

Penningpolitisk rapport

Juli 2019



Penningpolitisk rapport

Riksbankens penningpolitiska rapport publiceras sex gånger om året. Rapporten beskriver de överväganden Riksbanken gjort när man kommit fram till vad som är en lämplig penningpolitik.¹ Rapporten innehåller en beskrivning av de framtida inflations- och konjunkturutsikterna baserad på den penningpolitik som Riksbanken för närvarande anser är väl avvägd.

Den penningpolitiska rapporten syftar till att sammanfatta underlagen för de penningpolitiska besluten och sprida kunskap om de bedömningar som Riksbanken gör. Genom att publicera rapporterna vill Riksbanken underlätta för utomstående att följa, förstå och utvärdera penningpolitiken.

Riksbanken ska minst två gånger per år lämna en skriftlig redogörelse om penningpolitiken till riksdagens finansutskott (se 6 kapitlet 4 § i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank). Under våren sker detta i form av ett särskilt underlag för utvärdering av penningpolitiken. Under hösten utgörs redogörelsen av den penningpolitiska rapporten.

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 2 juli 2019. Rapporten går att ladda ned i pdf format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se där det också finns mer information om Riksbanken.

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

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISK STRATEGI

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som att den årliga förändringen av konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bland annat en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Denna så kallade räntebana är en prognos, inte ett löfte.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan och eventuellt vilka andra kompletterande åtgärder som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att penningpolitiken anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.
- För att illustrera att inflationen inte kommer att vara exakt 2 procent varje månad används ett variationsband som sträcker sig mellan 1 och 3 procent, vilket fångar cirka tre fjärdedelar av de historiska månadsutfallen av KPIF-inflationen. Riksbanken strävar hela tiden efter att inflationen ska nå 2 procent oavsett om den i utgångsläget ligger innanför eller utanför variationsbandet.
- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i de penningpolitiska besluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.
- I vissa lägen, som under den finansiella krisen 2008–2009, kan reporäntan och räntebanan behöva kompletteras med andra åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten och säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt.
- Riksbanken strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig, begriplig och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

BESLUTSPROCESSEN

Direktionen håller normalt sex penningpolitiska möten under ett år då man fattar beslut om penningpolitiken. I samband med dessa möten publiceras en penningpolitisk rapport. Ungefär två veckor efter varje penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det går att följa den diskussion som ledde fram till det aktuella beslutet och se hur de olika direktionsledamöterna argumenterade.

PRESENTATION AV PENNINGPOLITISKT BESLUT

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

Innehåll

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar 5

Fortsatt god global konjunktur men tilltagande oro för utvecklingen framöver 5

Den aktuella penningpolitiken 7

Osäkerhet och risker 9

FÖRDJUPNING – Riksbankens räntestyrningssystem behöver anpassas till nya förutsättningar 13

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden 16

Utvecklingen internationellt 16

Finansiella förhållanden i Sverige 18

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget 22

Inflationen i Sverige 22

Global och svensk konjunktur 24

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna 28

Omvärlden 28

Sverige 31

FÖRDJUPNING – Kronans trendmässiga utveckling 37

Tabeller 41

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

Utvecklingen i såväl omvärlden som Sverige följer i stort Riksbankens prognoser. En tilltagande oro för ytterligare försämrade handelsrelationer och en snabbare avmattning i den globala konjunkturen har visserligen påverkat prissättningen på finansiella marknader, där räntorna överlag har fortsatt att sjunka. Men tillväxten i omvärlden är alltjämt förhållandevis god och förtroendet hos både hushåll och företag indikerar normal tillväxt den närmaste tiden. Ny information sedan den penningpolitiska rapporten i april har inte föranlett några större revideringar av utsikterna för vare sig omvärldens eller Sveriges ekonomi.

Konjunkturen i Sverige är stark och resursutnyttjandet väntas vara fortsatt högt även om det normaliserar de närmaste åren. I linje med Riksbankens prognos uppgick KPIF-inflationen till 2,1 procent i maj och förutsättningarna bedöms vara goda för att inflationen ska vara kvar nära inflationsmålet även framöver. Direktionen har beslutat att lämna reporäntan oförändrad på -0,25 procent. Även prognosen för reporäntan är oförändrad och indikerar att räntan höjs igen mot slutet av året eller i början av nästa år. I enlighet med beslutet från april köper Riksbanken statsobligationer till ett nominellt belopp om sammanlagt 45 miljarder kronor från juli 2019 till december 2020.

Riskerna kring omvärldsutvecklingen kan ha bäring på konjunktur- och inflationsutsikterna även för Sverige, vilket understryker vikten av att gå försiktigt fram med penningpolitiken. Den expansiva penningpolitiken betonar att Riksbanken värnar inflationsmålet som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Fortsatt god global konjunktur men tilltagande oro för utvecklingen framöver

Mer normal tillväxt i omvärlden

Omvärldens BNP har vuxit snabbt de senaste åren men har gått in i en fas med lägre tillväxttakt. De kommande åren väntas tillväxten i omvärlden (sammanvägd med vikterna i kronindex, KIX) vara nära det historiska genomsnittet på drygt 2 procent. Även om omvärldens tillväxt väntas vara mer måttlig framöver bedöms den vara tillräckligt hög för att arbetslösheten ska sjunka eller förbli låg i många länder. Resursutnyttjandet har ökat under senare år och bedöms vara nära en normal nivå framöver. Oljepriset har sammantaget stigit något sedan årsskiftet. Det högre oljepriset bidrar till att den genomsnittliga inflationen i omvärlden väntas vara strax under 2 procent i år, trots att den underliggande inflationen är fortsatt dämpad. Kommande år stiger den underliggande inflationen gradvis och den KIX-vägda inflationen väntas fortsätta att vara omkring 2 procent per år, även när energiprisernas bidrag till inflationen blir mindre.

Den pågående handelskonflikten mellan USA och Kina har trappats upp och utspel har även omfattat handelsrelationerna mellan USA och andra länder. Det skapar oro för ytterligare begränsningar av världshandeln. En kraftig upptrappning

Tabell 1.1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Ungefär normalt resursutnyttjande i omvärlden de kommande åren. Förväntningar om mer expansiv penningpolitik från flera centralbanker.
Stark svensk konjunktur trots lägre tillväxt framöver.
Goda förutsättningar för en inflation nära 2 procent under prognosperioden. Inflationsförväntningarna ligger kring 2 procent.
Slutsats: Reporäntan lämnas oförändrad på -0,25 procent. Liksom i april indikerar prognosen att nästa höjning av reporäntan sker mot slutet av året eller i början av nästa år. Riksbanken fortsätter att köpa statsobligationer till ett nominellt belopp om sammanlagt 45 miljarder kronor från juli 2019 till december 2020. Därmed upprätthålls Riksbankens innehav av statsobligationer.

Tabell 1.2.

Viktiga prognosrevideringar sedan PPR april
Något lägre tillväxt i både Sverige och omvärlden de närmaste åren. Även prognosen för omvärldens styrräntor är nedreviderad.
Något svagare krona och lägre energipriser under hela prognosperioden.
Sammantaget små revideringar av inflationsprognosen. Något lägre KPIF-inflation det närmaste året. Rensat för energipriser väntas dock inflationen bli lite högre 2020.

av handelskonflikterna skulle kunna påverka den ekonomiska utvecklingen tydligt negativt. Ett sådant scenario är dock mycket svårt att siffrasätta i en prognos och ligger därför i huvudsak utanför den prognos som redovisas i denna rapport.

Osäkerheten kring den globala ekonomiska utvecklingen präglar dock tydligt prissättningen på de finansiella marknaderna. Statsobligationsräntor har sjunkit och volatiliteten på finansmarknaderna har ökat. Marknadens förväntningar på penningpolitiken framöver har justerats ner till än mer expansiva nivåer för de närmaste åren. Flera centralbanker har också kommunicerat att penningpolitiken kan komma att göras mer expansiv.

De svenska exportmarknaderna växte med knappt 3,5 procent förra året. Tillväxttakten fortsätter att vara omkring 3,5 procent i år och de kommande åren, vilket är lägre än normalt. Det innebär att tillväxten i svensk export blir lite svagare.

Stark svensk ekonomi även med lägre tillväxttakter framöver

Den svenska ekonomin bedöms de närmaste åren växa något långsammare än de senaste åren (se diagram 1:2). Flera faktorer bidrar till detta. Förutom lägre exportefterfrågan väntas också lägre tillväxt i den inhemska efterfrågan, bland annat till följd av den dämpade utvecklingen på bostadsmarknaden. Nedgången i bostadsinvesteringar tynger BNP-tillväxten framförallt i år, även om antalet påbörjade bostäder är fortsatt högt i ett historiskt perspektiv. Då tillväxten understiger ekonomins tillväxtpotential mattas det starka svenska konjunkturläget av något.

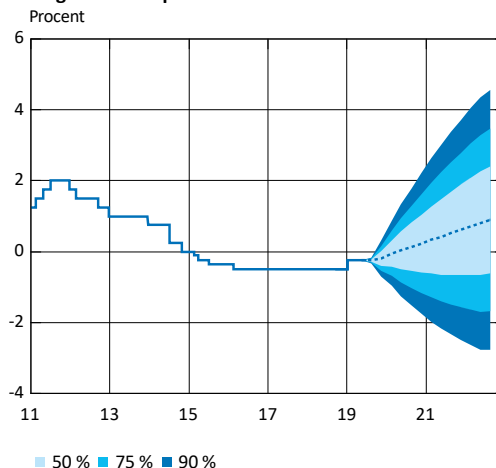
Efter en lång period med gynnsam utveckling är läget på arbetsmarknaden starkt. Nedgången i arbetslösheten har dock bromsat upp det senaste året och sedan i höstas har arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden varit på en oförändrat hög nivå. Trots fortsatt god efterfrågan på arbetskraft finns det grupper som har svårt att komma i arbete. Matchningsproblem i kombination med en dämpad BNP-tillväxt de kommande åren innebär att arbetsmarknaden väntas gå in i en lugnare fas med något stigande arbetslöshet framöver. Resursutnyttjandet bedöms dock förbli högre än normalt under prognosperioden.

Inflationen nära 2 procent

Den starka svenska konjunkturen har tillsammans med kronförsvagningen och stigande energipriser bidragit till att inflationen har varit nära målet på 2 procent sedan början av 2017 (se diagram 1:3). Den uppmätta inflationstakten påverkas dock av såväl tillfälliga som mer varaktiga prisvariationer. För att uppskatta nivån på den mer varaktiga delen av inflationstakten kan man studera olika mått på underliggande inflation. Riksbankens olika mått på underliggande inflation indikerar att den mer varaktiga inflationen också är nära 2 procent.

Förutsättningarna är goda för att inflationen ska vara kvar nära inflationsmålet även framöver. Konjunkturen är stark

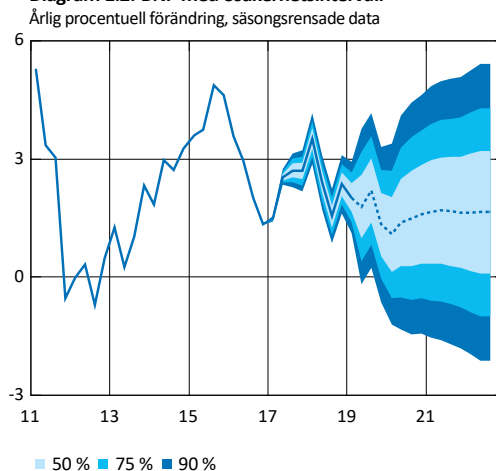
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall



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

Källa: Riksbanken

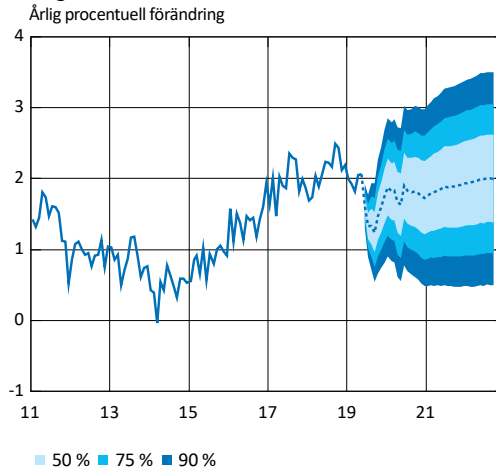
Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

och resursutnyttjandet väntas vara fortsatt högt de närmaste åren. Arbetskostnaderna per producerad enhet har ökat relativt snabbt de senaste åren och förutses fortsätta bidra positivt till inflationen, trots att ökningstakten dämpas något. Tidigare kronförsvagningar, stigande livsmedelspriser och högre hyreshöjningar än under senare år är andra faktorer som håller upp inflationen under det närmaste året. Under prognosperioden väntas energipriserna öka långsammare än under de senaste åren och dessa prisers bidrag till prisökningstakten blir därför tydligt mindre (se diagram 1:4). Sammantaget innebär detta att KPIF-inflationen sjunker tillbaka de allra närmaste månaderna för att därefter stiga och ligga nära 2 procent under större delen av prognosperioden.

Den aktuella penningpolitiken

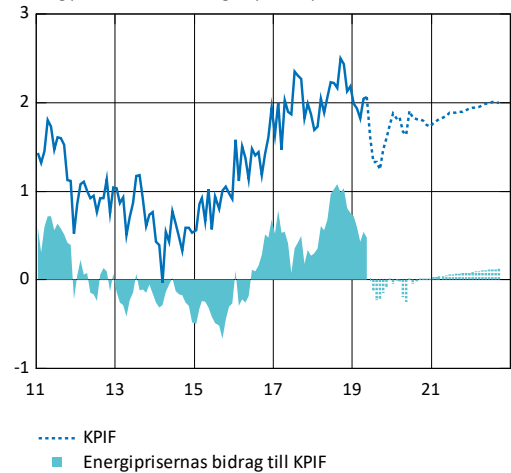
En lång period med en reporänta på $-0,50$ procent och omfattande köp av statsobligationer har bidragit till att resursutnyttjandet i svensk ekonomi de senaste åren varit högt och inflationen nära målet, samtidigt som inflationsförväntningarna har etablerats nära 2 procent. Mot den bakgrunden höjde Riksbanken reporäntan till $-0,25$ procent i december 2018 (se diagram 1:5). Nettoköpen av statsobligationer avslutades i december 2017 och sedan dess upprätthåller Riksbanken nivån på innehavet av statsobligationer. Under inledningen av 2019 såg inflationsutsikterna gradvis svagare ut. Prognosen för reporäntan reviderades därför ner i april och indikerade att räntehöjningarna kommer att ske i en något långsammare takt.

Fortsatt goda konjunktur- och inflationsutsikter

Utvecklingen i omvärlden följer i stort Riksbankens prognos från april. BNP-tillväxten blev högre än väntat första kvartalet bland flera av Sveriges viktigaste handelspartners. Men samtidigt pekar många indikatorer på att omvärldskonjunkturen har gått in i en fas med lägre tillväxttakter. Till följd av bland annat ökade risker för en mer omfattande global handelskonflikt väntas tillväxten i omvärlden bli något lägre jämfört med föregående prognos. De finansiella marknaderna har präglats av ökad oro för den globala konjunkturen, och marknadens förväntningar på framtida styrräntor har justerats ner betydligt. Även Riksbankens prognos för omvärldens styrräntor har i viss utsträckning reviderats ner.

Aktiviteten i svensk ekonomi har varit fortsatt hög sedan den penningpolitiska rapporten i april, väl illustrerat av att BNP-tillväxten blev oväntat stark det första kvartalet. Men utvecklingen i inhemsk efterfrågan uppvisar samtidigt en del svaghetstecken. Indikatorerna tyder sammantaget på att BNP-tillväxten de kommande kvartalen dämpas, och prognosen är något nedreviderad. Resursutnyttjandet förblir högre än normalt, men sjunker gradvis under prognosperioden. Bedömningen av resursutnyttjandet är i stort sett densamma som i april.

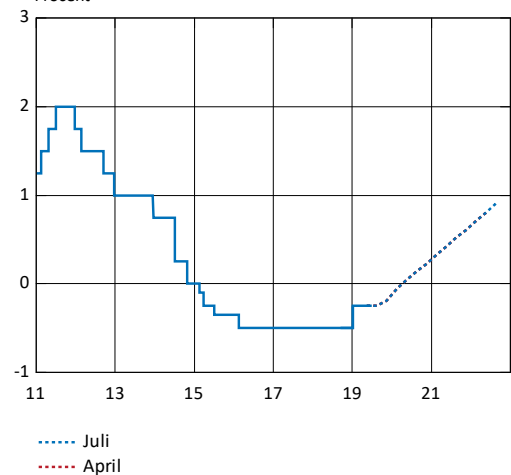
Diagram 1:4. KPIF och bidrag från energipriser
Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:5. Reporänta
Procent



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

Inflationen har varit nära 2 procent sedan början av 2017. I linje med Riksbankens prognos uppgick KPIF-inflationen till 2,1 procent i maj, och rensat för energipriser till 1,7 procent. Kronan är något svagare än prognosen i april och väntas förbli svagare under hela prognosperioden. Det höga resursutnyttjandet i kombination med att kronan utvecklats svagt bidrar till att KPIF-inflationen rensat för energipriser stiger till cirka 2 procent i början av nästa år. Prognosen för KPIF-inflationen exklusive energi är marginellt uppreviderad 2020, vilket främst hänger samman med den svagare kronan. Lägre energipriser än väntat motverkar effekterna av den svagare växelkursen och prognosen för KPIF-inflationen är något nedreviderad det närmaste året (se diagram 1:6). Totalt sett är prognosrevideringarna för inflationen både inklusive och exklusive energi dock små.

Inflationen vid målet med en fortsatt expansiv penningpolitik

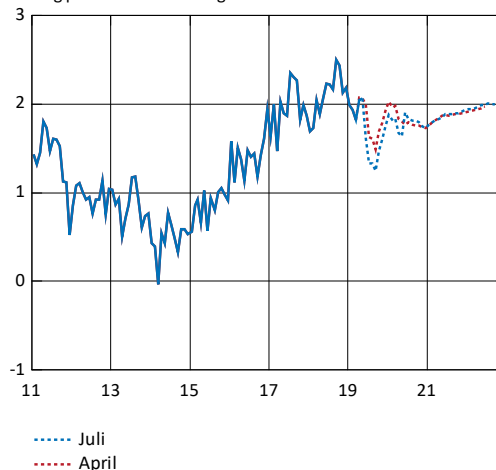
En tilltagande oro för ytterligare försämrade handelsrelationer, svagare tillväxtutsikter och lägre inflationsförväntningar har fått marknadsaktörer att förvänta sig lägre styrräntor i både euroområdet och USA. Den Europeiska centralbanken (ECB) och Federal Reserve har också kommunicerat att penningpolitiken kan komma att göras mer expansiv. Lägre styrräntor i omvärlden och oron för en svagare global utveckling skulle kunna tala för att gå försiktigare fram med räntehöjningar också i Sverige. Men även om den tilltagande oron har påverkat prissättningen på finansiella marknader, där räntorna överlag har fortsatt att sjunka, så är tillväxten i omvärlden fortsatt god och förtroendet hos både hushåll och företag indikerar normal tillväxt den närmaste tiden. Givet den information som nu finns tillgänglig bedömer Riksbanken att det inte finns anledning att göra några större justeringar i prognoserna för omvärldens inflation och tillväxt.

Bilden kvarstår också av att resursutnyttjandet i svensk ekonomi är högre än normalt. Utfallen för BNP de senaste kvartalen har om något varit överraskande starka. Kronan har dessutom utvecklats något svagare än väntat, vilket normalt leder till högre inflation och efterfrågan.

De senaste åren har måluppfyllelsen varit god med en inflation nära inflationsmålet och inflationsförväntningar nära 2 procent (se diagram 1:7). Konjunktur- och inflationsutsikterna är fortsatt goda och den nya informationen har sammantaget inte ändrat bedömningen av förutsättningarna för en inflation fortsatt nära 2 procent. Direktionen har därför beslutat att lämna reporäntan oförändrad på -0,25 procent. Även prognosen för reporäntan är oförändrad och indikerar att räntan höjs igen mot slutet av året eller i början av nästa år (se diagram 1:5). Det innebär att inflationen får fortsatt stöd från penningpolitiken för att kunna vara kvar nära 2 procent. Den reala reporäntan väntas vara negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:8).

Diagram 1:6. KPIF

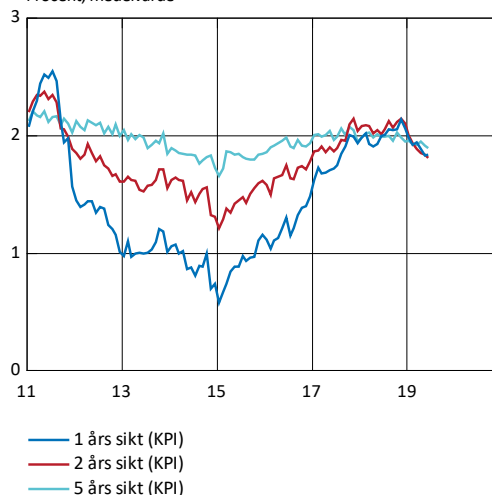
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:7. Inflationsförväntningar bland penningmarknadens aktörer

Procent, medelvärde



Källa: Kantar Sifo Prospera

Men riskerna kring omvärldsutvecklingen kan ha bäring på konjunktur- och inflationsutsikterna även för Sverige. Nedgången i omvärldens obligationsräntor kan tyda på att det globala ränteläget framöver kommer att vara lågt under en ännu längre tid. Låga räntor i omvärlden och osäkerhet om den globala utvecklingen understryker vikten av att gå försiktigt fram med penningpolitiken. Om förutsättningarna för inflationen skulle ändras kommer penningpolitiken att anpassas.

