadstrycket fortsätter att vara högt de kommande åren, trots att BNP-tillväxten blir lägre, är normalt då konjunktturen går in i en mognare fas. Resursutnyttjandet påverkar kostnadstrycket via olika kanaler och en viktig sådan kanal är just lönerna. Högre efterfrågan på arbetskraft leder så småningom till att lönerna ökar i snabbare takt och därmed till att företagens kostnader stiger. Men det tar vanligtvis ganska lång tid, mellan ett och två år, innan dessa effekter via kostnadstrycket får full verkan på priserna i konsumentledet. Eftersläpningen illustreras i diagram 4:16, som visar ett av Riksbankens mått på resursutnyttjandet, RU-indikatorn, tillsammans med inflationen mätt med KPIF exklusive energi. I diagrammet har RU-indikatorn förskjutits sex kvartal framåt i tiden, för att samvariationen med inflationen ska bli tydligare. Som framgår av diagrammet finns ingen exakt koppling mellan resursutnyttjande och prisökningstakt, men här finns trots allt ett tydligt mönster: ett stigande resursutnyttjande leder vanligtvis efter ett eller två år till att även inflationen blir högre.

Tidsfördröjningen mellan resursutnyttjandet och dess påverkan på prisökningstakten har konsekvenser för penningpolitiken. I prognosen bidrar gradvisa höjningar av reporäntan

Diagram 4:13. Arbetslöshet

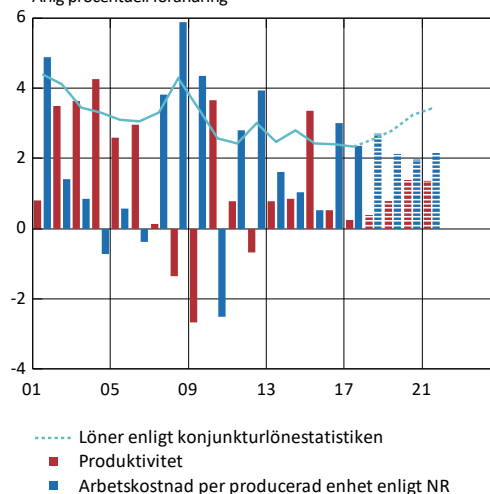
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:14. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

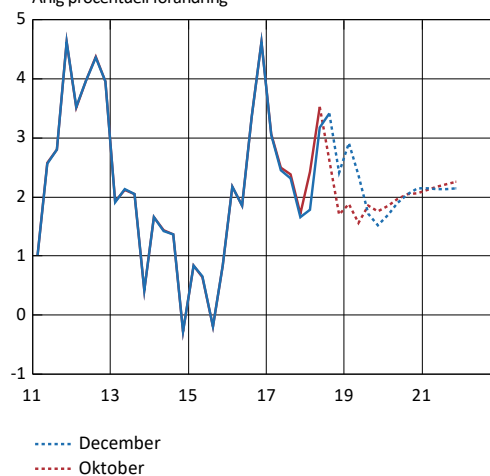
Årlig procentuell förändring



Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 4:15. Arbetskostnad per producerad enhet

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

till att konjunkturläget framöver normaliseras och till att resursutnyttjandets framtida effekt på kostnadstrycket inte blir alltför stor.

### Små revideringar av inflationsprognosen

Tidigare har inflationen under ett antal år legat klart under Riksbankens inflationsmål men de senaste åren har flera olika faktorer bidragit till en högre prisökningstakt. Konjunkturläget i svensk ekonomi har stärkts och kronan har försvagats, något som bland annat har lett till högre priser på importerade varor och livsmedel. På senare tid har även stigande energipriser bidragit till att inflationen stigit. KPIF-inflationen har därför under de två senaste åren legat nära inflationsmålet på 2 procent.

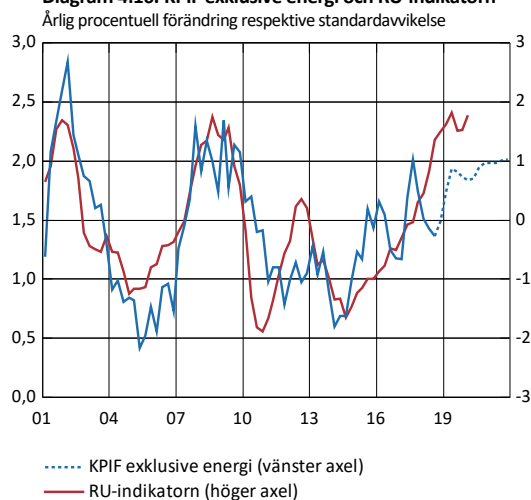
I november uppgick inflationen mätt med KPIF till 2,1 procent. Olika mått på den underliggande inflationen är dock lägre och medianen av ett flertal sådana mått låg i november på 1,6 procent. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi uppgick i november till 1,4 procent, vilket var lägre än prognosen i den penningpolitiska rapporten från oktober. Men under det närmsta halvåret väntas en uppgång i den underliggande inflationen till följd av högre hyreshöjningar och effekter på konsumentpriserna av tidigare kronförsvagningar. Dessutom innebär sommarens torka att livsmedelspriserna väntas stiga snabbare de kommande månaderna.

Trots att inflationen har blivit lägre än väntat bedöms förutsättningarna vara fortsatt goda för att inflationen ska ligga kvar nära 2 procent. De kommande åren väntas visserligen en förstärkning av växelkursen samtidigt som energipriserna förutses öka i betydligt långsammare takt, jämfört med utvecklingen de senaste åren. Framöver kommer dessa båda faktorer att verka dämpande på inflationen. Men konjunkturläget är starkt och i prognosen är resursutnyttjandet fortsatt högt de närmaste åren, även om det bedöms vara något lägre än i prognosen i den penningpolitiska rapporten från oktober. Det höga resursutnyttjandet bedöms även fortsättningsvis få genomslag på kostnadstrycket. Arbetskostnaden per producerad enhet väntas nu stiga något snabbare det närmaste året jämfört med den tidigare bedömningen.

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

Prognoserna för inflationen mätt med KPIF och KPIF exklusive energi är något nedreviderade 2019 och 2020 (se diagram 1:5 och diagram 4:18). Detta är främst en följd av de lägre utfallen för inflationen de senaste månaderna, men även något lägre indirekta skatter bidrar till nedrevideringen.

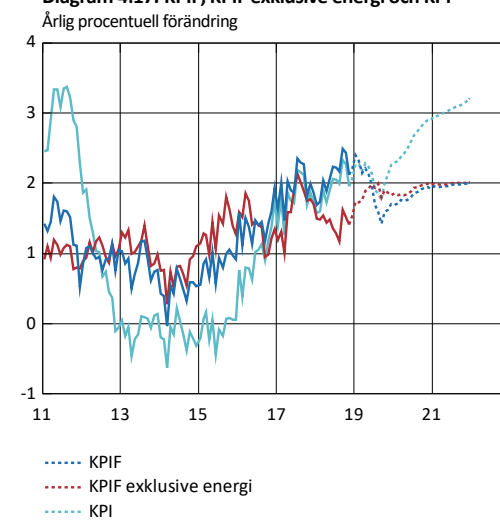
**Diagram 4:16. KPIF exklusive energi och RU-indikatorn**



Anm. RU-indikatorn är framflyttad 6 kvartal och är ett mått på resursutnyttjandet. Den är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

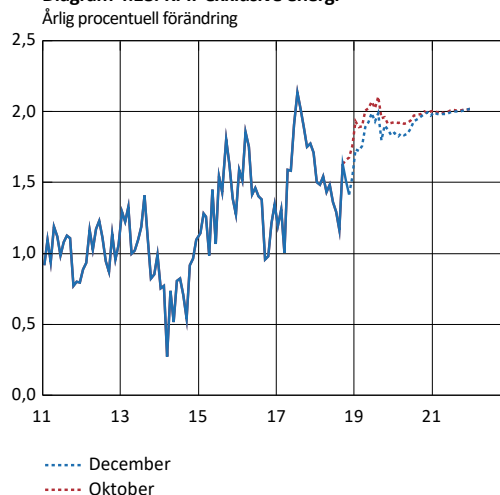
Källor: SCB och Riksbanken

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



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 4:18. KPIF exklusive energi**



Källor: SCB och Riksbanken

## Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

**Tabell 1. Reporänteprognos**  
Procent, kvartalsmedelvärden

	2018 kv 3	2018 kv 4	2019 kv 1	2019 kv 4	2020 kv 4	2021 kv 4
Reporänta	-0,50	-0,50 (-0,50)	-0,27 (-0,33)	-0,02 (0,09)	0,48 (0,66)	0,98 (1,23)