Köpen av statsobligationer fortsätter

Reporäntan är det primära verktyget för penningpolitiken. Men som en kompletterande penningpolitisk åtgärd har Riksbanken sedan 2015 också köpt en stor mängd nominella och reala svenska statsobligationer. Innehavet uppgick i slutet av juni till 319 miljarder kronor i nominellt belopp. För att bibehålla en lämplig nivå på innehavet och Riksbankens närvaro i marknaden beslutade direktionen i april att Riksbanken från juli 2019 till december 2020 ska köpa statsobligationer till ett nominellt belopp om sammanlagt 45 miljarder kronor (se diagram 1:9). Beslutet innebär att Riksbanken upprätthåller innehavet nära den genomsnittliga nivån sedan början av 2018, efter att nettoköpen avslutades (se diagram 1:10). Att Riksbanken fortsätter att köpa statsobligationer för att upprätthålla nivån på innehavet är i linje med den tidigare kommunicerade strategin för en gradvis normalisering av penningpolitiken.²

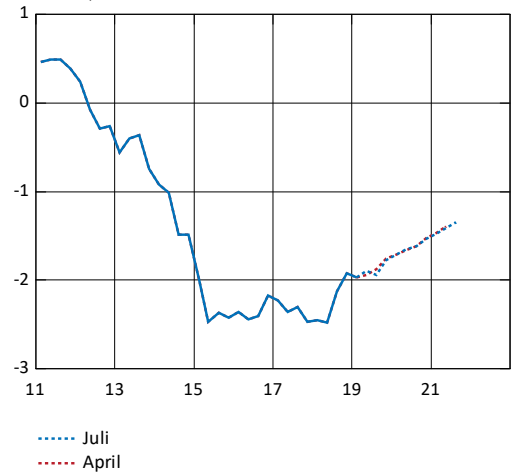
Direktionen kommer i god tid att avgöra om det är lämpligt att fortsätta köpa statsobligationer efter december 2020. På lång sikt väntas innehavet vara mindre än idag, men exakt hur stort det kommer att vara beror på flera faktorer som är svåra att bedöma idag. Riksbanken avser att anpassa detaljerna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

Osäkerhet och risker

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

Diagram 1:8. Real reporänta

Procent, kvartalsmedelvärden

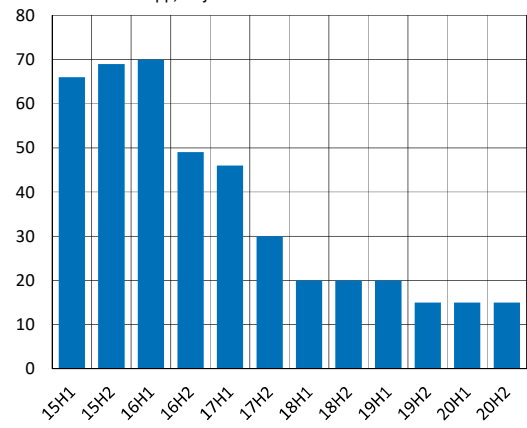


Anm. Den reala reporäntan är Riksbankens förväntade realränta, beräknad som ett medelvärde av Riksbankens reporänteprognos för det kommande året minus inflationsprognosen (KPIF) för motsvarande period. Utfall baseras på vid tidpunkten aktuella prognoser.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:9. Riksbankens köp av statsobligationer

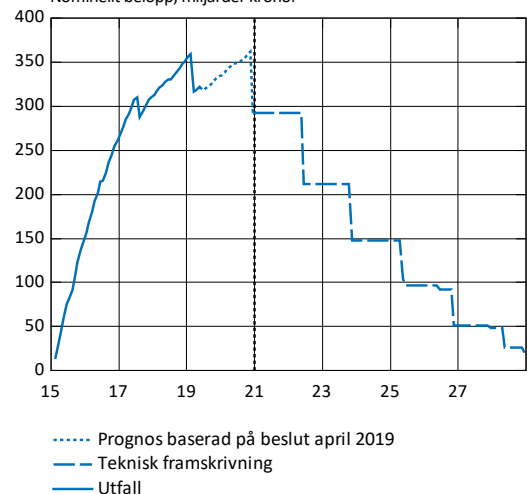
Nominellt belopp, miljarder kronor



Källa: Riksbanken

Diagram 1:10. Riksbankens innehav av statsobligationer

Nominellt belopp, miljarder kronor



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

Källa: Riksbanken

² Se fördjupningen "Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport december 2017.

Osäkerhet kring konjunktur- och inflationsutvecklingen i omvärlden

I och med att Sverige är en liten, öppen och handelsberoende ekonomi har utvecklingen i omvärlden stor betydelse.

Osäkerheten kring den globala konjunkturutvecklingen fortsätter att vara stor. Marknadsbaserade mått på inflations- och styrränteförväntningar i euroområdet och USA har skiftat ner påtagligt, vilket återspeglar dämpade förväntningar på konjunktur- och inflationsutvecklingen. Flera centralbanker, bland andra ECB och Federal Reserve, har signalerat en något mer expansiv penningpolitik men inte i samma grad som marknadsprissättningen indikerar.

Trots att tillväxten blev högre än väntat bland flera av Sveriges viktigaste handelspartners i första kvartalet har förtroendeindikatorer i både euroområdet och USA sjunkit sedan början av året (se diagram 3:11). Det finns en risk för att nedgången avspeglar en mer bestående svaghet och att den globala konjunkturen dämpas mer än i Riksbankens prognos. En kraftigare konjunkturavmattning skulle också göra att omvärldsinflationen blir lägre.

Oron för utökade handelskonflikter och lägre global tillväxt har tilltagit. I maj höjde USA:s regering tullar på kinesiska varor och som svar ökade Kina omfattningen av tullar på amerikanska varor. Detta har sedan följts av hot om ännu mer omfattande handelshinder och tullar i båda länderna, se marginalrutan "Upptrappad handelskonflikt mellan USA och Kina" i kapitel 4. Det finns en risk för att de negativa effekterna av nya handelshinder blir mer påtagliga framöver än i Riksbankens prognos. En fortsatt upptrappning av handelskonflikter kan omfatta fler länder, skapa mer osäkerhet och därmed få större återverkningar på omvärldstillväxten.

Formerna för Storbritanniens utträde ur EU fortsätter att skapa ovisshet om den ekonomiska utvecklingen i Storbritannien, och till viss del i övriga Europa. Theresa May har meddelat att hon kommer att lämna posten som premiärminister och det är i nuläget inte beslutat vem som efterträder henne. Detta spär på osäkerheten kring inriktningen på det fortsatta arbetet med Storbritanniens utträde ur EU.

Utvecklingen i Italien utgör också en risk för konjunkturen i Europa. Betydande utmaningar kvarstår för de offentliga finanserna, banksektorn och den italienska ekonomins omfattande strukturproblem. Samtidigt pågår det diskussioner om huruvida Italien bryter mot EU:s stabilitets- och tillväxtpakt, vilket ökar spänningarna mellan EU och Italien.

Geopolitiska spänningar, främst mellan USA och Iran, bidrar också till ökad osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen framöver, bland annat genom effekter på oljepriset.

Reporäntan på lång sikt

Reporäntan har under lång tid varit på nivåer som är mycket låga ur ett historiskt perspektiv. Detsamma gäller styrräntorna i många andra länder. De låga räntorna beror på både strukturella och konjunkturella faktorer. Under åren före den globala finansiella krisen ökade sparandet i många länder samtidigt som investeringsviljan minskade. Detta bidrog till att globala realräntor sjönk trendmässigt.³ Därtill har den finansiella krisen och statskuldkrisen i euroområdet inneburit låga räntor i många länder. De senaste åren har inflationen stigit och konjunkturen stärkts, och i flera länder har räntor därför börjat stiga. Men strukturella faktorer kommer sannolikt göra att ränteläget på längre sikt kommer att vara lägre än det har varit historiskt.

Under de närmaste tre åren väntas reporäntan stiga från dagens nivå på -0,25 procent till 0,9 procent, vilket fortfarande är en låg nivå. Riksbanken bedömde i början av 2017 att reporäntan på lång sikt, i ett läge som är konjunkturrellt normalt, kommer att ligga mellan 2,5 och 4 procent.⁴ Men det finns en betydande osäkerhet kring denna bedömning. Under de senaste åren har flera centralbanker reviderat ned sina bedömningar av den långsiktiga nivån på styrräntan, och dessa bedömningar ligger nu i den nedre delen av Riksbankens intervall.⁵ Detta kan tala för att den långsiktiga nivån även i Sverige ligger i den nedre delen av intervallet.

Inflationen i Sverige är för närvarande nära målet på 2 procent, och resursutnyttjandet är högre än sin normala nivå. För att inflationen ska förbli nära 2 procent och resursutnyttjandet nära sin normala nivå under de kommande åren bedömer Riksbanken att reporäntan behöver ligga kvar på den nuvarande nivån ytterligare en tid för att sedan stiga långsamt. Reporäntan kommer därför sannolikt att vara lägre än sin långsiktiga nivå under en ganska lång period framöver.

³ Se t.ex. Rachel, L. och Smith, T. (2017), "Are low real interest rates here to stay?", *International Journal of Central Banking* Vol. 13, Nr. 3, September 2017.

⁴ Se "Reporäntan på lång sikt", fördjupning i Penningpolitisk rapport februari 2017.

⁵ Se t.ex. Bank of Canada, *Monetary Policy Report* April 2019, och Board of Governors of the Federal Reserve System, "FOMC projection materials", 19 juni 2019.

Bostadsmarknaden medför risker för tillväxten i Sverige

I Sverige innebär utvecklingen på bostadsmarknaden fortsatt en betydande risk. Efter att ha fallit under hösten 2017 har bostadspriserna återhämtat sig något det senaste året (se diagram 1:11). Enligt Riksbankens prognos kommer priserna att fortsätta att stiga svagt, och fallet i bostadsinvesteringarna bedöms upphöra de kommande åren. Men den framtida utvecklingen av bostadspriserna är mycket osäker. Det kan inte uteslutas att prisutvecklingen på bostadsmarknaden blir svagare än i Riksbankens prognos. Detta skulle kunna medföra att inte bara bostadsinvesteringarna utan även hushållens konsumtion utvecklas svagare än förväntat.

Osäkerhet kring den svenska inflationsprognosen

De risker som påverkar de svenska tillväxtutsikterna kan även leda till att inflationen blir annorlunda än i Riksbankens prognos.

Ytterligare en källa till osäkerhet kring inflationen är utvecklingen av kronans växelkurs. Kronan kan bli både starkare och svagare än i Riksbankens prognos. Svårigheterna att uppskatta växelkursens genomslag på inflationen är också av betydelse i sammanhanget. Hur kronan påverkar konsumentpriserna bestäms av en mängd faktorer, vilket gör sambandet mellan växelkursen och inflationen komplicerat.⁶

En annan osäkerhetsfaktor rör utvecklingen av det inhemska kostnadstrycket. Trots en stark ekonomisk utveckling under senare år har löneökningarna i Sverige förblivit låga.⁷ Detta hänger till viss del samman med att produktiviteten utvecklats svagt, vilket har gjort att arbetskostnaderna per producerad enhet ändå har ökat i en historiskt sett ganska snabb takt de senaste åren.⁸ Men produktiviteten varierar mycket och är svår att prognostisera. Osäkerheten kring såväl lönerna som produktiviteten bidrar till att göra det svårt att bedöma det framtida inhemska kostnadstrycket.

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

Riskerna förknippade med hushållens skuldsättning måste hanteras

Hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna bedöms fortsätta att öka något de kommande åren (se diagram 1:12). De högt skuldsatta hushållen är känsliga för flera typer av ändrade ekonomiska förutsättningar, exempelvis stigande räntor, sjunkande bostadspriser och högre arbetslöshet. Finansinspektionens amorteringskrav, som syftar till att begränsa antalet hushåll med höga skulder i förhållande till

Sidoeffekter av penningpolitiken

Riksbanken analyserar kontinuerligt effekterna på ekonomin av den negativa reporäntan och köpen av statsobligationer.

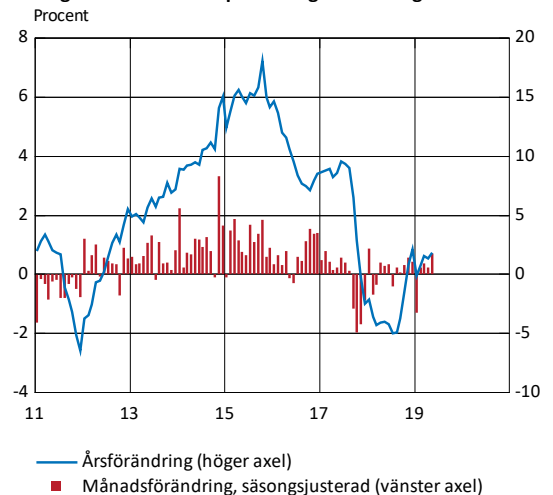
Låga räntor kan skapa incitament till ett för stort risktagande i ekonomin. Tillgångar kan bli övervärderade, risker felaktigt prissatta och olika aktörers skuldsättning kan öka på ett ohållbart sätt. Under en lång tid har uppgången i de svenska hushållens skuldsättning oroat. Uppgången beror bland annat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

De finansiella marknadernas funktionssätt kan påverkas av negativ reporänta och statsobligationsköp. Hittills har marknaderna kunnat hantera negativ ränta relativt friktionsfritt. Riksbankens köp av statsobligationer har inneburit att en stor andel av stocken inte finns tillgänglig för handel på marknaden. Enligt Finansmarknadsenkäten som Riksbanken publicerade i juni anser drygt hälften av de svarande att likviditeten på statsobligationsmarknaden är dålig eller mycket dålig. Däremot anses andra marknader där aktörerna kan hantera ränterisk fungera bra. Enligt den enkätundersökning som Riksgälden publicerade i februari anser respondenterna att likviditeten i marknaden för nominella statsobligationer har förbättrats något under det senaste året.

De negativa räntorna har inte lett till ökad efterfrågan på kontanter. Värdet av utestående sedlar och mynt är avsevärt lägre nu än när reporäntan först blev negativ. Det är fortfarande bara en mindre del av inlåningen som sker till negativa räntor och då endast från vissa större företag och delar av offentlig sektor. De svenska bankernas vinster har de senaste åren varit höga och stabila och även om det finns skillnader mellan bankerna så är lönsamheten sammanlagt god. Bankernas resultat och utlåningskapacitet har inte påverkats nämnvärt av låga och negativa räntor.

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

Diagram 1:11. Bostadspriser enligt HOX Sverige



Källor: Valueguard och Riksbanken

⁶ Se fördjupningen "Kronans betydelse för inflationen" i Redogörelse för penningpolitiken 2018.

⁷ Se fördjupningen "Phillipskurvan och penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport juli 2018.

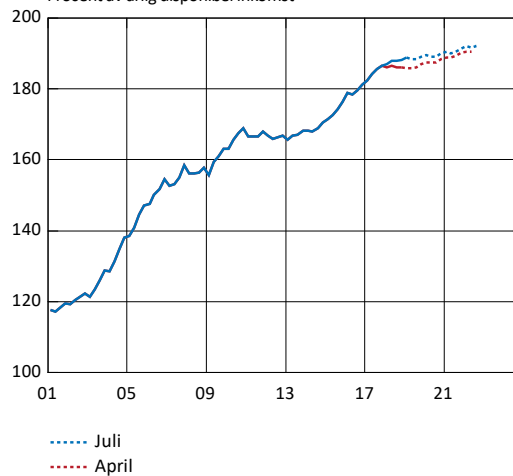
⁸ Se även fördjupningen "Utvecklingen av svenska arbetskostnader i ett internationellt perspektiv" i Penningpolitisk rapport februari 2019.

bostadens värde och inkomsten, är ett exempel på åtgärder för att minska riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. En utvärdering som Finansinspektionen gjort landar i bedömningen att kraven i stort sett har haft avsedd effekt.⁹

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

Diagram 1:12. Hushållens skulder

Procent av årlig disponibel inkomst



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

Källor: SCB och Riksbanken

⁹ Se Finansinspektionen, "Finansinspektionens arbete med makrotillsyn", 2019.

FÖRDJUPNING – Riksbankens räntestyrningssystem behöver anpassas till nya förutsättningar

Riksbankens beslut om styrräntan omsätts i praktiken genom Riksbankens räntestyrningssystem. Med hjälp av räntestyrningssystemet ser Riksbanken till att de allra kortaste marknadsräntorna stabiliseras nära styrräntan. Utvecklingen i Riksbankens omgivning innebär att räntestyrningssystemet behöver anpassas. De viktigaste drivande förändringarna i omgivningen är ett ökande antal penningpolitiska motparter, nya kategorier aktörer som vill bli motparter till Riksbanken, samt utvecklingen på betalningsområdet som innebär att man ska kunna genomföra transaktioner dygnet runt, sju dagar i veckan. Riksbanken överväger därför att ändra räntestyrningssystemet för att även fortsättningsvis kunna påverka marknadsräntor på ett effektivt sätt. Räntestyrningssystemet behöver bli enklare och mer automatiserat för att fortsätta att vara robust. De huvudsakliga förändringarna som Riksbanken överväger är att upphöra med de dagliga finjusterande transaktionerna och att minska skillnaden i räntorna på de stående ut- och inlåningsfaciliteterna. På så sätt kan Riksbanken se till att dagslåneräntan framöver kommer att hamna nära styrräntan även utan dagliga operationer. Veckovisa marknadsoperationer till styrräntan kommer att finnas kvar. De föreslagna anpassningarna av Riksbankens räntestyrningssystem är av teknisk natur och är inte avsedda att ha några penningpolitiska effekter. Riksbanken kommer att besluta om utformningen av det nya räntestyrningssystemet efter att ha genomfört ett remissförfarande under perioden 3 juli till och med 30 september för att inhämta synpunkter från berörda intressenter. Därefter kan förändringarna av räntestyrningssystemet påbörjas i oktober 2019.

Riksbanken styr dagslåneräntan

Riksbanken påverkar räntorna i ekonomin för att uppnå inflationsmålet. Riksbankens huvudsakliga verktyg för att genomföra penningpolitiken är styrräntan. Direktionen fattar beslut om Riksbankens styrränta – den så kallade reporäntan – vid de penningpolitiska mötena. I praktiken omsätts dessa beslut därefter med hjälp av Riksbankens räntestyrningssystem som anger vilka aktörer som har möjlighet att få låna eller placera pengar hos Riksbanken, och till vilken ränta.

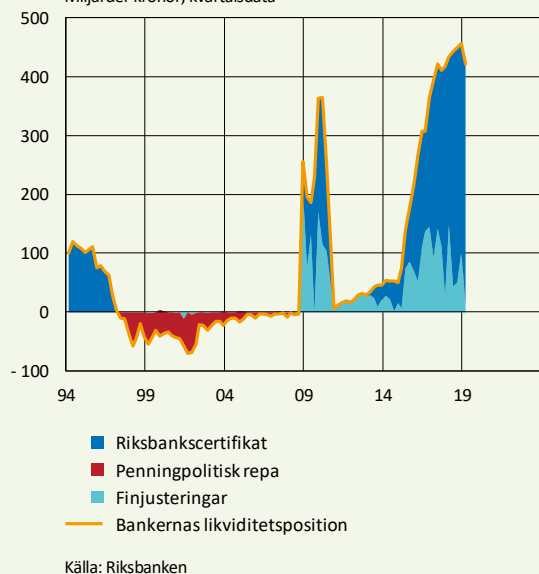
Reporäntan är ett viktigt riktmärke för de räntor som gäller vid bankernas in- och utlåning i Riksbanken. De eventuella under- eller överskott som bankerna har på sina konton i Riksbankens betalningssystem RIX vid slutet av dagen hanteras automatiskt som ut- och inlåning över natten till reporäntan plus/minus 0,75 procentenheter. Eftersom ett alternativ till ut- och inlåning hos Riksbanken är att bankerna lånar pengar av varandra kommer Riksbankens ut- och inlåningsräntor ge bankerna starka incitament att komma överens om en ränta som ligger inom Riksbankens korridor på plus/minus 0,75 procentenheter runt reporäntan vid lån över natten mellan varandra. I förlängningen påverkas även de räntor som bankernas kunder, det vill säga företag och hushåll, möter.

Dagliga marknadsoperationer i dagsläget

För att stabilisera dagslåneräntan kring Riksbankens reporänta erbjuder Riksbanken sig att låna in banksystemets dagliga placeringsbehov efter bankerna har utjämnat sina under- och överskott sinsemellan. Det görs till reporäntan minus 0,10 procentenheter, den så kallade finjusteringsräntan vid inlåning. Om banksystemet har ett lånebehov vid slutet av dagen kan Riksbanken i stället låna ut motsvarande belopp till reporäntan plus 0,10 procentenheter (finjusteringsräntan vid utlåning). Finjusteringarna bidrar till att dagslåneräntan för det mesta ligger nära Riksbankens reporänta.

Banksystemets dagliga placerings- eller lånebehov efter att bankerna har utjämnat sina dagliga under- och överskott sinsemellan utgör banksystemets likviditetsposition gentemot Riksbanken. Över tid har banksystemet haft såväl betydande över- som underskott mot Riksbanken (se diagram 1:13). Trots det har Riksbankens räntestyrningssystem lyckats stabilisera dagslåneräntan väl. Det är en egenskap som även ett nytt räntestyrningssystem ska ha.

Diagram 1:13. Bankernas likviditetsposition mot Riksbanken
Miljarder kronor, kvartalsdata



Förändrade förutsättningar

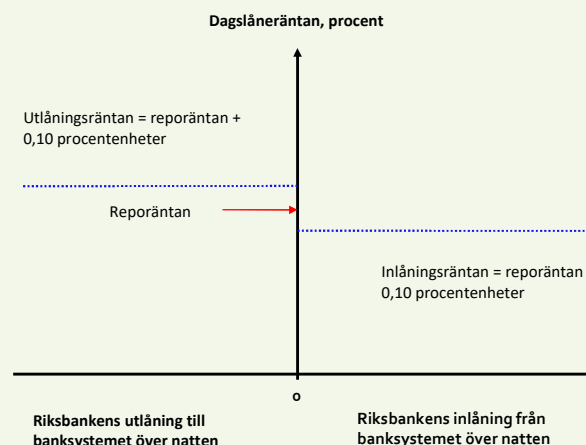
I närtid är det främst utvecklingen på betalningsområdet som motiverar att räntestyrningssystemet behöver anpassas. På betalningsområdet sker det snabba förändringar sedan några år tillbaka. Det sker en utveckling mot att betalningar ska kunna göras dygnet runt sju dagar i veckan. Under 2021 avser Riksbanken att tillhandahålla en ny tjänst som ger bankerna möjlighet att genomföra betalningar i riksbankspengar i Riksbankens system året runt på årets alla dagar.¹⁰ För att underlätta avveckling av omedelbara betalningar dygnet runt i riksbankspengar avser Riksbanken upphöra med att göra dagliga marknadsoperationer i form av finjusteringar.

En annan förestående förändring är att RIX kommer att stänga en timme senare än i dag från och med den 14 oktober 2019. Det skulle medföra att även de finjusterande transaktionerna skulle behöva göras en timme senare än i dag. Eftersom finjusteringarna innehåller flera manuella moment skulle det betyda att både Riksbanken och bankerna skulle behöva öka de resurser som krävs för att hantera finjusteringarna. Antalet penningpolitiska motparter har ökat och förväntas fortsätta att öka. Det innebär att fler motparter kan bli involverade i den manuella hantering som finjusteringar innebär. Av det följer att de operationella riskerna skulle öka.

Räntestyrningssystemet behöver anpassas

Riksbanken har kommit till slutsatsen att räntestyrningssystemet behöver anpassas så att manuella rutiner som de finjusterande transaktionerna i större utsträckning ersätts

av automatiserade rutiner. Detta skulle göra systemet mer robust mot förändringar. Riksbanken överväger därför att upphöra med de dagliga finjusterande transaktionerna som en anpassning till de ändrade förutsättningarna på betalningsområdet. Samtidigt kommer i så fall ut- och inlåningsräntorna att ändras från dagens reporänta plus/minus 0,75 procentenheter till reporäntan plus/minus 0,10 procentenheter (se figur nedan).



Skillnaden mellan Riksbankens ut- och inlåningsräntor kommer alltså att bli betydligt mindre än i dag. Det medför att dagslåneräntan kommer bli mindre känslig för hur likviditeten i banksystemet är fördelad mellan bankerna vid slutet av dagen. Om det uppstår en obalans och en bank placerar medan en annan bank lånar i stående faciliteterna kommer de att placera/låna till räntor som ligger nära styrräntan. En snäv korridor väntas även främja aktiviteten på interbankmarknaden. En bank bör bli mer villig att låna ut pengar från en dag till en annan om den vid ett eventuellt underskott vid slutet av dagen vet att den kan låna från Riksbanken till en ränta 0,10 procentenheter över styrräntan. På så sätt kan Riksbanken se till att dagslåneräntan även framöver kommer att hamna nära reporäntan.

Ut- och inlåningen vid slutet av dagen kommer i detta system att ske helt automatiskt utan inslag av den manuella hantering som är förknippad med finjusteringarna. Bankerna behöver inte längre ringa in till Riksbanken och placera eller låna pengar i de finjusterande transaktionerna. De saldon som eventuellt står kvar på bankernas RIX-konton efter att de har lånat in eller ut mellan varandra hamnar automatiskt i Riksbankens ut- eller inlåningsfacilitet. I och med att den manuella hanteringen

¹⁰ Se "Riksbanken planerar för sekundschnabba betalningar dygnet runt", Nyhet på www.riksbank.se publicerad 2019-06-11.

upphör minskar de operationella riskerna för såväl Riksbanken som de penningpolitiska motparterna och penningpolitiken kan genomföras mer effektivt.

De föreslagna anpassningarna av Riksbankens räntestyrningssystem är inte avsedda att ha några penningpolitiska effekter. I praktiken anpassas räntestyrningssystemet till vad Riksbanken redan gör. Till följd av Riksbankens omfattande köp av svenska statspapper har banksystemet haft och kommer ha ett stort likviditetsöverskott under en överskådlig tid framöver. De penningpolitiska motparterna placerar detta likviditetöverskott antingen i riksbankscertifikat med en veckas löptid till reporäntan eller som inlåning över natten till en ränta 0,10 procentenheter under Riksbankens reporänta.

Transaktionsbaserade dagslåneräntor ger möjlighet till utvärdering och uppföljning

Riksbanken behöver ha tillgång till transaktionsbaserade dagslåneräntor för att kunna utvärdera att penningpolitiken genomförs effektivt – det vill säga att Riksbanken kan stabilisera dagslåneräntan nära styrräntan. Riksbanken har därför i de nya Villkor för RIX och penningpolitiska instrument som började gälla från och med 1 april i år infört rapporteringskrav på de penningpolitiska motparterna. Rapporteringen innebär att Riksbanken kommer kunna beräkna transaktionsbaserade dagslåneräntor för de allra kortaste löptiderna i svenska kronor på daglig basis.

Remiss om Riksbankens nya räntestyrningssystem

Riksbanken kommer att besluta om den slutliga utformningen av det anpassade räntestyrningssystemet samt vägen dit efter att ha genomfört ett remissförfarande för att informera om de föreslagna förändringarna och inhämta synpunkter från RIX-deltagare, penningpolitiska motparter och andra berörda intressenter. Remissförfarandet genomförs under perioden 3 juli till och med 30 september 2019 och tar upp flera frågor, bland annat om hur räntebildningen och bankernas likviditetshantering kommer att påverkas. Även frågor om vilka värdepapper som kan användas som säkerheter vid kredit och riksbankscertifikatens roll tas upp.

Förändringen av styrsystemet föreslås ske i två steg. I steg ett, som föreslås genomföras i början av oktober, överväger Riksbanken bland annat att:

- upphöra med de dagliga manuella finjusterande transaktionerna
- sätta inlåningsräntan på stående inlåningsfaciliteten lika med styrräntan minus 0,10 procentenheter
- låta utlåningsräntan ligga kvar på, eller nära, styrräntan plus 0,75 procentenheter

I och med att den dagliga manuella hanteringen upphör automatiseras styrsystemet. Räntekorridoren blir samtidigt smalare än idag vilket innebär att dagslåneräntan fortsatt bör hamna nära styrräntan.

I det andra steget sätts utlåningsräntan på den stående utlåningsfaciliteten till styrräntan plus 0,10 procentenheter samtidigt som vissa ändringar av krav på säkerheter för utlåning övervägs. Detta föreslås ske inom två år efter att styrsystemet automatiserats.

I september kommer Riksbanken även att genomföra ett remissförfarande som behandlar Riksbankens eventuella administratörsansvar av en referensränta för den allra kortaste löptiden i svenska kronor. Riksbankens arbete med att ta fram transaktionsbaserade dagslåneräntor ger Riksbanken många av de förutsättningar som krävs för att administrera och publicera en referensränta.

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Sedan det penningpolitiska mötet i april har handelskonflikten mellan USA och Kina trappats upp, vilket har bidragit till att öka oron kring utsikterna för den globala makroekonomin. Detta har präglat de finansiella marknaderna där investerare överlag har blivit mindre villiga att hålla riskfyllda tillgångar. Som ett resultat har aktiepriser fallit i en del länder, statsobligationsräntor har sjunkit, och skillnaden mellan räntor på riskfyllda och säkra tillgångar har ökat något. Mot bakgrund av den ökade oron samt att både inflation och inflationsförväntningar har utvecklats svagare än väntat har flera centralbanker kommunicerat att en mer expansiv penningpolitik kan bli aktuell framöver. Jämfört med april har marknadsförväntningarna på framtida styrräntor sjunkit rejält, framför allt i USA.

Riksbankens penningpolitiska besked i april uppfattades som mer expansivt än väntat på de finansiella marknaderna. Kronan försvagades under de efterföljande dagarna men har sedan dess stärkts. Även om aktiepriser har fallit något i linje med utvecklingen i omvärlden bedöms de finansiella förhållandena i Sverige vara fortsatt expansiva och ge stöd till den ekonomiska utvecklingen.

Utvecklingen internationellt

Global osäkerhet fortsätter att prägla de finansiella marknaderna

Osäkerheten kring den globala makroekonomiska utvecklingen fortsätter att prägla de finansiella marknaderna. I början av året reviderade flera centralbanker ned sina tillväxt- och inflationsprognoser och kommunicerade en mer expansiv penningpolitik. Detta bidrog under årets första fyra månader till stigande aktiepriser, sjunkande räntor på statsobligationer och krympande skillnader mellan räntor på riskfyllda och säkra tillgångar. Sedan dess har handelskonflikten mellan USA och Kina trappats upp och ytterligare utspel har omfattat även handelsrelationerna mellan USA och Mexiko. Följden blev lägre aktiepriser och större ränteskillnader mellan riskfyllda och säkra tillgångar. Samtidigt ledde det till fortsatta fall i statsobligationsräntor och till att marknaden justerade ned sina förväntningar om framtida styrräntor ytterligare (se diagram 2:1).

Den ökade oron för makroekonomin och den svagare utvecklingen av inflation och inflationsförväntningar har medfört att flera centralbanker har kommunicerat att en mer expansiv penningpolitik kan bli aktuell framöver (se diagram

Tabell 2:1.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i april
Marknadsaktörernas förväntningar på nivån på framtida styrräntor har sjunkit i både Sverige och omvärlden.
Statsobligationsräntor har sjunkit i både Sverige och omvärlden.
Kronans växelkurs är något svagare än prognosen i april.
Aktieindex har ökat något i USA men sjunkit i flera andra länder, däribland Sverige.
Utlåningsräntor till hushåll och företag är oförändrade.
Tillväxten i bankernas utlåning till hushållen har dämpats något, medan utlåningen till icke-finansiella företag fortsätter att växa i ungefär samma takt som de senaste åren.

Transmissionsmekanismen – från reporäntan till räntor för hushåll och företag

Reporäntan har en direkt effekt på de korta interbank- och 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.



2:2). Detta har bidragit till en viss återhämtning i aktiepriser och ytterligare förstärkt nedgången i statsobligationsräntor.

Centralbankerna signalerar mer expansiv penningpolitik

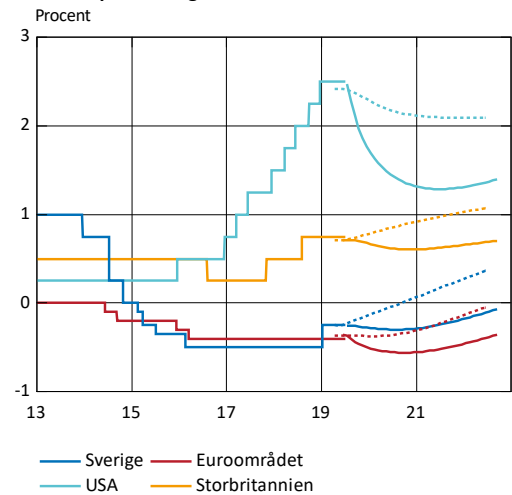
I samband med det penningpolitiska mötet i juni lämnade den Europeiska centralbanken (ECB) styrräntorna oförändrade och kommunicerade att dessa kommer att ligga kvar på de nuvarande nivåerna åtminstone fram till mitten av 2020. Tidigare hade ECB signalerat att man såg styrräntorna ligga kvar på de nuvarande nivåerna åtminstone fram till slutet av 2019. ECB presenterade även ytterligare detaljer kring de nya långfristiga lånen till banker, de så kallade Targeted longer-term refinancing operations (TLTRO-III). Villkoren för dessa lån var något mindre gynnsamma än vad marknadsaktörer hade väntat sig. Prognoserna för tillväxt och inflation lämnades i stort sett oförändrade, men ECB underströk att det finns risker på nedsidan som, om de inträffar, kan medföra en än mer expansiv penningpolitik i framtiden. Efter det penningpolitiska mötet har ECB:s ordförande Mario Draghi indikerat att penningpolitiken kan komma att bli ännu mer expansiv om inte utvecklingen för inflationen och inflationsförväntningarna förbättras. Prissättningen indikerar att marknadsaktörers styrränteförväntningar har reviderats ned sedan april. Enligt marknadsprissättningen är det nu mest sannolikt att ECB:s nästa styrränteförändring kommer att bli en sänkning (se diagram 2:1).

Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, lämnade styrräntan oförändrad vid det penningpolitiska mötet i mitten av juni. Inflationen är fortsatt något under målet på 2 procent och prognosen för inflationen justerades ned en aning. Samtidigt har marknadsbaserade mått på inflationsförväntningar sjunkit. Prognosen för tillväxten lämnades i stort sett oförändrad, men man kommunicerade att osäkerheten kring prognoserna var högre än vid det tidigare mötet i mars. Till följd av den högre osäkerheten och det något dämpade inflationstrycket signalerade centralbanken att det kan krävas en mer expansiv penningpolitik senare i år. Medianprognosen för styrräntan bland ledamöterna i den penningpolitiska kommittén indikerar fortsatt en oförändrad styrränta under 2019, även om flera ledamöter bedömer att det troligtvis kommer att bli lämpligt att sänka styrräntan. Prissättningen indikerar att marknadens aktörer förväntar sig åtminstone två sänkningar av styrräntan redan i år (se diagram 2:1).

I Storbritannien meddelade centralbanken vid det penningpolitiska mötet i juni att inriktningen för penningpolitiken i hög grad kommer att påverkas av EU-utträdet och vad det får för konsekvenser för brittisk ekonomi. Förväntningarna på styrräntan enligt marknadsprissättningen har fallit sedan den penningpolitiska rapporten i april och indikerar nu att det är mest sannolikt att styrräntan förblir oförändrad de närmaste två åren (se diagram 2:1).

Den norska centralbanken, Norges Bank, höjde styrräntan från 1 procent till 1,25 procent vid det penningpolitiska mötet

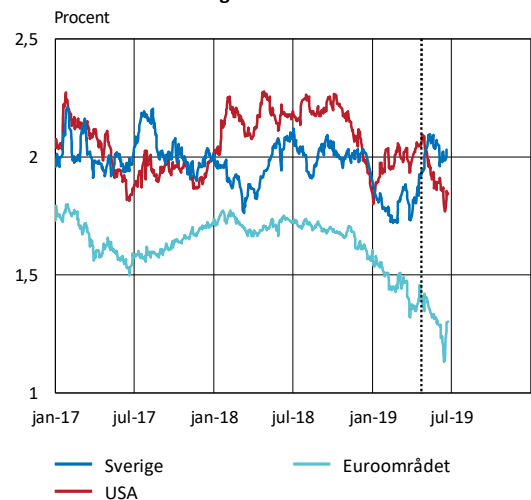
Diagram 2:1. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta. Heltäckande linjer avser 2019-06-28, streckade linjer avser 2019-04-18.

Källor: Nationella centralbanker, Macrobond och Riksbanken

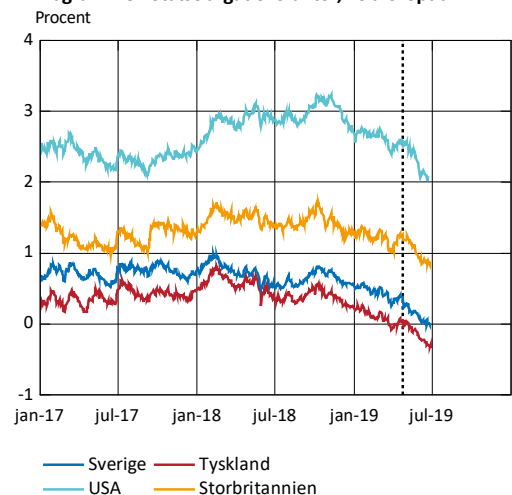
Diagram 2:2. Marknadsbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar



Anm. Inflationsförväntningarna avser en 5-årig period med start om 5 år. Måtten för USA och Sverige är beräknade utifrån obligationspriser medan måttet för euroområdet är beräknat utifrån swap-priser. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i april.

Källor: Bloomberg, Macrobond och Riksbanken

Diagram 2:3. 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 april.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

i juni. Beslutet fattades mot bakgrund av en fortsatt stark ekonomisk tillväxt och en underliggande inflation som ligger något över målet på 2 procent.

Lägre statsobligationsräntor speglar oro för konjunkturavmattning

Statsobligationsräntorna i omvärlden har fallit i det närmaste kontinuerligt sedan förra hösten (se diagram 2:3). Nedgången, som har förstärkts under senare tid, reflekterar en oro för den ekonomiska utvecklingen och förväntningar om en mer expansiv penningpolitik framöver.

Utvecklingen i Italien utgör också en risk för konjunkturen i Europa. Betydande utmaningar kvarstår för både de offentliga finanserna och banksektorn samtidigt som den italienska ekonomin lider av omfattande strukturproblem. Det pågår också diskussioner om huruvida Italien bryter mot stabilitets- och tillväxtpakten, vilket ökar spänningarna mellan EU och Italien.

Den politiska oron har ökat i Italien och ränteskillnaderna mot tyska obligationer är fortfarande påtagligt större än under inledningen av förra året (se diagram 2:4). Eftersom de italienska bankerna har ett stort innehav av inhemska statsobligationer innebär ökade räntor på dessa obligationer att bankernas kapitalrelationer försämras. Detta bidrar till riskerna för en sämre makroekonomisk utveckling.

Något lägre tillgångspriser sedan april

Den minskade viljan hos investerare att hålla riskfyllda tillgångar har gjort att aktiepriser är lägre på de flesta börser än vid tidpunkten för det penningpolitiska mötet i april (se diagram 2:5). Den upptrappade handelskonflikten har även bidragit till att den förväntade volatiliteten på den amerikanska aktie- och obligationsmarknaden har stigit och att ränteskillnaderna mellan obligationer med kreditrisk och statsobligationer har ökat i USA (se diagram 2:6 och 2:7). Utvecklingen i euroområdet har varit liknande.

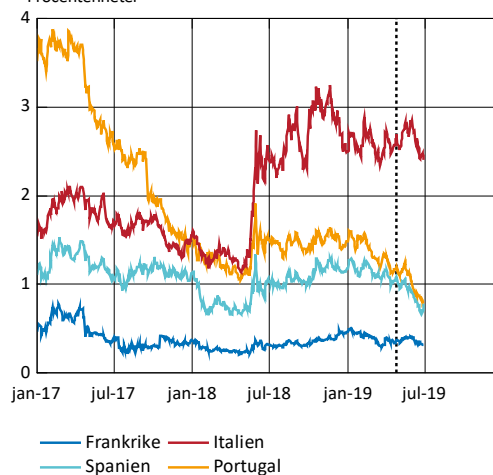
Finansiella förhållanden i Sverige

Fortsatt expansiva finansiella förhållanden i Sverige

Det finns faktorer som driver de finansiella förhållandena i Sverige åt olika håll. Ränteläget är fortsatt lågt, tillgången på krediter god och den svagare växelkursen sedan årsskiftet bidrar till mer expansiva finansiella förhållanden. Å andra sidan har aktiepriserna fallit och volatiliteten på finansmarknaderna stigit, vilket har haft en åtstramande effekt. Sammantaget bedöms dock de finansiella förhållandena i Sverige vara fortsatt expansiva och ge stöd till den ekonomiska utvecklingen.

Vid det penningpolitiska mötet i april beslutade Riksbankens direktion att hålla reporäntan oförändrad. Skillnaden mot i februari var att direktionen bedömde att försvagade inflationsutsikter medförde att nästa höjning av reporäntan

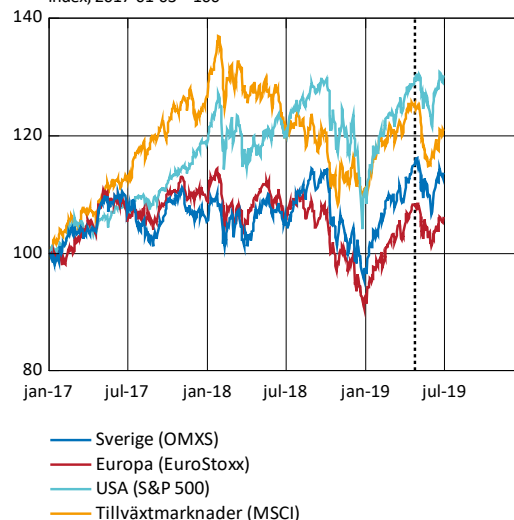
Diagram 2:4. Ränteskillnader mot Tyskland, 10 år
Procentenheter



Anm. Ränteskillnaderna avser 10-åriga benchmark-obligationer. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i april.