Källa: Riksbanken

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

	2017	2018	2019	2020	2021
KPIF	2,0 (2,0)	2,1 (2,2)	1,9 (2,1)	1,8 (1,9)	2,0 (2,0)
KPIF exkl. energi	1,7 (1,7)	1,4 (1,5)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)
KPI	1,8 (1,8)	2,0 (2,0)	2,1 (2,6)	2,6 (2,9)	3,1 (3,2)
HIKP	1,9 (1,9)	2,0 (2,1)	1,8 (2,1)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)

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

Källor: SCB och Riksbanken

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

	2017	2018	2019	2020	2021
Reporänta	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,5)	-0,2 (-0,1)	0,3 (0,4)	0,8 (1,0)
10-årsränta	0,7 (0,7)	0,7 (0,7)	1,1 (1,4)	1,9 (2,1)	2,5 (2,7)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	112,9 (112,9)	117,6 (117,5)	116,0 (115,6)	113,0 (112,9)	110,9 (111,1)
Offentligt finansiellt sparande*	1,5 (1,6)	0,9 (0,9)	0,7 (0,9)	0,6 (0,7)	0,5 (0,7)

\* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

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

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2017	2018	2019	2020	2021
Euroområdet	0,11	0,48	2,5 (2,5)	1,9 (1,9)	1,5 (1,6)	1,6 (1,6)	1,5 (1,5)
USA	0,15	0,09	2,2 (2,2)	2,9 (2,8)	2,6 (2,6)	2,0 (2,0)	1,6 (1,6)
Japan	0,04	0,02	1,9 (1,7)	0,7 (1,1)	0,8 (1,1)	0,5 (0,4)	0,9 (0,9)
Kina	0,19	0,09	6,9 (6,9)	6,6 (6,6)	6,0 (6,0)	6,0 (6,1)	6,0 (6,0)
KIX-vägd	0,75	1,00	2,9 (2,9)	2,5 (2,6)	2,3 (2,3)	2,2 (2,2)	2,1 (2,1)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,7 (3,7)	3,7 (3,8)	3,6 (3,6)	3,7 (3,7)	3,6 (3,6)

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

Prognosen för BNP i världen är baserade på IMF:s prognoser för PPP-vikter. Prognosen för KIX-vägd BNP baseras på ett antagande om att KIX-vikterna kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de tidigare fem åren.

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

	2017	2018	2019	2020	2021
Styrränta i omvärlden, procent	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,1)	0,2 (0,2)	0,4 (0,5)	0,7 (0,8)
Råoljepris, USD/fat Brent	54,8 (54,8)	72,1 (74,9)	62,1 (80,7)	61,9 (76,4)	61,7 (72,4)
Svensk exportmarknad	4,9 (5,0)	4,2 (4,2)	4,0 (4,0)	3,6 (3,6)	3,5 (3,5)

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

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

**Tabell 5. Försörjningsbalans**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

\* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 6. Produktion och sysselsättning**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

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

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

Källor: SCB och Riksbanken

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

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

	2017	2018	2019	2020	2021
Timlön, KL	2,3 (2,3)	2,5 (2,6)	2,8 (2,9)	3,2 (3,3)	3,4 (3,4)
Timlön, NR	2,5 (2,5)	2,7 (2,8)	2,8 (2,9)	3,3 (3,3)	3,5 (3,5)
Arbetsgivaravgifter*	0,0 (0,0)	0,2 (0,3)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)
Arbetskostnad per timme, NR	2,5 (2,5)	2,9 (3,1)	2,9 (3,0)	3,4 (3,4)	3,5 (0,0)
Produktivitet	0,2 (0,2)	0,4 (0,6)	0,8 (1,2)	1,4 (1,4)	1,4 (1,3)
Arbetskostnad per producerad enhet	2,4 (2,4)	2,7 (2,6)	2,1 (1,8)	2,0 (2,0)	2,1 (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 (arbetskostnadssumma) dividerad med antal arbetade timmar för anställda. Arbetskostnad per producerad enhet definieras som arbetskostnadssumma dividerad med BNP i fast pris.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken



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

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