Källa: Macrobond

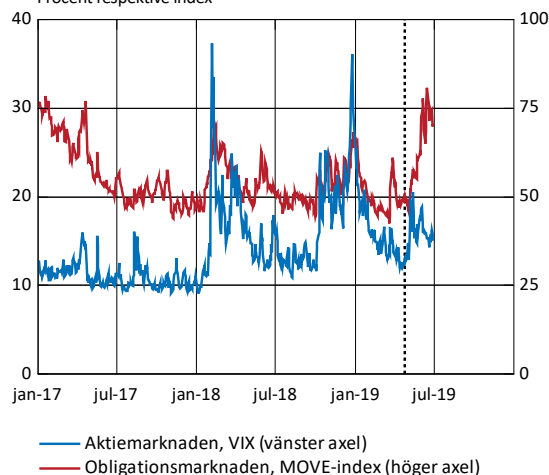
Diagram 2:5. Börsutveckling i inhemska valuta
Index, 2017-01-03 = 100



Anm. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i april.

Källa: Macrobond

Diagram 2:6. 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 april.

Källor: Chicago Board Operations Exchange och Merrill Lynch

skulle ske lite senare och att höjningarna därefter skulle ske i en något långsammare takt. Direktionen beslutade också att köpa statsobligationer till ett nominellt belopp om sammanlagt 45 miljarder kronor från juli 2019 till december 2020.

Det penningpolitiska beslutet i april uppfattades som mer expansivt än väntat på de finansiella marknaderna. Enligt marknadsprissättningen sjönk förväntningarna på reporäntan för de närmaste åren i samband med beslutet. Förväntningarna är nu att reporäntan kommer att vara negativ fram till slutet av 2022. Enligt Prosperas enkätundersökning som publicerades i juni ligger förväntningarna på reporäntan mellan marknadsprissättningen och Riksbankens reporäntebana och indikerar att nästa höjning av reporäntan kommer att ske i mitten av 2020 (se diagram 2:8).

Prosperas enkät visade också att inflationsförväntningarna har sjunkit något på ett, två och fem års sikt (se diagram 1:7). På fem års sikt är förväntningarna fortfarande nära 2 procent. De marknadsbaserade måtten på långsiktiga inflationsförväntningar föll innan årsskiftet, i såväl Sverige som USA och euroområdet (se diagram 2:2). De svenska måtten har återhämtat sig betydligt de senaste månaderna och ligger nu åter nära målet på 2 procent. I omvärlden ligger de marknadsbaserade måtten på inflationsförväntningarna däremot på fortsatt låga nivåer, framför allt i euroområdet.

Räntorna på statsobligationer med två års löptid steg under andra halvåret 2018 men har sedan dess sjunkit tillbaka (se diagram 2:9). Statsobligationsräntor med längre löptid har sjunkit i linje med utvecklingen i omvärlden (se diagram 2:3). Detta beror delvis på att man förväntar sig lägre styrräntor framöver, men också på att efterfrågan på obligationerna har ökat eftersom investerare söker sig mot säkrare tillgångar. Aktieindex i Sverige har utvecklats i linje med utvecklingen i andra utvecklade ekonomier.

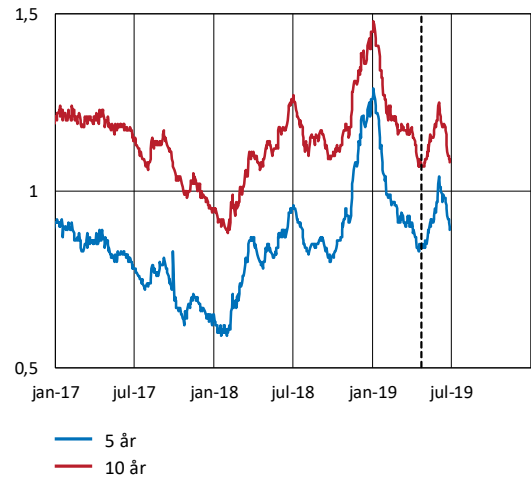
De räntor som banker uppger sig tillämpa vid lån mellan varandra utan säkerhet, STIBOR, har stigit något mer än reporäntan sedan december förra året (se diagram 2:9). En trolig anledning till detta är att bankerna har minskat sin närvaro på interbankmarknaden och istället ökat sina innehav av höglikvida tillgångar, som exempelvis Riksbankscertifikat, för att förbereda sig för de regleringar som Finansinspektionen väntas presentera senare under året. De nya regleringarna, så kallade Leverage Coverage Ratios (LCR), syftar till att stärka bankernas likviditet.

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

De senaste åren har omsättningen på den svenska statsobligationsmarknaden sjunkit, något som har skett även i

Diagram 2:7. Skillnad mellan räntorna på företagsobligationer med god kreditvärdighet och på statsobligationer i USA

Procentenheter

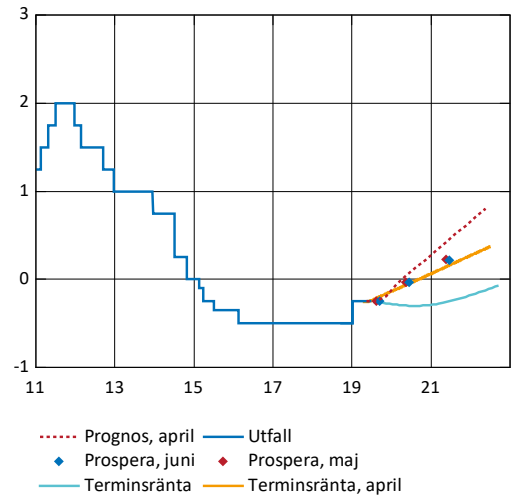


Anm. Ränteskillnaderna avser 5-åriga respektive 10-åriga benchmarkobligationer. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i april.

Källa: Macrobond

Diagram 2:8. Reporänta och marknadens reporänteförväntningar

Procent

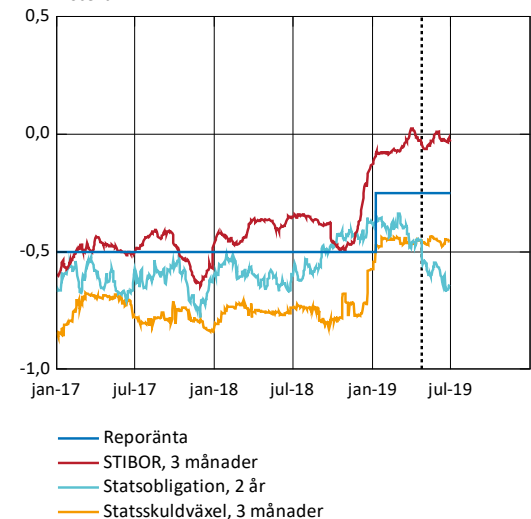


Anm. Terminräntan avser 2019-06-28 och är ett mått på förväntad reporänta. Prospera-enkätsvaren visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer 2019-04-24 (Prospera, maj) respektive 2019-05-29 (Prospera, juni).

Källor: Macrobond, Kantar Sifo Prospera och Riksbanken

Diagram 2:9. Reporäntan, interbankräntor och marknadsräntor

Procent



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

andra länder. Detta beror delvis på finansiella regleringar men även på att Riksbankens obligationsköp har minskat mängden obligationer som marknadsaktörerna aktivt kan handla med.

Enligt Finansmarknadsenkäten som Riksbanken publicerade i juni anser drygt hälften av de svarande att likviditeten på statsobligationsmarknaden är dålig eller mycket dålig. Där emot anses andra marknader där aktörerna kan hantera ränterisk fungera bra.

Enligt den enkätundersökning som Riksgälden publicerade i februari anser dessutom såväl Riksgäldens återförsäljare som utländska investerare att marknadslikviditeten i nominella statsobligationer har förbättrats något under det senaste året.¹¹ Flera marknadsaktörer uppger emellertid att marknadslikviditeten fortfarande är låg.

Kronan har försvagats sedan årsskiftet

I konkurrensviktade termer (enligt kronindex, KIX) har kronan försvagats med cirka 4 procent sedan årsskiftet och är på en något svagare nivå än prognosen i den penningpolitiska rapporten i april (se diagram 2:10). Försvagningen har under 2019 skett gentemot såväl större valutor, som euron och den amerikanska dollarn, som mot valutor i andra små öppna ekonomier.

Kronan försvagades under årets första två månader framför allt efter att inhemsk makrostatistik visade svagare siffror än vad marknaden förväntat sig. Kronan försvagades exempelvis med totalt 1,3 procent i samband med inflationsutfallen för januari och februari. Under en period som sträcker sig från mars till mitten av april återhämtade sig kronan något, vilket delvis berodde på att makrostatistiken som publicerades var mer i linje med marknadens förväntningar.

Efter det penningpolitiska beskedet från Riksbanken i april kom en ny period av försvagning. På knappt tre veckor försvagades kronan i handelsviktade termer med knappt 3 procent. Ett viktigt skäl var att det penningpolitiska beskedet uppfattades som mer expansivt än vad marknaden hade väntat sig. De senaste veckorna har försvagningen till viss del återhämtats, men kronan är fortsatt något svagare än prognosen i april.

Något högre utlåningsräntor i Sverige

Förutsättningarna för företagen och hushållen att få krediter är fortsatt goda. Tillväxttakten i utlåningen till hushållen har dock sjunkit gradvis under de senaste tre åren (se diagram 2:11). Denna utveckling hänger troligtvis samman med att hushållen förväntar sig högre lånekostnader och att prisutvecklingen på bostadsmarknaden har dämpats. Hushållens skuldkvot fortsätter ändå att öka eftersom skulderna fortfarande växer snabbare än inkomsterna (se diagram 1:12).

Den traditionella formen för företagets finansiering, banklån, har i genomsnitt ökat med 5 procent per år sedan 2015.

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

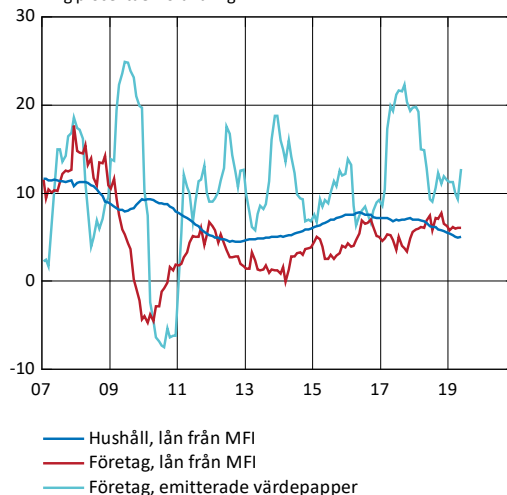


Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i 32 länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i april.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2:11. Hushållens och företagens upplåning

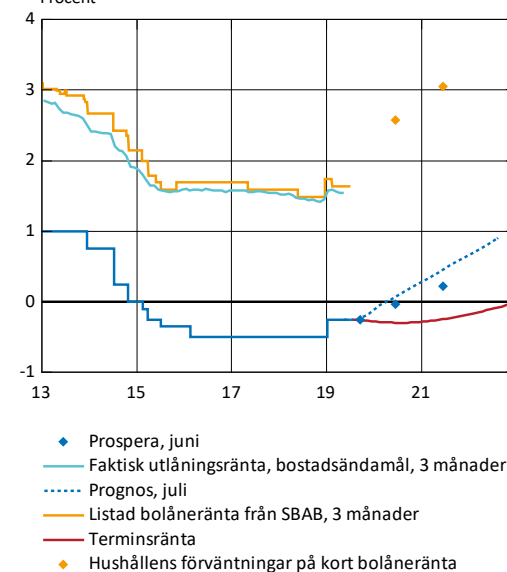
Årlig procentuell förändring



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

Källa: SCB (Finansmarknadsstatistik och värdepappersstatistik)

Diagram 2:12. Reporänta och utlåningsränta till hushållen



Anm. Terminsräntan avser 2019-06-28 och är ett mått på förväntad reporänta. Prospera visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer 2019-05-29. Hushållens förväntningar på kort bolåneränta är enligt Konjunkturbarometern i juni.

Källor: Macrobond, Kantar Sifo Prospera, SCB, Konjunkturinstitutet och Riksbanken

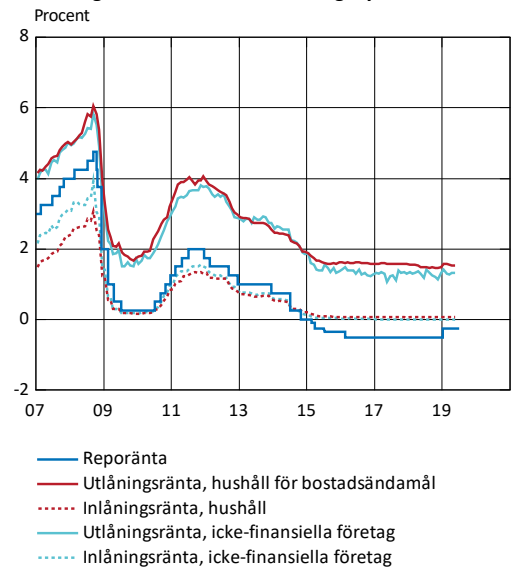
¹¹ Se rapporten "Förtroendet för Riksgälden 2018" utförd av Kantar Sifo Prospera.

Upplåningen via kapitalmarknaderna genom emission av företagsobligationer har ökat snabbt sedan ett antal år tillbaka och utgör nu mer än en tredjedel av företagets totala skulder. Av denna ökning står de kommersiella fastighetsbolagen för en stor andel.¹² Ett antal faktorer, som god efterfrågan och gynnsamma finansieringsförhållanden såväl i Sverige som utomlands, har bidragit till att allt fler företag har föredragit denna upplåningsform (se diagram 2:11). Sedan årsskiftet har räntorna på företagsobligationer sjunkit på samma sätt som i omvärlden.

Den genomsnittliga faktiska utlåningsräntan för bostadsändamål, med tre månaders löptid, har inte stigit lika mycket som reporäntan sedan december (se diagram 2:12). Den utvecklingen har varit väntad och kan förklaras av flera faktorer. Till exempel medförde den ökade konkurrensen på bolåne marknaden att bolåneräntorna för nya avtal sjönk under förra året, och den utvecklingen har förmodligen fortsatt även i år. En ytterligare orsak kan vara att bankernas finansieringskostnader inte påverkas fullt ut av förändringar i reporäntan så länge reporäntan är låg. De genomsnittliga inlåningsräntorna till hushåll och företag har exempelvis inte stigit alls sedan december (se diagram 2:13). Till detta kommer att bostadslån även finansieras via emissioner av bostadsobligationer, och räntorna på dessa obligationer hålls nere på samma sätt som i omvärlden.

Enligt Konjunkturbarometern förväntar sig hushållen att den rörliga bolåneräntan kommer att stiga framöver (se diagram 2:12). Det är troligtvis den största anledningen till att allt fler hushåll nu väljer att binda sina lån. Andelen nya lån som tas till rörlig ränta har minskat sedan september i fjol, även om den utvecklingen har vänt sedan februari (se diagram 2:14).

Diagram 2:13. Reporänta samt genomsnittlig in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:14. Andel av hushållens nya lån med rörlig ränta



Anm. Avser hushållens nya lån från bostadsinstitut. Andel lån i respektive kategori beräknas på lånens värde. Rörlig ränta avser räntebindingstider upp till och med tre månader.

Källa: SCB

¹² Se Finansiell stabilitetsrapport 2019:1, Riksbanken.

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Inflationen var 2,1 procent i maj vilket var i linje med Riksbankens prognos. Det höga resursutnyttjandet, försvagningen av kronan och stigande energipriser har bidragit till att inflationen legat nära målet på 2 procent sedan början av 2017. KPIF-inflationen väntas dock bli tillfälligt lägre de närmaste månaderna eftersom energipriserna sjunkit. Flera indikatorer pekar på att den ekonomiska aktiviteten i omvärlden bromsar in, även om tillväxten hos många av Sveriges handelspartners blev oväntat hög första kvartalet i år. Tillväxten i Sverige blev också oväntat hög första kvartalet, framför allt tack vare en stark export. Utvecklingen i inhemsk efterfrågan var däremot svagare. Ett lägre förtroende hos hushåll och företag indikerar att BNP-tillväxten de kommande kvartalen blir något lägre än normalt. Arbetsmarknaden är fortsatt stark men tillväxten i sysselsättningen blir nu lägre i takt med att BNP ökar långsammare.

Inflationen i Sverige

Inflationen strax över målet i maj

I maj var inflationen mätt med KPIF 2,1 procent (se diagram 3:1), vilket var i linje med prognosen i Riksbankens penningpolitiska rapport från april. Om energipriserna exkluderas var KPIF-inflationen lägre och uppgick till 1,7 procent, vilket även det var i linje med Riksbankens prognos. De senaste årens försvagning av kronan har inneburit att priserna på flertalet varor inklusive livsmedel har ökat snabbare än normalt. Samtidigt har dock priserna på andra vanligtvis växelkurskänsliga delar av KPIF ökat ovanligt långsamt. Det gäller framför allt kläder och skor samt utrikes resor.

Den uppmätta inflationstakten påverkas av såväl tillfälliga som mer varaktiga prisvariationer. För att uppskatta nivån på den mer varaktiga delen av inflationstakten studerar Riksbanken olika mått på underliggande inflation. Dessa mått exkluderar eller minskar betydelsen av priser som tidigare visat sig variera kraftigt.¹³

Riksbankens olika mått på underliggande inflation indikerar att den mer varaktiga inflationen också är nära 2 procent (se diagram 3:2). Medianen av samtliga mått uppgick till 2,0 procent i maj. De mått som använder statistiska metoder för att minska betydelsen av volatila komponenter visar en något högre inflation än till exempel KPIF exklusive energi. Två av de mått som i en utvärdering framstår som mest användbara är UND24 och KPIFPC. UND24, som ger större vikt åt mindre volatila undergrupper i KPIF, uppgick till 2,0 procent i maj. KPIFPC, som bygger på gemensamma trender bland undergrupperna, var 1,9 procent i maj.

Tillfälligt lägre inflation de närmaste månaderna

Det starka konjunkturläget har bidragit till att inflationen har stigit de senaste åren. En svagare krona och stigande priser på

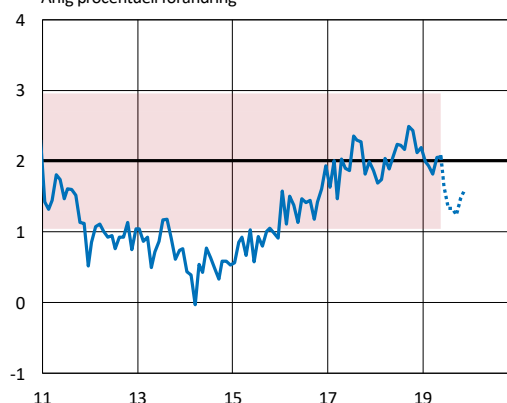
Tabell 3:1.

Förväntad utveckling i PPR april	Faktisk utveckling
KPIF-inflation 2,1 procent, KPIF-inflation exklusive energi 1,7 procent i maj.	KPIF-inflationen blev 2,1 procent och KPIF exklusive energi 1,7 procent.
BNP-tillväxt 0,9 procent första kvartalet.	BNP-tillväxten blev 2,4 procent.
Arbetslösheten 6,4 procent andra kvartalet.	Månadsutfall i april och maj indikerar något lägre arbetslöshet.

Anm. PPR avser Penningpolitisk rapport. Inflationen avser årlig procentuell förändring. BNP-tillväxten avser säsongrensade kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt. Arbetslösheten avser procent av arbetskraften.

Diagram 3:1. KPIF och variationsband

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

¹³ Se fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

energi och livsmedel har också bidragit till att inflationen har stigit.

Den starka konjunkturen väntas fortsätta bidra positivt till inflationen framöver. Därutöver väntas större hyreshöjningar, effekter av kronförsvagningen och fortsatt stigande livsmedelspriser bidra till att ökningstakten i KPIF exklusive energi stiger de närmaste månaderna (se diagram 3:3). Samtidigt väntas ökningstakten i energipriserna minska, vilket innebär att KPIF-inflationen tillfälligt faller på kort sikt (se diagram 3:1). Att ökningstakten faller beror delvis på att förra årets stigande energipriser successivt försvinner ur tolv månadersjämförelserna. Dessutom har både el- och drivmedelspriserna fallit den senaste tiden (se diagram 3:4).

Riksbankens modellprognos, som sammanfattar informationen från ett stort antal indikatorer, tyder på att ökningstakten i KPIF exklusive energi kommer att stiga något under de närmaste månaderna (se diagram 3:3). Uppgången förklaras bland annat av prisutvecklingen i leden före konsumentledet och enligt enkätsvar från företag. I producentledet ökar priserna snabbare än normalt, både på importerade varor och på varor producerade och sålda i Sverige (se diagram 3:5).

Enligt Konjunkturbarometern planerar fler företag än normalt inom handeln att höja priserna de närmaste månaderna. Planerna i hela näringslivet är dock nu samtidigt mer normala (se diagram 3:7). Även i Riksbankens företagsundersökning anger fler företag än vad som varit normalt de senaste fem åren att de planerar att höja priserna.¹⁴ Enligt företagen i undersökningen väntas högre kostnader och fortsatt god efterfrågan driva upp priserna under det kommande året. Enligt enkätdata i Konjunkturbarometern har företagens försäljningspriser fortsatt att öka främst till följd av stigande importpriser (se marginalruta "Högre importpriser förklarar prisökningar" i detta kapitel).

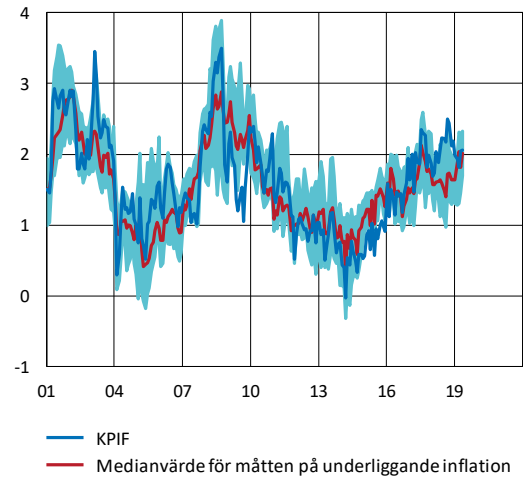
Riksbankens prognos ligger något under modellprognoserna, framför allt från juli och månaderna därefter. Detta beror bland annat på att SCB i år införde en ny metod för att mäta tandvårdstaxor som bedöms ge ett säsongsmönster med lägre uppmätta prisökningar under sommarmånaderna.¹⁵ Modellerna fångar inte detta nya mönster.

Inflationsprognosen oförändrad på kort sikt

Prognosen för ökningstakten i KPIF exklusive energi är ungefär oförändrad de närmaste månaderna. Den ytterligare försvagning av kronan som skett sedan den förra penningpolitiska rapporten påverkar inflationen exklusive energi främst nästa år, men bidrar på marginalen även till högre prisökningstakt på vissa varor de närmaste månaderna.

Energipriserna har sjunkit den senaste tiden. Priserna på både olja och el har fallit på världsmarknaden. Detta betyder

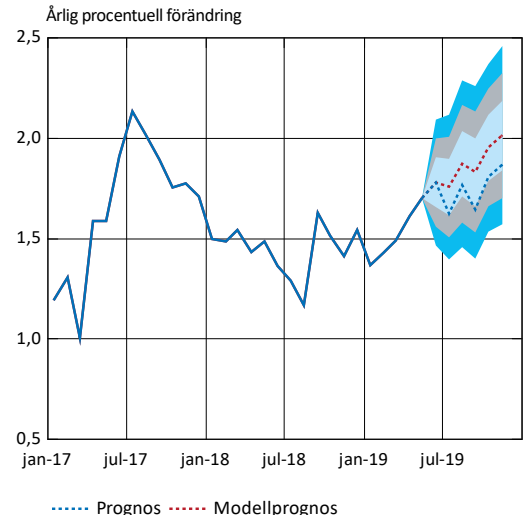
Diagram 3:2. KPIF och olika mått på underliggande inflation
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

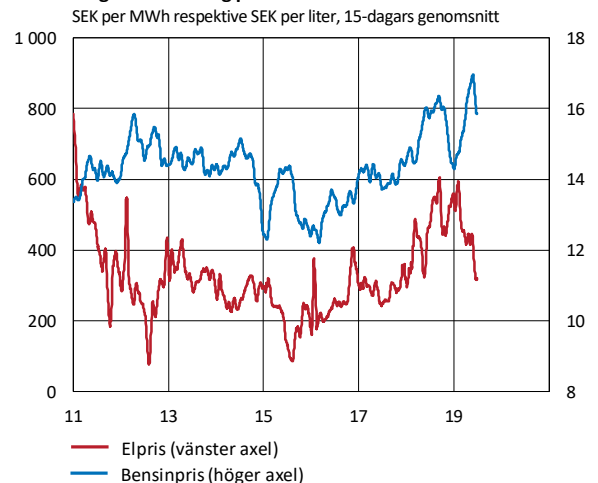
Diagram 3:3. KPIF exklusive energi, modellprognos med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:4. Energipriser



Anm. Priserna visar 15-dagars genomsnitt för systempriset per MWh el samt 95-oktanig bensin.

Källor: Macrobond och Nordpool

¹⁴ Se Riksbankens företagsundersökning, maj 2019.

¹⁵ En kortfattad beskrivning av metoden finns i penningpolitisk rapport februari 2019.

att prognosen för KPIF-inflationen är nedreviderad de närmaste månaderna i förhållande till prognosen i april (se diagram 1:6).

Global och svensk konjunktur

Inbromsning i omvärldens tillväxt framöver

BNP-tillväxten blev högre än väntat första kvartalet hos flera av Sveriges viktigaste handelspartners. Men samtidigt pekar många ekonomiska indikatorer på att tillväxten i omvärlden bromsar in den närmaste tiden. Den högre tillväxten, i till exempel euroområdet, Storbritannien och USA, föranleder därför inte en mer positiv syn på den globala konjunkturen jämfört med den penningpolitiska rapporten i april. I stället väntas tillväxten bli något lägre de närmaste kvartalerna. Världshandeln har minskat sedan hösten förra året och prognosen tar nu hänsyn till att riskerna för ett mer omfattande globalt handelskrig bedöms ha ökat (se diagram 3:8).

BNP i euroområdet ökade med 1,6 procent första kvartalet 2019 jämfört med fjärde kvartalet 2018 uppräknat till årstakt (se diagram 3:9). Tillväxten drevs främst av inhemsk efterfrågan med en stark utveckling i investeringarna. Framåtblickande ekonomiska indikatorer ger dock lite blandade signaler om läget i euroområdets ekonomi.

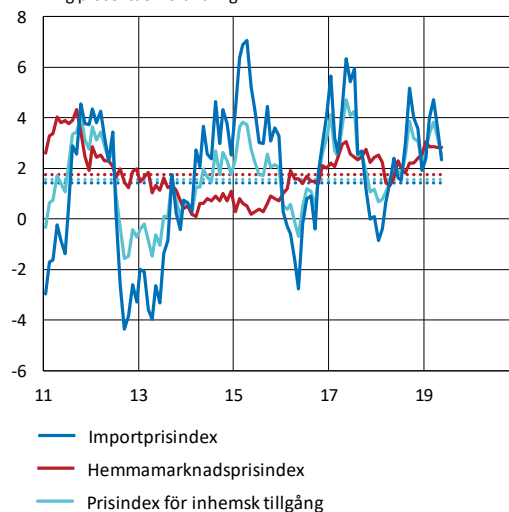
Förtroendet i tjänstesektorn och hos hushållen är fortfarande relativt högt. Det kan sannolikt bero på att lönerna har stigit snabbare än tidigare (se diagram 3:10). Dessutom är räntorna fortsatt låga. Samtidigt är förtroendet i tillverkningsindustrin lågt och industriproduktionen har stagnerat det senaste året. Men bilden av läget i tillverkningsindustrin är inte entydig. Företagens investeringsplaner tyder på att investeringstillväxten blir fortsatt god i år. Investeringarna gynnas av att kreditvillkoren har fortsatt att lättas.

Sammantaget är förtroendet i hela näringslivet ungefär normalt (se diagram 3:11). Den svaga utvecklingen inom tillverkningsindustrin väntas dock bidra till att BNP-tillväxten tillfälligt blir något svagare i andra kvartalet för att sedan växa med omkring 1,5 procent, uppräknat till årstakt, tredje kvartalet 2019.

I USA ökade BNP med 3,1 procent första kvartalet jämfört med fjärde kvartalet uppräknat till årstakt (se diagram 3:9). Utfallet var högre än fjärde kvartalet. De största positiva bidragen till efterfrågetillväxten kom från lager och nettoexport. Den inhemska efterfrågan var liksom i slutet av 2018 fortsatt dämpad, i huvudsak eftersom den privata konsumtionen var svag. Statistik över försäljningen i detaljhandeln i april och maj tyder sammantaget på en viss återhämtning under andra kvartalet.

Den amerikanska arbetsmarknaden är fortsatt stark trots svagare signaler i maj. Arbetslösheten är låg och uppgick till 3,6 procent i maj trots att sysselsättningstillväxten bromsade in. Löneökningarna har dock dämpats sedan början av året

Diagram 3:5. Priser på konsumtionsvaror i producentled
Årlig procentuell förändring



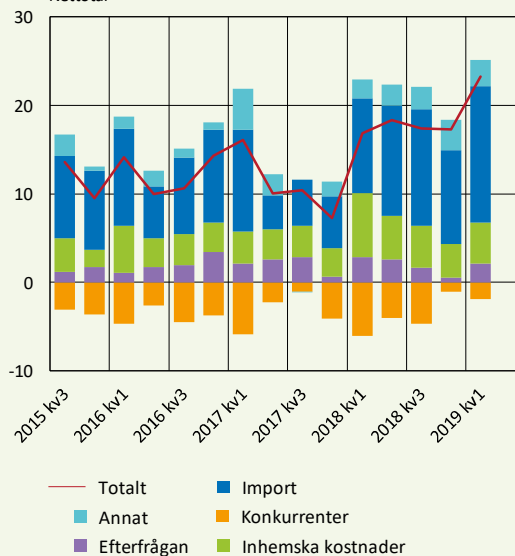
Anm. Importprisindex mäter vad svenska importörer betalar för sina varor vid gränsen. Hemmamarknadspriser mäter vad svenska producenter får betalt vid försäljning i Sverige. Prisindex för inhemsk tillgång är en sammanvägning av importpris- och hemmamarknadsprisindex. Streckade linjer avser genomsnittlig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

Källor: SCB och Riksbanken

Högre importpriser förklarar prisökningar

Diagrammet nedan bygger på enkätdata och visar hur företagen inom handels- och tjänstebranscher anger att olika faktorer har påverkat deras priser. Inom tjänstebranscherna är det en ökad efterfrågan och högre inhemska kostnader som drivit prisuppgången. Inom handeln är det istället stigande kostnader för import, till viss del på grund av den svagare kronan, som dominerat prisförändringarna. Statistik för det första kvartalet visar att försäljningspriserna fortsätter att öka främst till följd av stigande importpriser.

Diagram 3:6. Drivkraften bakom prisförändringar bland företag inom handeln och tjänstesektorn
Nettototal



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

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

och förtroendet bland hushåll och företag har dämpats. Sammantaget bedöms tillväxten dämpas andra kvartalet då lagerbidragen väntas bli mindre och exporten väntas växa långsammare.

Fortsatt låg inflation i euroområdet

I euroområdet är inflationen fortsatt låg. Den var oförändrad på 1,2 procent i juni (se diagram 4:5). Ökningstakten i energipriserna sjönk samtidigt som tjänstepriserna steg. Den högre ökningstakten i tjänstepriserna innebar att underliggande inflation, mätt som HIKP exklusive energi och livsmedel, steg till 1,1 procent.

I USA sjönk KPI-inflationen i maj till 1,8 procent. Om energi och livsmedel exkluderas uppgick KPI-inflationen till 2,0 procent. I motsats till euroområdet är således underliggande inflation i USA högre än total inflation, vilket bland annat beror på att energipriserna i euroområdet ökat snabbare än i USA till följd av en svagare utveckling av euron. Deflatorn för privat konsumtion har ökat långsammare och ökningstakten uppgick till 1,5 procent i april.

Trots den senaste månadens prisnedgång har oljepriset ändå stigit under året. Uppgången i början av året berodde på en kombination av sanktioner på flera håll i omvärlden, produktionsbegränsningsavtal mellan OPEC och Ryssland samt en hög efterfrågan. Den senaste tidens upptrappning av handelskonflikten mellan Kina och USA har skapat osäkerhet om tillväxten i den globala ekonomin, vilket troligen bidragit till att oljepriset fallit tillbaka.

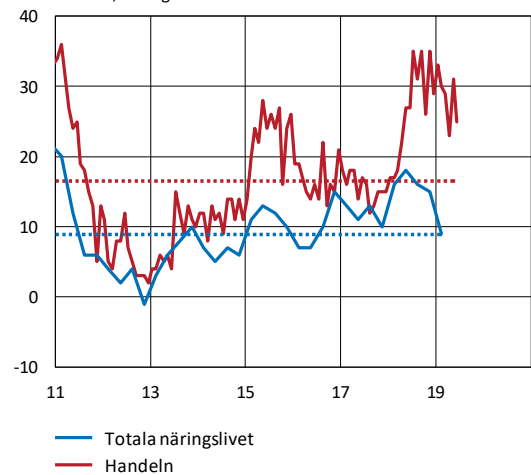
Måttlig svensk tillväxt andra och tredje kvartalet

BNP ökade med 2,4 procent första kvartalet jämfört med närmast föregående kvartal uppräknat till årstakt (se diagram 3:9). Uppgången var större än väntat och drevs framför allt av en stark utveckling i tjänsteexporten medan den inhemska efterfrågan utvecklades svagare. Den snabba uppgången i tjänsteexporten bedöms i viss mån förklaras av tillfälliga faktorer. En delförklaring till utvecklingen var en stark utveckling i utländsk konsumtion i Sverige, vilket i sin tur kan hänga samman med att kronan har försvagats. Både investeringarna och i synnerhet hushållens konsumtion ökade däremot oväntat långsamt.

Tillfälliga faktorer har bidragit till att svensk BNP-tillväxt varierat det senaste året. Sammantaget har dock tillväxten varit något lägre jämfört med åren 2014 till 2017, bland annat för att den inhemska efterfrågan utvecklades svagare.

Indikatorer bedöms sammantaget tyda på att tillväxten blir något lägre än normalt andra och tredje kvartalet. Enligt Konjunkturbarometern försvagades läget i den svenska ekonomin i juni till en nivå som är ungefär förenlig med en normal tillväxt. Nedgången förklarades av lägre förtroende bland företagen. Förtroendet inom näringslivet som helhet är ungefär normalt (se diagram 3:11). Bland hushållen är förtroendet

Diagram 3:7. Prisplaner inom näringslivet och i handeln
Nettotal, säsongrensade data



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

Källa: Konjunkturinstitutet

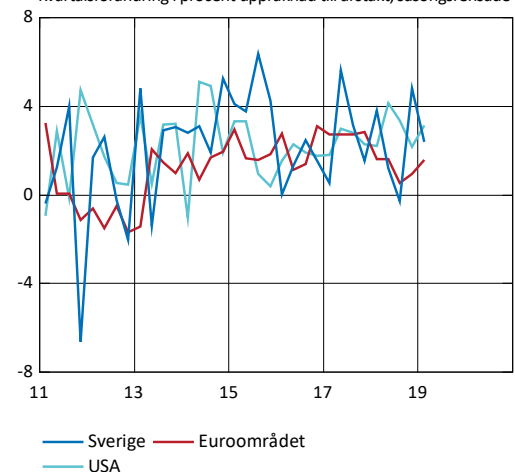
Diagram 3:8. Världshandelsvolym
Index, 2011 = 100



Anm. Avser handel med varor.

Källa: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Diagram 3:9. BNP i Sverige och omvärlden
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och SCB

däremot ovanligt lågt. Månadsstatistiken för efterfrågan och produktionen indikerar en tillväxt nära den normala.

Enligt Riksbankens senaste företagsundersökning som publicerades i juni är konjunkturen fortfarande mycket god för de svenska storföretagen, även om bilden är något mindre ljus jämfört med föregående undersökning i februari. Liksom tidigare tror företagen på en svagare konjunktur framöver. De upplever också riskerna som större och den största oron finns kring konsekvenserna för världskonjunkturen av de pågående handelskonflikterna. Läget uppges vara bättre inom byggsektorn och handeln än inom industrin.

Bostadsinvesteringarna väntas minska ytterligare under 2019, vilket tynger BNP-tillväxten. Detta står i stark kontrast till åren 2014–2017 då bostadsinvesteringarna växte snabbt och gav ett betydande positivt bidrag till tillväxten.

En modellprognos är ett sätt att sammanfatta informationen i indikatorer för stämningläget, efterfrågan och produktionen i den svenska ekonomin. Modellprognosen tyder på att BNP växer med 2,0 procent det andra kvartalet jämfört med närmast föregående kvartal, uppräknat till årstakt (se diagram 3:12). Riksbankens prognos för det andra kvartalet är lägre än modellprognosen. Det beror på att modellerna inte fullt ut fångar vare sig nedgången i bostadsinvesteringarna eller de tillfälliga effekter som delvis bedöms ha lyft BNP-nivån första kvartalet i år. BNP-tillväxten väntas bli 0,3 procent uppräknat till årstakt andra kvartalet och 1,3 procent tredje kvartalet 2019.

Fortsatt stark arbetsmarknad

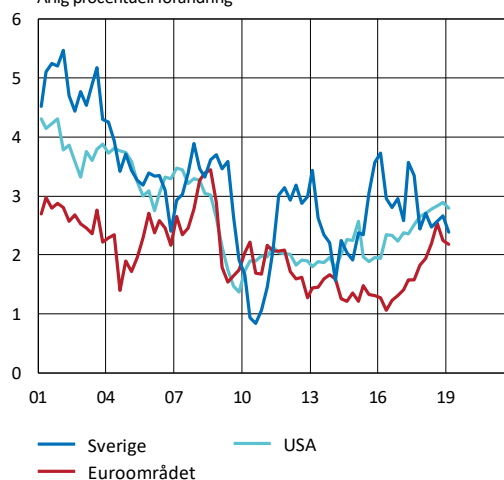
Såväl utbudet av och efterfrågan på arbetskraft har ökat kraftigt de senaste åren. Det har medfört att både arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden ligger på historiskt höga nivåer (se diagram 4:7). Under de senaste månaderna har dock ökningstakten i både sysselsättningen och arbetskraften bromsat in.

Indikatorer tyder på en fortsatt hög efterfrågan på arbetskraft. Till exempel ligger antalet nyanmälda lediga platser enligt Arbetsförmedlingen på en mycket hög nivå, även om det sjönk något i maj samtidigt som varslen steg. Anställningsplanerna enligt Konjunkturbarometern har dämpats men är fortfarande högre än normalt och indikerar att sysselsättningen kommer att fortsätta öka (se diagram 3:13). De närmaste kvartalen bedöms antalet sysselsatta och antalet i arbetskraften stiga, om än i en långsammare takt än under de senaste åren. Nedväxlingen beror främst på att BNP-tillväxten nu bromsar in. Arbetslösheten bedöms bli 6,3 procent andra kvartalet och stiga något därefter (se diagram 4:15).

Högt resursutnyttjande i ekonomin

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar med en viss eftersläpning utvecklingen av löner och priser. Resursutnyttjandet i ekonomin kan dock inte mätas exakt. För att kunna göra

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



Anm. Den svenska serien avser arbetskostnad per timme och är ett fyra kvartals glidande medelvärde. För USA och euroområdet avses arbetskostnad per anställd.

Källor: Bureau of Labor Statistics, ECB och SCB

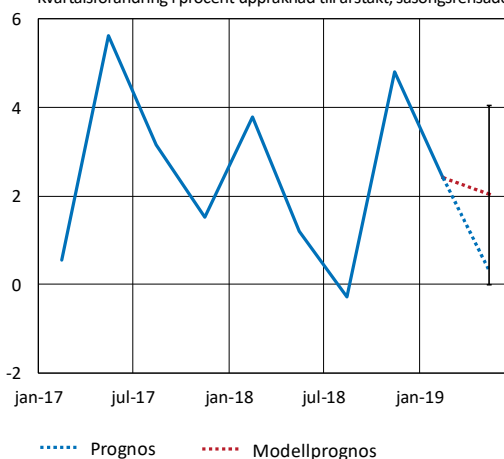
Diagram 3:11. Konfidensindikatorer i Sverige och omvärlden
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



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

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

Diagram 3:12. 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

en bedömning följer Riksbanken därför en mängd olika indikatorer.

Flera av dessa indikatorer tyder på att resursutnyttjandet fortfarande är högre än normalt, även om det tycks vara något lägre än tidigare (se diagram 3:14). Enligt Konjunkturbarometern uppger fortfarande många företag att det råder brist på arbetskraft, även om det var något färre som upplevde brist första kvartalet 2019 jämfört med kvartalet före. Ett annat tecken på att de lediga resurserna på arbetsmarknaden fortfarande är knappa är den höga vakansgraden, som mäter antalet obemannade jobb som behöver tillsättas omedelbart. Den genomsnittliga rekryteringstiden i näringslivet är också fortfarande lång.

Sammantaget har Riksbanken inte ändrat sin bedömning att resursutnyttjandet i svensk ekonomi för närvarande är högre än normalt och de konjunkturella förutsättningarna för inflationen framöver är därför i stora drag oförändrade jämfört med i den penningpolitiska rapporten i april.

Små förändringar i löneökningstakten

Den genomsnittliga löneökningstakten för helåret 2018 var 2,5 procent. Under januari–april i år har lönerna i hela ekonomin stigit med i genomsnitt med 2,5 procent jämfört med motsvarande period i fjol, enligt preliminär konjunkturlöne-statistik (se diagram 3:15). Löneökningstakten inom näringslivet var dock lägre och uppgick till 2,3 procent under januari–april.

Löneökningstakten väntas stiga under de närmaste kvartalen i takt med att det starka arbetsmarknadsläget sätter avtryck i lönebildningen. Men uppgången blir ändå måttlig eftersom löneavtalen från förra avtalsrörelsen fortfarande gäller.

Kostnadstrycket, mätt som ökningstakten i arbetskostnaden per producerad enhet, beror inte bara på löneutvecklingen utan även på produktiviteten. Eftersom produktiviteten har utvecklats svagt under flera år har arbetskostnaderna per producerad enhet stigit snabbare än normalt. Enligt utfallet av nationalräkenskaperna för första kvartalet ökade dock produktiviteten oväntat snabbt, och ökningstakten i arbetskostnaden per producerad enhet föll till 2,2 procent. Detta var lägre än under fjolåret då den genomsnittliga ökningstakten uppgick till 2,9 procent. Utfallen i både arbetskostnader och produktivitet enligt nationalräkenskaperna är dock volatila och utvecklingen enskilda kvartal bör tolkas med försiktighet.

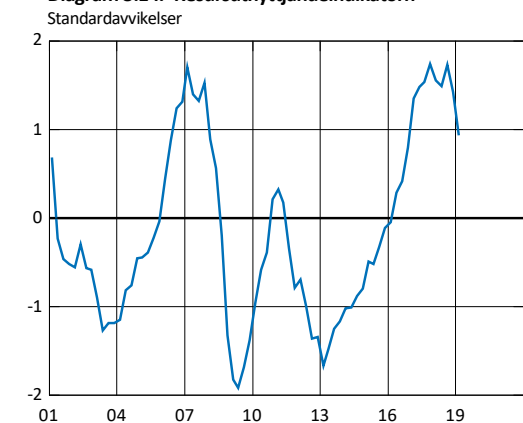
Diagram 3:13. Sysselsättning och anställningsplaner



Anm. Anställningsplanerna avser förväntningar om antal anställda i näringslivet på tre månaders sikt, framflyttade ett kvartal. Anställningsplaner för 2019 kv2 avser ett genomsnitt av utfallen för april–juni 2019.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

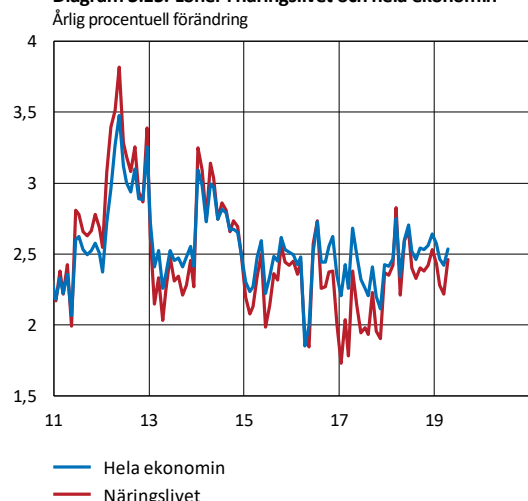
Diagram 3:14. Resursutnyttjandeindikatorn



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

Källa: Riksbanken

Diagram 3:15. Löner i näringslivet och hela ekonomin



Anm. Medlingsinstitutets prognos på definitivt utfall maj 2018–april 2019.

Källa: Medlingsinstitutet

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Efter flera år med stark tillväxt i omvärlden och med låga räntor är den svenska konjunkturer stark och resursutnyttjandet högt. Omvärldens tillväxt väntas bli något lägre framöver, men ändå tillräckligt hög för att arbetslösheten ska sjunka eller förbli låg i många länder. Även den svenska ekonomin väntas växa långsammare de närmaste åren jämfört med de senaste åren. Detta beror huvudsakligen på att den inhemska efterfrågan har dämpats till följd av utvecklingen på bostadsmarknaden. Inflationen har legat kring inflationsmålet på 2 procent sedan början av 2017 men bedöms de närmaste månaderna sjunka tillbaka tillfälligt när bidraget från energipriserna minskar. En fortsatt stark konjunktur i Sverige bidrar dock till att hålla inflationen nära målet även framöver. Jämfört med bedömningen i april är prognosen för KPIF-inflationen i stort sett oförändrad. Kronan har utvecklats svagare än väntat och jämfört med föregående prognos bedöms den vara svagare de kommande åren. Detta väntas bidra till något högre inflation nästa år, men det motverkas av något lägre energipriser.

Omvärlden

Tillväxten i omvärlden blir lägre under kommande år

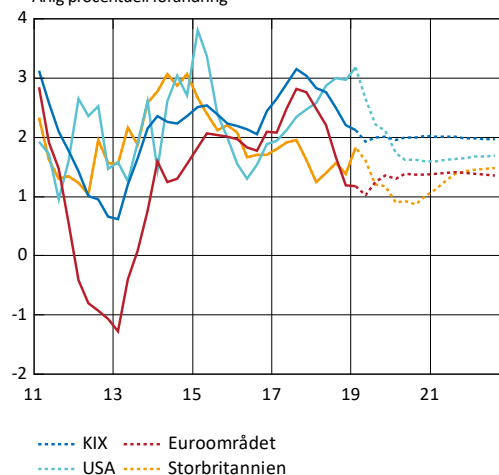
Handelsviktad (KIX-vägd) BNP har vuxit snabbt de senaste åren. De kommande åren väntas tillväxttakten normaliseras till nära det historiska snittet på drygt 2 procent (se diagram 4:1). Resursutnyttjandet hos våra viktigaste handelspartners har stigit under senare år och bedöms ligga nära en normal nivå de kommande åren. Efterfrågan på svensk export väntas växa med omkring 3,5 procent i år och de kommande åren (se diagram 4:2). Det innebär en lägre tillväxttakt än snittet på 4,6 procent per år sedan år 2000.

Handelskonflikten mellan USA och Kina har trappats upp. USA:s regering har höjt tullsatsen på redan tullbelagd import från Kina och som svar har Kina ökat omfattningen av tullar på import från USA, se marginalruta "Upptrappad handelskonflikt mellan USA och Kina" i detta kapitel.

Även om parterna i samband med G20-mötet i Osaka enades om att återuppta handelssamtalen har oron ökat för ytterligare begränsningar av världshandeln. Detta har lett till en ökad oro på de finansiella marknaderna vilket bland annat avspeglas i fallande börskurser i en del länder. Den ökade risken har dämpat företagsförtroendet och Riksbanken har reviderat ned prognosen för BNP-tillväxten och styrräntorna i omvärlden något jämfört med prognosen i april. Om handelskonflikten trappas upp ytterligare och inkluderar andra länder riskerar effekterna på global tillväxt att bli mer negativa. USA har aviserat att man inte avser införa biltullar mot EU i år men om detta sker senare kan det få negativa effekter för tillväxten i till exempel Tyskland. Risker kopplade till en kraftig upptrappning av handelskonflikterna skulle kunna påverka den ekonomiska utvecklingen tydligt negativt. Ett sådant scenario är dock mycket svårt att siffersätta i en prognos och ligger därför

Diagram 4:1. BNP i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring

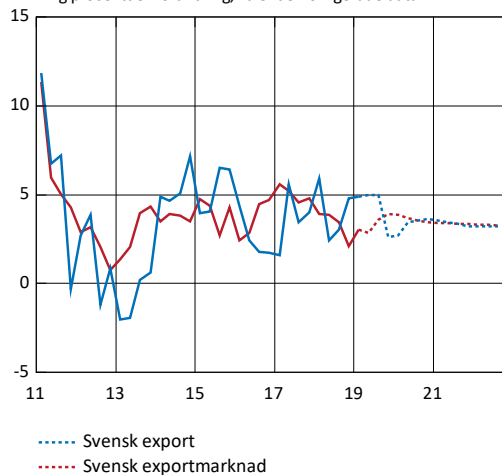


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

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

Diagram 4:2. Export och svensk exportmarknad

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

i huvudsak utanför den prognos som redovisas i denna rapport.

Efter att ha lett det brittiska Brexit-arbetet under tre år har Theresa May meddelat att hon kommer att avgå som premiärminister. Det är i nuläget oklart vem som efterträder henne, vilket ökar osäkerheten kring inriktningen på det fortsatta arbetet med Storbritanniens utträde ur EU. Oklarhet kring formerna för utträdet skapar osäkerhet också om tillväxtutsikterna för framförallt Storbritannien, men även till viss del för övriga Europa.

Måttlig tillväxt i euroområdet

Inbromsningen i euroområdet under andra halvåret 2018 ser ut att åtminstone delvis ha berott på tillfälliga faktorer och under första kvartalet ökade BNP-tillväxten i snabbare takt. Flera faktorer talar för relativ god tillväxt framöver. Penningpolitiken är och bedöms fortsätta vara mycket expansiv under prognosperioden och kreditvillkoren för företagen har lättats. Även en något expansiv finanspolitik bedöms bidra till tillväxten de närmaste åren. Konsumentförtroendet är relativt högt och arbetsmarknaden är stark med minskad arbetslöshet och en hög sysselsättningstillväxt. Efterfrågan på arbetskraft bedöms bli tillräckligt hög för att arbetslösheten ska fortsätta att sjunka något de kommande åren, om än i lägre takt. Detta bidrar till att hålla löneökningstakten uppe. Risken för en upp-trappad handelskonflikt i omvärlden påverkar dock euroområdet negativt och bedöms dämpa BNP-tillväxten marginellt de kommande åren. I och med att den globala efterfrågan blir något lägre bedöms också investeringstillväxten dämpas något de närmaste åren. Detsamma gäller hushållens konsumtion när sysselsättningstillväxten dämpas. BNP väntas ändå växa i en takt omkring den normala, strax under 1,5 procent per år 2019–2021 (se diagram 4:1).

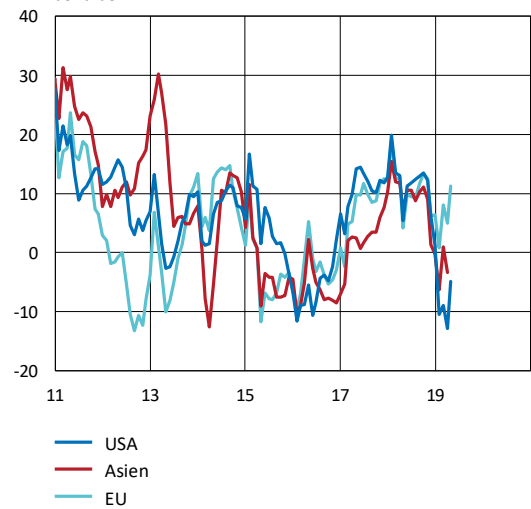
Stark konjunktur men gradvis lägre tillväxt i USA

Konjunkturen i USA är fortsatt stark och BNP-tillväxten är god. Likaså är förtroendet mycket högt hos hushållen. Förtroendet inom tillverkningsindustrin har däremot dämpats och är något lägre än normalt, medan det inom tjänstesektorn är fortsatt högt.

Arbetsmarknaden i USA är stark och förväntas fortsätta vara det de kommande åren. Arbetslösheten väntas stiga måttligt för att vara strax över 4 procent i slutet av prognosperioden. Det höga resursutnyttjandet väntas bidra till att löneökningstakten fortsätter stiga framöver för att sedan avta gradvis. Den starka arbetsmarknaden har lett till att bidraget från privat konsumtion till BNP-tillväxten har stärkts och väntas förbli starkt. Sammantaget bedöms BNP växa med 2,5 procent i år för att gradvis dämpas till 1,6 procent 2021, bland annat till följd av en mindre expansiv finanspolitik och risker förknippade med handelskonflikten med Kina (se diagram 4:1).

Diagram 4:3. Kinesisk export

Årlig procentuell förändring, löpande priser, tre månaders glidande medelvärde



Källa: China General Administration of Customs (GAC)

Diagram 4:4. Pris på råolja

USD per fat, Brentolja

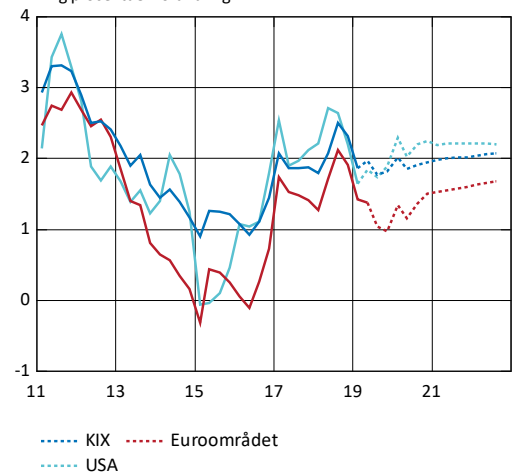


Anm. Terminspriserna är beräknade som ett 15-dagars genomsnitt. Utfallet avser månadsgenomsnitt av spotpriser.

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 4:5. Konsumentpriser i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring



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

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

Den upptrappade handelskonflikten mellan USA och Kina riskerar att dämpa den kinesiska tillväxten

BNP-tillväxten i Kina fortsätter att bli gradvis lägre under kommande år. Inbromsningen beror delvis på ombalanseringen av den kinesiska ekonomin från en investeringsledd tillväxt till en tillväxt mer driven av privat konsumtion och där tjänstesektorn får en allt större roll. Ett mer långsiktigt fokus på uthållig stabil tillväxt och åtgärder för att dämpa kreditgivningen resulterar i lägre tillväxttal framöver.

De senaste veckorna har nedåtriskerna för utvecklingen i den kinesiska ekonomin ökat i takt med att handelskonflikten med USA trappats upp. Tidigare har kinesiska myndigheter kompenserat för riskerna för negativ tillväxt genom att föra en mer expansiv finanspolitik med skattesänkningar och ökade investeringar i infrastruktur, för att på så vis stimulera den inhemska efterfrågan. Penningpolitiken har också lagts om i en mer expansiv riktning och sedan början av 2018 har kassakraven för bankerna stegvis sänkts.

Även om den ökade risken för ett utökat handelskrig mellan USA och Kina beaktats i prognosen kan det inte uteslutas att de ekonomiska effekterna kan bli större än väntat. De direkta effekterna bedöms i så fall främst drabba kinesisk export eftersom Kina är mer beroende av handel med USA än tvärtom. Kinas export till USA har utvecklats negativt de senaste månaderna, medan Kinas export till EU har stigit (se diagram 4:3). Även om det är för tidigt att bedöma omfattningen kan det konstateras att de redan införda tullarna haft en viss negativ inverkan på handeln mellan USA och Kina. Det är dock svårt att bedöma den samlade effekten på handeln eftersom handelsmönster kan komma att ändras.

Trots ökade nedåtrisker är bedömningen att ekonomisk-politiska stimulanser bidrar till att den kinesiska tillväxten hålls uppe och hamnar runt det officiella målet på 6–6,5 procent 2019 och strax under 6 procent 2020 och 2021.

Lägre pris på råolja

Under de fyra första månaderna i år steg världsmarknadspri-set på Brent-olja med över 30 procent till omkring 70 dollar per fat. Sedan i början av maj när handelskonflikten trappades upp har dock lägre efterfrågan dämpat oljepriset. Enligt terminsprissättningen väntas oljepriset ligga på omkring 60 dollar per fat under prognosperioden (se diagram 4:4). Osäkerheten om oljepriset är dock stor, bland annat till följd av ökade geopolitiska spänningar i Mellanöstern.

Kostnadstrycket stiger långsamt

Återhämtningen i oljepriset under första halvåret 2019 har bidragit till att den KIX-vägda inflationen i omvärlden väntas stabiliseras kring strax under 2 procent i år för att åren därefter ligga på ungefär 2 procent (se diagram 4:5).

I euroområdet förutses inflationen, mätt med HIKP, ligga kvar på omkring 1,5 procent de kommande åren. Kärninflationen, HIKP rensad för energi och livsmedelspriser, har legat

Upptrappad handelskonflikt mellan USA och Kina

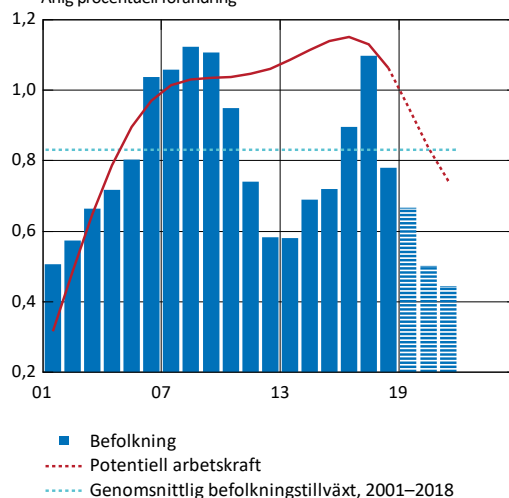
Förra året införde USA tullar på hälften av all import från Kina. Varor till ett värde av 50 miljarder USD belades med tull om 25 procent medan varor för ytterligare 200 miljarder USD fick en tullsats på 10 procent. Den 10 maj höjde USA tullsatserna från 10 till 25 procent på kinesiska varor till ett värde av 200 miljarder USD. USA har dessutom hotat med att införa tullar på all import från Kina, det vill säga import för ytterligare drygt 300 miljarder USD.

Som svar höjde Kina den 1 juni tullarna på redan tullbelagda amerikanska varor. Tullsatsen varierar mellan 5 och 25 procent för varor motsvarande 60 miljarder USD. Sedan förra året har Kina sammantaget infört tullar på amerikanska varor till ett värde av 110 miljarder USD.

Kina har inte möjlighet att fullt ut matcha beloppen som USA tullbelägger från Kina eftersom summan av den kinesiska importen från USA är mycket mindre än motsvarande amerikansk import från Kina. Det ökar risken för att man inför andra, så kallade icke-tariffära, handelshinder såsom längre ledtider på import från USA och komplicerade tullförfaranden och kanske också gör det svårare för amerikanska företag att bedriva affärsverksamhet i Kina.

I samband med G20-mötet i Osaka enades parterna om att återuppta handelssamtalen. Risken för störningar i den globala handeln kvarstår dock då utgången av förhandlingarna mellan USA och Kina är osäker samtidigt som USA hotat med ytterligare tullar även mot andra länder.

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



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

Källor: SCB och Riksbanken

på omkring 1 procent de senaste åren och har inte stigit som väntat. Den allt starkare arbetsmarknaden har dock bidragit, och förutses fortsätta att bidra, till ett ökat kostnadstryck. Detta bedöms få kärninflationen att stiga gradvis framöver från drygt 1 procent i år till 1,7 procent i slutet av prognosperioden.

I USA bedöms inflationen, mätt med KPI, stiga i år, bland annat till följd av högre livsmedelspriser. Den starka amerikanska arbetsmarknaden bidrar till att löneökningstakten, och därmed företagens kostnader för arbetskraft, stiger något snabbare, vilket bidrar till lite högre kärninflation i år och nästa år. Höjda tullar bidrar initialt till högre inflation genom att priset på importerade varor ökar. Osäkerheten förknippad med den upptrappade handelskonflikten dämpar dock efterfrågan något vilket efter 2020 medför lite lägre inflationstryck jämfört med prognosen i april. Sammantaget bedöms KPI-inflationen bli drygt 2 procent de kommande åren (se diagram 4:5).

Sverige

Arbetskraftsutbudet växer långsammare

Ekonomins tillväxtpotential påverkas av den trendmässiga utvecklingen av arbetskraftsutbudet och produktiviteten. De senaste åren har befolkningen i arbetsför ålder vuxit relativt snabbt (se diagram 4:6). Detta har bidragit till att utbudet av arbetskraft har ökat kraftigt.

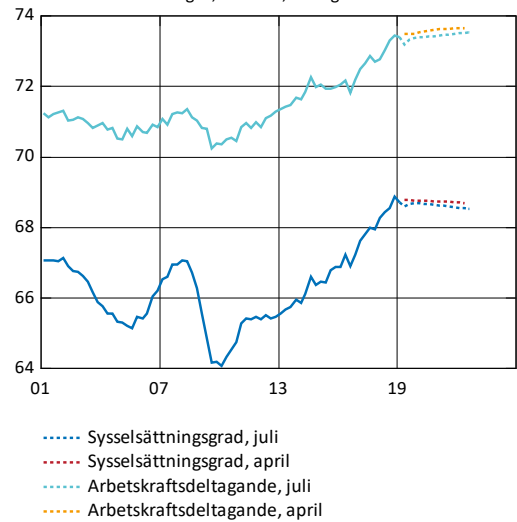
Arbetskraftsdeltagandet har också ökat trendmässigt sedan 2009, och 2018 deltog över 73 procent av befolkningen i åldern 15–74 år i arbetskraften (se diagram 4:7). Uppgången har skett både bland inrikes och utrikes födda. Bland inrikes födda beror ökningen främst på att äldre väljer att stanna kvar i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

De kommande åren sjunker tillväxten i den arbetsföra befolkningen eftersom en större andel av den inrikes födda befolkningen uppnår en ålder då arbetskraftsdeltagandet normalt minskar till följd av pension. Samtidigt antas invandringen minska. Men eftersom arbetskraftsdeltagande bland utrikes födda och äldre antas fortsätta öka bedöms utvecklingen av det potentiella utbudet av arbetskraft inte dämpas lika snabbt som befolkningstillväxten (se diagram 4:6).

I likhet med i stora delar av omvärlden har produktivitetstillväxten i Sverige, bortsett från under enstaka år, varit låg sedan finanskrisen (se diagram 4:8). Det finns ingen enskild faktor som förklarar den svaga produktivitetstillväxten, utan flera faktorer samverkar sannolikt.¹⁶ Produktivitetstillväxten väntas öka framöver men förbli lägre än före finanskrisen.

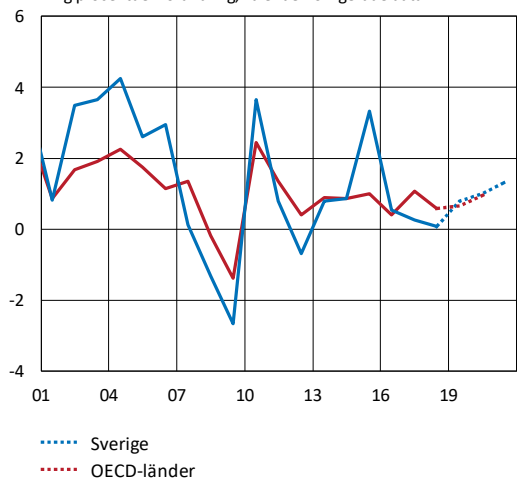
¹⁶ För en internationell jämförelse och genomgång av olika förklaringsfaktorer, se kapitlet "Produktiviteten i Sverige" i Lönebildningsrapporten 2017, Konjunkturinstitutet.

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



Källor: SCB och Riksbanken

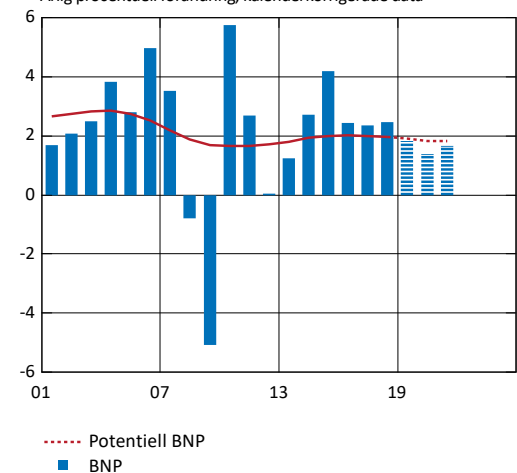
Diagram 4:8. Produktivitet
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Anm. Prognos för OECD är från Economic Outlook, maj 2019. Produktiviteten för OECD avser BNP per anställd. För Sverige avser den BNP per arbetad timme.

Källor: OECD, SCB och Riksbanken

Diagram 4:9. BNP
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

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

Den svenska konjunkturen är stark, men tillväxten mattas av

De närmaste åren väntas den svenska ekonomin växa något långsammare än de senaste åren (se diagram 4:9). I och med att tillväxten blir lägre än ekonomins tillväxtpotential sker en gradvis normalisering av det starka svenska konjunkturläget (se diagram 4:10). Utvecklingen beror till viss del på lägre tillväxt i den inhemska efterfrågan, bland annat till följd av utvecklingen på bostadsmarknaden. Sveriges tillväxt är också mycket beroende av utvecklingen i omvärlden som efter en period av hög tillväxt växer i en mer normal takt framöver. Minskad tillväxt på de svenska exportmarknaderna väntas, tillsammans med en gradvis kronförstärkning, innebära att tillväxten i svensk export dämpas något de kommande åren.

De senaste årens starka tillväxt i den inhemska efterfrågan har minskat nettoexporten och överskottet i bytesbalansen (se diagram 4:11). Inbromsningen i inhemsk efterfrågan i kombination med uppgången i exporten i början av 2019 innebär att nettoexporten har vänt upp och väntas fortsätta stiga något kommande år. Högre nettoexport hänger också ihop med en svagare krona.

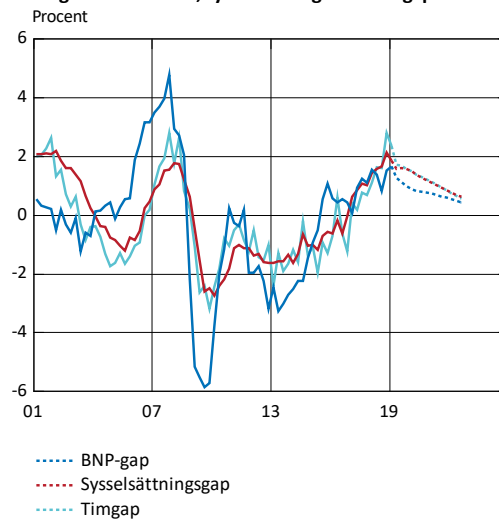
Finanspolitiken var något expansiv i fjol och det finansiella sparandet i offentlig sektor sjönk från 1,4 till 0,9 procent av BNP. Mot bakgrund av den makroekonomiska utvecklingen i stort väntas beslutade finanspolitiska åtgärder för i år innebära att det finansiella sparandet minskar ytterligare något, till 0,3 procent av BNP.

Bostadsinvesteringarna tynger utvecklingen

Bostadsbrist och höga bostadspriser var två orsaker till att bostadsbyggandet ökade och blev en viktig drivkraft i konjunkturuppgången 2014–2017, när bidraget till BNP-tillväxten i genomsnitt var drygt 0,5 procentenheter per år. Hösten 2017 började bostadspriserna gå ner när efterfrågan på de nyproducerade bostäderna minskade. Prisnedgången och den osäkerhet som präglade marknaden har lett till att färre nya bostäder påbörjats. Denna utveckling tynger bostadsinvesteringarna och BNP-tillväxten, framförallt i år, för att sedan i stort sett vara neutral för BNP-utvecklingen de kommande åren (se diagram 4:12). Även om nedgången i bostadsbyggandet är stor i det korta tidsperspektivet är antalet påbörjade bostäder historiskt sett fortsatt högt.

Förväntningarna om en viss normalisering av konjunkturen framöver bidrar till att näringslivets investeringar, exklusive bostadsinvesteringar, ökar långsammare än de senaste åren. De totala bruttoinvesteringarna förblir sammantaget nära oförändrade i år och ökar därefter i måttlig takt.

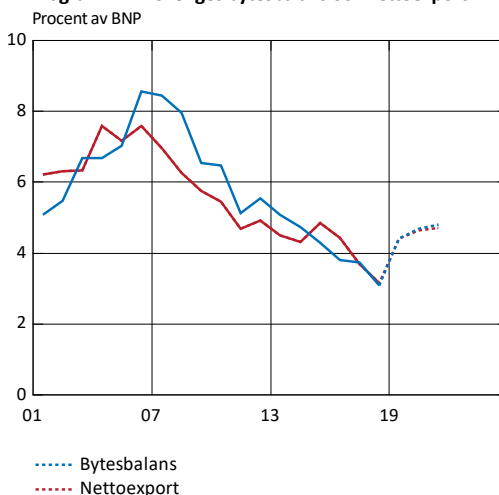
Diagram 4:10. BNP-, sysselsättnings- och timgap



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

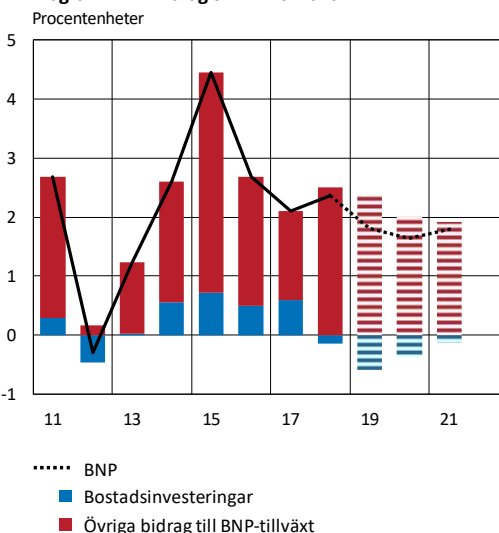
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:11. Sveriges bytesbalans och nettoexport



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:12. Bidrag till BNP-tillväxt



Källor: SCB och Riksbanken

Dämpad konsumtionstillväxt till följd av måttlig prisutveckling på bostäder

Hushållens disponibla inkomster växer allt långsammare de kommande åren när sysselsättningen väntas öka i en lägre takt och bolåneräntorna stiga i takt med reporäntan. Enligt Konjunkturinstitutets hushållsbarometer tycks hushållens ränteförväntningar de kommande åren vara ungefär i linje med Riksbankens prognos för reporäntan (se diagram 2:12). Detta tyder på att hushållen tagit höjd för kommande räntehöjningar i sina ekonomiska kalkyler och speglas till viss del av att hushållen i utgångsläget sparar en historiskt hög andel av sina inkomster.

Mot bakgrund av det fortsatt starka läget på arbetsmarknaden och en stabilisering av bostadsmarknaden kan hushållen därför förväntas konsumera en större andel av sina inkomster och på så sätt jämna ut sin konsumtion över tiden. Konsumtionen växer därmed i en förhållandevis jämn takt de närmaste åren, något under den historiskt genomsnittliga tillväxttakten (se diagram 4:13).

Stabilisering på bostadsmarknaden och långsammare ökningstakt i hushållens skulder

Hushållens skulder har ökat i en allt långsammare takt i spåren av prisnedgången på bostäder. Bostadspriserna har varit stabila det senaste året och nedgången, mätt med prisindexet HOX, stannar vid knappt 5 procent jämfört med pristoppen sommaren 2017 (se diagram 1:11). Nedgången är därmed måttlig jämfört med tidigare prisuppgångar och dagens bostadsköpare betalar därför överlag fortfarande ett betydligt högre pris för bostaden än vad säljarna en gång gjorde. Då bostadsköpen till stor del finansieras med lån, fortsätter detta att utgöra en central drivkraft i utvecklingen av hushållens skulder.

De kommande åren väntas byggandet stabiliseras på en lägre nivå, samtidigt som amorteringskraven berör allt fler hushåll och bolåneräntorna gradvis stiger. Detta bedöms bidra till att bostadspriserna ökar i måttlig takt. SCB har justerat ned hushållens disponibla inkomster 2018, vilket innebär att skuldernas andel av den disponibla inkomsten, den så kallade skuldkvoten, är högre i utgångsläget jämfört med bedömningen i april. Skulderna väntas fortsätta öka något snabbare än inkomsterna och skuldkvoten stiger till drygt 190 procent under 2022 (se diagram 1:12).

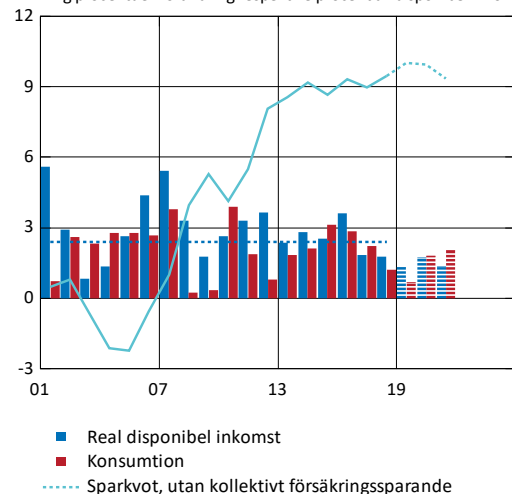
Stark arbetsmarknad

Utvecklingen på arbetsmarknaden har varit stark i flera år och både arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden har stigit till mycket höga nivåer (se diagram 4:7). Det gynnsamma konjunkturläget innebär att efterfrågan på arbetskraft är fortsatt stor och sysselsättningen väntas öka med knappt 1 procent i år.

Samtidigt som utvecklingen på arbetsmarknaden har varit gynnsam har det blivit svårare att matcha de arbetsökande

Diagram 4:13. Hushållens reala disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst

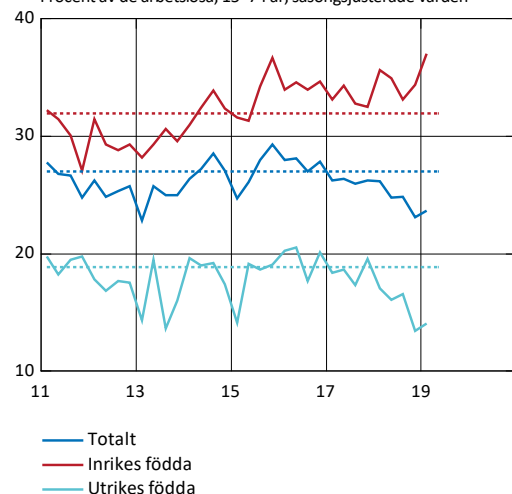


Anm. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator. Streckad linje avser genomsnitt av konsumtionstillväxten 1994–2018. Kollektivt försäkringssparande består av sparande som hushållen inte kontrollerar själva, exempelvis premiepension och avtalsförsäkringar.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:14. Jobbchans

Procent av de arbetslösa, 15–74 år, säsongsjusterade värden

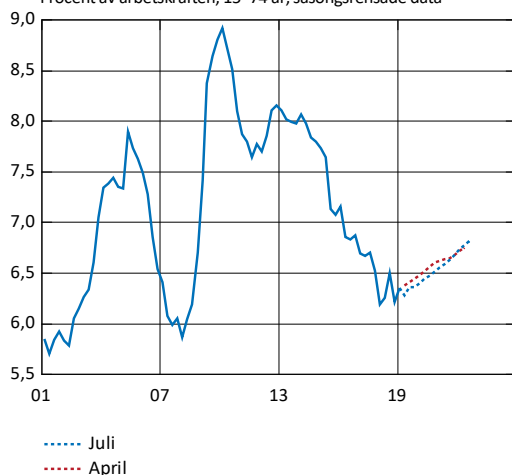


Anm. Jobbchansen avser andelen arbetslösa som går till sysselsättning varje kvartal. Streckade värden avser medelvärden sedan kv3 2005.

Källa: SCB

Diagram 4:15. Arbetslöshet

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

med de lediga jobben. Jobbchansen, det vill säga flödet från arbetslöshet in i arbete, är trots den goda konjunkturen fortsatt relativt låg (se diagram 4:14). En förklaring till detta är sannolikt det stora inflödet i arbetskraften som till stor del utgjorts av flyktingar och deras anhöriga, en grupp som historiskt haft en svagare anknytning till arbetsmarknaden. Utvecklingen har inneburit att sammansättningen av gruppen arbetslösa har förändrats och andelen inskrivna arbetslösa på Arbetsförmedlingen som tillhör så kallade utsatta grupper har ökat och utgör nu drygt 75 procent.¹⁷ Även framöver väntas inflödet i arbetskraften framför allt bestå av personer som i genomsnitt har relativt svårt att komma i arbete. Samtidigt bedöms efterfrågan på arbetskraft växa långsammare och arbetslösheten väntas därför stiga något under prognosperioden (se diagram 4:15).

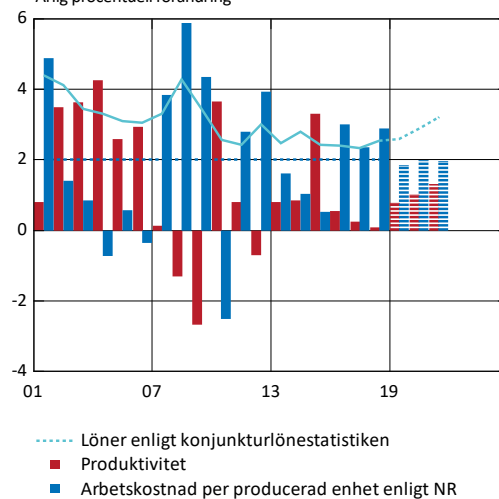
Tillväxten i BNP, sysselsättning och arbetade timmar väntas bli lägre än deras respektive trendmässiga tillväxt och resursutnyttjandet sjunker därför något. Sammantaget bedöms alltså resursutnyttjandet på arbetsmarknaden, och i ekonomin som helhet, vara högre än normalt och förbli så under de kommande åren (se diagram 4:10).

Löneökningstakten väntas stiga gradvis

De senaste åren har lönerna ökat måttligt, både i förhållande till konjunkturen och till sitt historiska genomsnitt. Det samma gäller löneutvecklingen i omvärlden. Produktivitetstillväxten, som påverkar utrymmet för löneökningar hos företagen, har också varit svag. Utvecklingen av resursutnyttjandet i omvärlden och den svaga produktivitetstillväxten är viktiga faktorer bakom den dämpade löneökningstakten de senaste åren. Den svaga produktivitetstillväxten har samtidigt under perioden inneburit att arbetskostnaderna per producerad enhet ökat relativt snabbt (se diagram 4:16).

Löneökningstakten enligt konjunkturlönestatistiken bedöms bli 2,6 procent i genomsnitt 2019 och väntas därefter stiga ytterligare de kommande åren. Såväl resursutnyttjandet som löneökningstakten i omvärlden har stigit (se diagram 3:10). Under 2020 genomförs nya avtalsförhandlingar i ett läge när inflationsförväntningarna de senaste åren har varit nära 2 procent, arbetsmarknaden varit mycket stark och inflationen nära inflationsmålet. Därutöver väntas produktiviteten stiga något snabbare framöver, ungefär i linje med omvärlden (se diagram 4:8). Sammantaget talar detta för en stigande löneökningstakt. Under prognosperioden bedöms arbetskostnaden per producerad enhet öka ungefär i linje med sitt historiska genomsnitt på 2 procent per år (se diagram 4:16).

Diagram 4:16. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser genomsnitt av arbetskostnad per producerad enhet enligt NR 1994–2018.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

¹⁷ Arbetsförmedlingen definierar utsatta grupper som arbetslösa som saknar gymnasieutbildning, och/eller är utomeuropeiskt födda och/eller har ett funktionshinder och/eller är 55–64 år.

Kronan stärks framöver

Den svenska kronan har försvagats något sedan publiceringen av den penningpolitiska rapporten i april (se diagram 2:10). En del av försvagningen skedde i samband med det penningpolitiska beslutet, men även andra ekonomiska nyheter har bidragit till kronans utveckling.

Sett i ett något längre perspektiv har kronan upprepade gånger blivit svagare än i Riksbankens prognoser. Det är svårt att prognosticera förändringar i växelkurser, inte minst på kortare sikt. På längre sikt finns det stöd för att växelkurser drivs av fundamentala faktorer som relativ produktivitet och bytesförhållandet, och att rörelser bort från långsiktiga jämviktsnivåer bör vara tillfälliga. Skattningar av långsiktiga jämviktsnivåer kan skilja sig åt beroende på exempelvis vilket mått på real växelkurs som används. Men den samlade bedömningen av kronans utveckling i ett längre perspektiv indikerar att kronan i dagsläget är svagare än sin långsiktiga jämviktsnivå (se fördjupningen "Kronans trendmässiga utveckling" i detta kapitel). Därmed väntas kronan, liksom i Riksbankens tidigare bedömning, på sikt långsamt förstärkas. I den aktuella prognosen ligger kronan kvar nära den nivå den befinner sig på i dagsläget under de kommande kvartalen, innan den gradvis förstärks mot sin långsiktiga jämviktsnivå (se diagram 4:17).

Inflationen nära 2 procent de närmaste åren

Inflationen har legat nära Riksbankens inflationsmål på 2 procent sedan början av 2017 (se diagram 4:18). Flera faktorer har bidragit till detta. Bland annat har konjunkturläget i svensk ekonomi stärkts och kronan har försvagats, vilket bidragit till högre prisökningstakt i importerade varor och livsmedel. De senaste åren har även stigande energipriser bidragit till högre inflation.

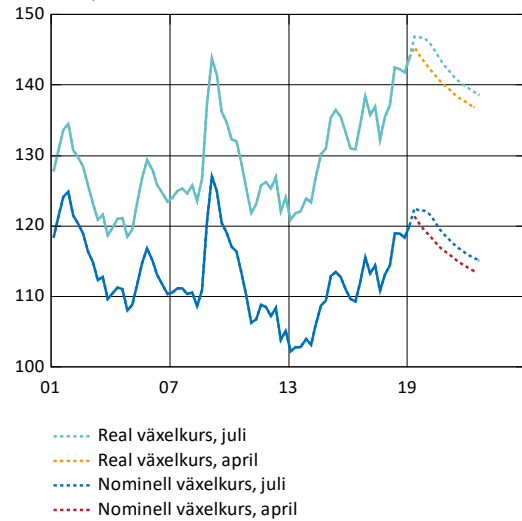
Inflationen har utvecklats i linje med Riksbankens prognos sedan det penningpolitiska mötet i april. I maj uppgick inflationen mätt med KPIF till 2,1 procent. Om energipriserna exkluderas var KPIF-inflationen lägre och uppgick till 1,7 procent. Medianen av olika mått på underliggande inflation som Riksbanken regelbundet analyserar ligger på 2,0 procent.

Konjunkturen är stark och resursutnyttjandet väntas vara fortsatt högt de närmaste åren. Arbetskostnaderna per producerad enhet väntas öka i en relativt normal takt framöver. Den svaga kronan, stigande livsmedelspriser och högre hyreshöjningar än under senare år är andra faktorer som bidrar positivt till inflationen under det närmaste året. Sammantaget innebär detta att inflationen mätt med KPIF exklusive energi gradvis stiger och att KPIF-inflationen ligger nära 2 procent under större delen av prognosperioden (se diagram 4:18)

Det finns faktorer som verkar dämpande på inflationen. De kommande åren väntas en viss förstärkning av kronan ske samtidigt som energipriserna väntas öka långsammare än under de senaste åren. Den lägre ökningstakten i energipriserna bidrar till att KPIF-inflationen tillfälligt faller och ligger strax

Diagram 4:17. Real och nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100

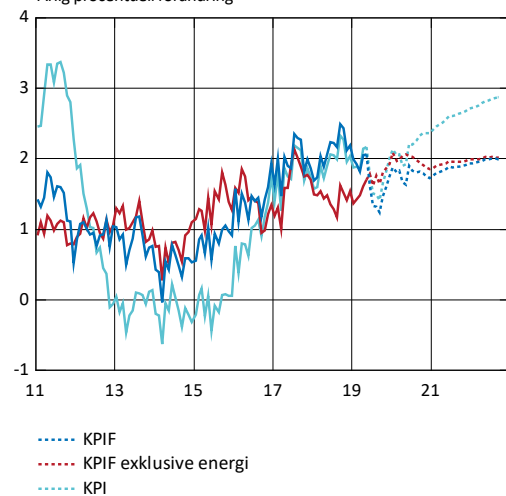


Anm. Real växelkurs är beräknad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i de länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

Diagram 4:18. KPIF, KPIF exklusive energi och KPI

Årlig procentuell förändring

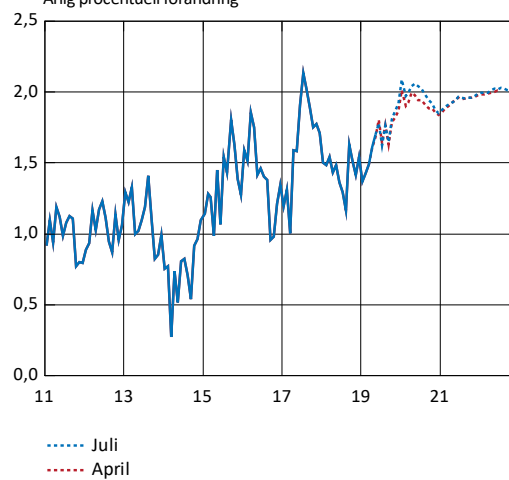


Källor: SCB och Riksbanken

under 1,5 procent de närmaste månaderna innan den stiger igen.

Inflationsutsikterna är i stort desamma som i den penningpolitiska rapporten från april. Kronan är svagare än föregående prognos och väntas förbli svagare under hela prognosperioden vilket bidrar till att prognosen för KPIF-inflationen exklusive energi är något uppreviderad 2020 (se diagram 4:19). Lägre energipriser än väntat motverkar effekterna av den svagare kronan och prognosen för KPIF-inflationen är något nedreviderad det närmaste året (se diagram 1:6). Totalt sett är prognosrevideringarna för inflationen både inklusive och exklusive energi dock små.

Diagram 4:19. KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

FÖRDJUPNING – Kronans trendmässiga utveckling

Kronans nominella växelkurs i konkurrensvägda termer (mätt med kronindex, KIX) är på ungefär samma nivå idag som den var 1993, det första året med rörlig växelkurs. Mot vissa individuella valutor är kronan svagare än 1993, men mot andra valutor är kronan på en nivå nära den för 25 år sedan eller starkare. Mot många valutor har dock kronkursen försvagats mycket de senaste åren, och beaktar man samtidigt pris- och kostnadsutvecklingen i nationella valutor så är kronan enligt de flesta mått idag svag. Den reala kronkursen försvagades trendmässigt under ett flertal decennier, ungefär fram till den globala finanskrisen. Den utvecklingen kan förklaras med att den svenska produktivitetstillväxten under en period var svagare än i omvärlden och att Sveriges bytesförhållande periodvis försämrades. Under 2010-talet ger olika mått på real växelkurs en splittrad bild av kronans utveckling. Men det mesta talar ändå för att kronan i dagsläget är svag och kan förväntas bli starkare framöver i takt med att räntor stiger mer i Sverige än i omvärlden och osäkerheten kring den globala handelspolitiken minskar. Det finns dock betydande osäkerhet kring hur stor, hur snabb och hur snar en kronförstärkning kan tänkas bli. Riksbanken fortsätter därför med sitt analysarbete för att belysa och bättre förstå kronans utveckling.

Är kronan svag?

Den senaste tidens försvagning av den svenska kronan har orsakat en intensiv debatt. Att kronans växelkurs försvagats på senare tid behöver dock inte nödvändigtvis betyda att den i grunden är svag. Försvagningen skulle också kunna handla om att kronan återgår till en mer normal nivå efter en period då den tillfälligt varit ovanligt stark. Den svenska kronan har exempelvis försvagats mot den norska kronan med 11 procent sedan det första kvartalet 2016 men under året dessförinnan hade den stärkts med lika mycket. I dagsläget är växelkursen mot den norska kronan på samma nivå som under 1993, det första året med rörlig växelkurs. Samtidigt har kronan försvagats med cirka 15 procent mot euron och med cirka 45 procent mot schweizerfrancen.

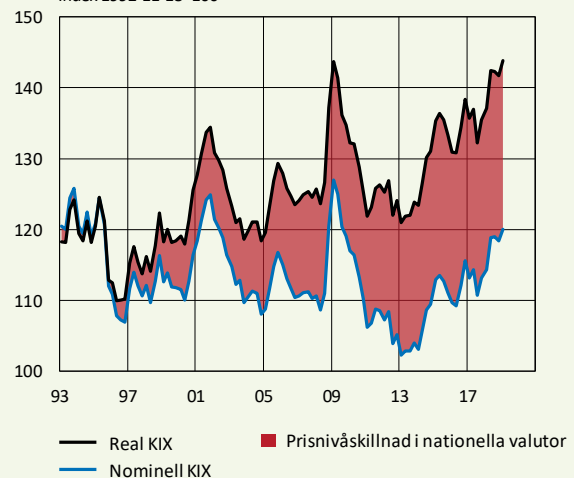
För att kunna säga något mer allmängiltigt om kronkursens utveckling behöver man således göra en sammanvägning av ett antal olika valutor. Det görs i KIX (kronindex) som väger samman ett antal bilaterala växelkurser utifrån hur betydelsefulla de är för Sveriges utrikeshandel. Enligt KIX är kronan idag på ungefär samma nivå som 1993, då kronan just försvagats med 20 procent i samband med införandet av rörlig växelkurs. I KIX ingår dock en del tillväxtekonomier som fått allt större vikter i kraft av sin växande betydelse för världshandeln. Tillväxtekonomierna har i genomsnitt haft jämförelsevis hög inflation och därför en svag utveckling av växelkurserna, eftersom växelkurser tenderar att anpassa sig så att priser på varor och tjänster som handlas internationellt inte skiljer sig åt alltför mycket mellan olika länder. Gentemot mer

likartade länders valutor har kronan försvagats i nominella termer sedan 1993 och mycket av den försvagningen har ägt rum de senaste åren.

Real växelkurs – en jämförelse av prisnivåer i gemensam valuta

I debatten har det påpekats att växelkursens utveckling innebär att en svensk krona räcker till allt mindre av varor och tjänster i utlandet jämfört med i Sverige. Det här är också för många syften den mest relevanta sortens jämförelse att göra – mellan prisnivåer i gemensam valuta. Den jämförelsen benämns i allmänhet real växelkurs och definieras som produkten av nominell växelkurs och kvoten mellan prisindex i omvärlden och i hemlandet.¹⁸

Diagram 4:20. Real KIX uppdelad i nominell KIX och prisnivåskillnad



Källa: Riksbanken

¹⁸ Real växelkurs = Nominell växelkurs \times $\frac{\text{Prisindex i omvärlden}}{\text{Prisindex i hemlandet}}$

Med KPIF för Sverige och likartade prisindex för de länder som ingår i KIX erhålls det mått som vanligen får representera kronans reala växelkurs, real KIX. Diagram 4:20 visar hur detta index har utvecklats sedan 1993, uppdelat på utvecklingen i nominell KIX och skillnaden i prisnivåer. Här blir det tydligt att nominell KIX är på samma nivå som 1993 men att en växande prisnivåskillnad gör att kronan försvagats i reala termer, eftersom inflationen i Sverige varit lägre än i omvärlden.

Olika mått på real växelkurs

Den här bilden av hur skillnaden i prisnivåer utvecklats bygger på konsumentprisindex. Det är dock inte nödvändigtvis det mest ändamålsenliga sättet att mäta real växelkurs, bland annat eftersom indexsammansättning och mätmetoder skiljer sig mellan olika länder. Ett annat konsumentprisbaserat alternativ är att konstruera en real växelkurs baserad på den köpkraftsstatistik som tas fram av OECD och Eurostat i syfte att jämföra olika länders reala inkomstnivåer. Dessa PPP-data har fördelen att de bygger på jämförelser av priser på identiska produkter, men data-underlaget är samtidigt snävare än gängse konsumentprisindex och uppdateras betydligt mer sällan och med större fördröjning.¹⁹

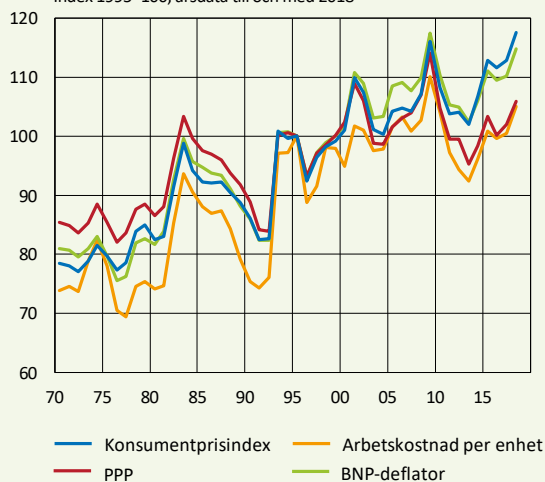
Ytterligare en möjlighet är att använda BNP-deflatoren som är tänkt att fånga prisnivån på den samlade produktionen i respektive land. Det är också möjligt att utgå från kostnader istället för priser, och beräkna den reala växelkursen utifrån arbetskostnaden per producerad enhet i olika länder. Med det måttet undviker man variationer som beror på förändringar i företags prispåslag och mildrar även de svårigheter med jämförbarhet som konstruktionen av konsumentprisindex kan ge upphov till. Samtidigt fångar arbetskostnaden per producerad enhet just arbetskostnaden och inte totalkostnaden för en producerad enhet vilket kan påverka bilden av den relativa prisnivån om vinstandelen skulle utvecklas på olika sätt i Sverige och i omvärlden. Till skillnad från konsumentpriser så inkluderar BNP-deflatoren också priser på varor och tjänster som inte går till privat konsumtion (till exempel export och investeringar), och exkluderar priser på importerade varor och tjänster.

Trendmässig försvagning av real växelkurs fram till den globala finanskrisen

Diagram 4:21 visar reala effektiva – det vill säga handelsvägda – växelkurser för Sverige fram till slutet på 2018 baserade på dessa olika mått.²⁰ Real växelkurs beräknad

med konsumentprisindex och BNP-deflatoren ger intrycket av den försvagning som har skett sedan 2012 utgör fortsättningen på en trend som pågått sedan 1970-talet. Även de andra måtten indikerar en trendmässig försvagning av kronans reala växelkurs. För dessa mått är trenden dock mindre tydlig efter 1993.

Diagram 4:21. Olika mått på svensk real effektiv växelkurs
Index 1995=100, årsdata till och med 2018



Anm. Namnen anger med vilket pris- eller kostnads mått som real växelkurs deflaterats. Före 1995 saknas data för vissa mått för vissa länder. Urvalet begränsat till länder och år då data finns tillgänglig för måtten som baseras på konsumentprisindex, PPP och BNP-deflator. Den reala växelkursen baserad på arbetskostnad per enhet är en inverterad och omdirigerad version av OECD:s "Competitiveness Indicator, Relative Unit Labour Costs, Overall Economy".

Källor: OECD, Världsbanken och Riksbanken

Skillnaderna mellan det mått som använder konsumentprisindex och de som baseras på enhetsarbetskostnader och PPP-data kan delvis vara uttryck för skillnader i de metoder för prismätning som ligger till grund för respektive lands konsumentprisindex. Att utvecklingen skiljer sig åt mellan konsumentprisindex och enhetsarbetskostnader kan delvis också spegla att inhemsk produktion har en annan sammansättning än inhemsk konsumtion.

PPP-data öppnar också för möjligheten att direkt konstatera om kronan är stark eller svag eftersom jämförelsen avser samma varukorg i Sverige och utomlands. Om den identiska varukorgen är dyrare i Sverige så skulle kronan kunna sägas vara stark, och omvänt om varukorgen är billigare. Under 2018 var den svenska prisnivån mätt på detta sätt cirka 20 procent lägre än i Norge men cirka 15 procent högre än i euroområdet och cirka 10 procent högre än i USA.

¹⁹ PPP står för "Purchasing Power Parity", det vill säga köpkraftsparitet. I konstruktionen av PPP-data används betydligt färre produkter än i konstruktionen av konsumentprisindex och för varje enskilt delindex samlas priser endast in vart tredje år. De data som används här bygger på den aggregering av priser som benämns "purchasing power parities for private consumption". Bilateral reala växelkurser gentemot USA och euroområdet beräknade med dessa data visades i fördjupningen "Kronans utveckling på längre sikt" i den penningpolitiska rapporten i oktober 2018.

²⁰ För att göra de redovisade måtten på real växelkurs så jämförbara som möjligt har en del av de tillväxtekonomier som ingår i KIX inte vägts in före 1995. Data för euroområdet som helhet saknas också före 1995 och har ersatts av en sammanvägning av en mindre grupp länder. Sammantaget innebär detta att under perioden före 1995 begränsas urvalet till 18 KIX-länder som motsvarar 84 procent av KIX med 1994 års vikter. Före 1995 används konstanta KIX-vikter från 1994.

Vad kan förklara trenden i kronans reala växelkurs?

Sammantaget indikerar de olika måtten en försvagande trend i kronans reala växelkurs sedan 1970, men som tycks vara mindre tydlig sedan 1993, lite beroende på vilket mått som ges störst vikt. Vad kan förklara den trenden?

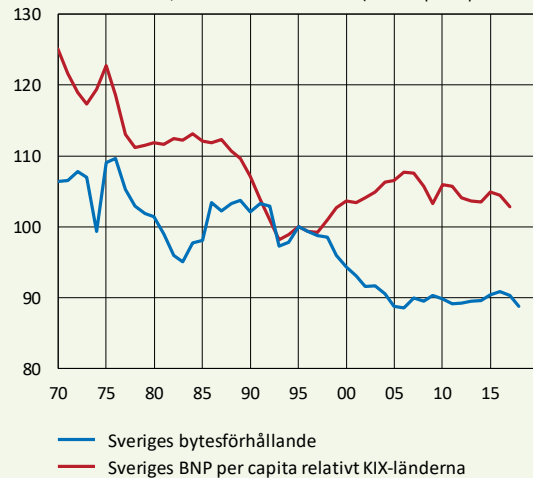
I traditionell ekonomisk teori brukar en trendmässig försvagning av ett lands reala växelkurs förklaras med att produktivitetstillväxten varit långsammare än i omvärlden eller att landets bytesförhållande (terms of trade) försämrats trendmässigt.²¹

Den relativa produktivetsutvecklingen återspeglas normalt i utvecklingen i BNP per capita relativt omvärlden. Under åren mellan 1970 och 1993 växte BNP per capita i genomsnitt långsammare i Sverige än i vår KIX-viktade omvärld (se diagram 4:22). Detta kan ha varit en viktig orsak till försvagningen av den reala kronkursen under den perioden. Därpå följde en tioårsperiod med en relativt snabb tillväxt i svensk BNP per capita. Mellan 2006 och 2009 föll svensk BNP per capita tillbaka något relativt omvärlden och har sedan dess varit i stort sett oförändrad jämfört med KIX-länderna som helhet.

Perioden med relativt hög svensk produktivitetstillväxt mellan 1998 och 2006 sammanföll huvudsakligen med en tydlig försämring av det svenska bytesförhållandet (se diagram 4:22). För en liten öppen ekonomi som den svenska styrs bytesförhållandet huvudsakligen av världsmarknadspriser. De kan i sin tur bestämmas av utbudsfaktorer som teknologisk utveckling eller råvarufyndigheter. De tydligaste exemplen på länder vars växelkurs samvarierar mycket med landets bytesförhållande är de vars produktion och export är starkt inriktade på enstaka råvaror. Men även med andra produktionsmönster kan det uppstå trender i ett lands exportpriser och importpriser, som blir viktiga för växelkursen. Den försämring av bytesförhållandet som skedde mellan 1998 och 2006 var gemensam för Sverige och några andra länder, däribland Finland och Sydkorea, som också exporterar högteknologiska produkter med en snabb teknikutveckling och därför snabbt sjunkande kostnader och priser.²²

Diagram 4:22. Sveriges bytesförhållande och BNP per capita relativt omvärlden

Index 1995=100, årsdata till och med 2018 (för BNP per capita 2017)



Anm. Sammanvägningen av KIX-ländernas BNP per capita är gjord med samma urval av länder och år som beskrivs i anmärkningen till diagram 4:21 och fotnot 20.

Källor: IMF och Världsbanken

Sammanfattningsvis är den trendmässiga försvagningen av den reala växelkursen 1970–1993 förenlig med de traditionella förklaringsvariablernas trendmässiga utveckling under samma period. Den fortsatta kronförsvagningen under åren 1998–2006 sammanföll med en ökning av BNP per capita relativt omvärlden på 5 procent men en samtidig försämring av bytesförhållandet på ungefär 10 procent. En fortsatt försvagning av real växelkurs fram till 2009 skulle kunna motiveras av att BNP per capita föll tillbaka relativt omvärlden mellan 2006 och 2009 men däremot är det svårt att hitta stöd i de traditionella förklaringsvariablerna för en försvagande trend – eller jämviktsnivå – i den reala kronkursen.²³

Utvecklingen av Sveriges utrikeshandel (och övriga transaktioner med omvärlden) bör också hänga samman med växelkursen. Sedan början av 1990-talet har den svenska bytesbalansen först ökat från ett underskott på 1 procent av BNP 1993 till ett överskott på 8 procent 2006. Sedan dess har överskottet gradvis sjunkit (se diagram 4:11). Det finns inget enkelt samband mellan bytesbalansen och växelkursen men en hypotes som ligger till grund för delar av IMF:s årligen återkommande analys av graden av under- eller övervärdering av olika valutor gör

²¹ När produktivetsutvecklingen är snabbare än i omvärlden bör löneökningarna bli högre och i förlängningen även priserna på sådana varor och tjänster som inte handlas internationellt. Det här är en avgörande länk i resonemanget bakom den så kallade Balassa-Samuelson-hypotesen som innebär att ekonomier med en relativt snabb produktivitetstillväxt kan förväntas få en förstärkning av sin reala växelkurs. Bytesförhållandet definieras som kvoten mellan exportprisindex och importprisindex. Se vidare M. Berka, M. B. Devereux och C. Engel (2018), "Real Exchange Rates and Sectoral Productivity in the Eurozone", *American Economic Review* 108(6): 1543–1581.

²² Exportutredningen (SOU 2008:90) konstaterade 2008 att "[e]n viktig förklaring till nedgången i bytesförhållandet är att Sveriges ekonomi är specialiserad inom högteknologiska branscher där den snabba teknikutvecklingen leder till kostnads-

minskar och prisfall för produkterna. Dessutom opererar många svenska företag i specialiserade marknadssegment där en ökning i utbudet från Sverige snabbt leder till minskade priser."

²³ I litteraturen identifieras ytterligare ett antal faktorer som åtminstone tillfälligtvis kan påverka reala växelkurser, däribland nivån på offentlig konsumtion, handelshinder och demografiska faktorer. En översikt av sådana variabler och skattningar av 48 länders reala effektiva växelkurser återfinns i L. A. Ricci, G. M. Milesi-Ferretti och J. Lee (2008), "Real Exchange Rates and Fundamentals: A Cross-Country Perspective", IMF Working Paper 08/13. En preliminär översyn i relation till euroområdet tyder dock på att förändringarna i dessa variabler under de senaste decennierna varit så pass små att de endast kan ha haft en marginell inverkan på den reala växelkursen gentemot euron.

gällande att ju mer i balans utrikeshandeln är desto närmare är den reala växelkursen sin långsiktiga jämviktsnivå.²⁴

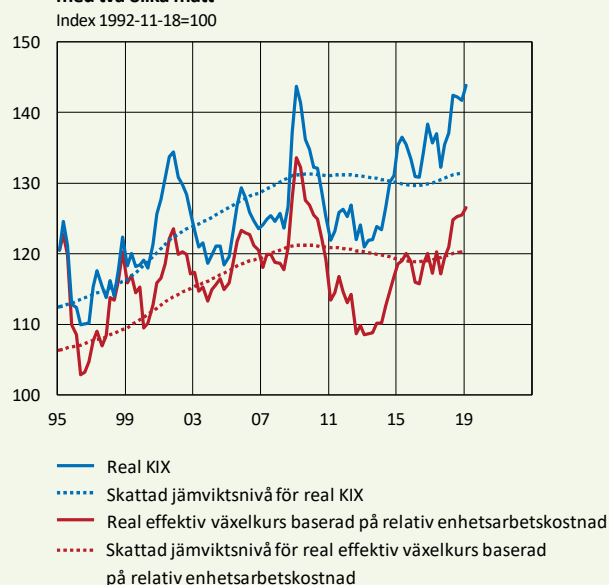
Den reala växelkursens utveckling i en empirisk modell

Av resonemanget ovan framgår att det finns perioder då utvecklingen i de traditionella förklaringsvariablerna drar den reala växelkursen åt olika håll. Detta talar för att använda en empirisk modell för att väga samman de olika faktorernas påverkan på den reala växelkursen. Riksbanken använder regelbundet en tidsseriemodell med tidsvarierande jämviktsnivåer för att samtidigt förklara den reala växelkursens jämviktsnivå och dess avvikelser från denna jämviktsnivå. En kombination av den skattade trenden i relativ BNP per capita och den skattade trenden i bytesförhållandet antas förklara jämviktsnivån. Samtidigt antas bytesbalanssaldo och skillnader gentemot omvärlden i korta och långa räntor ligga bakom den reala växelkursens avvikelser från jämviktsnivån. Modellen är skattad på data från 1995 och framåt, dels på real KIX, dels på kronans reala växelkurs baserad på relativ enhetsarbetskostnad. Real KIX och kronans reala växelkurs baserad på relativ enhetsarbetskostnad, liksom de skattade jämviktsnivåerna, återges i diagram 4:23.

Enligt dessa skattningar, såväl med real KIX som med relativ enhetsarbetskostnad, påverkar den tydliga trendmässiga försämringen i bytesförhållandet mellan 1998 och 2006 kronkursen mer än den förhållandevis begränsade ökningen i relativ BNP per capita som ägde rum under samma period. Det förklarar försvagningen av kronans skattade jämviktsnivå under den här perioden (se diagram 4:23). Eftersom såväl bytesförhållandet som relativ BNP per capita varit i stort sett oförändrade sedan dess har det inte heller skett några större förändringar i den skattade jämviktsnivån.

Med skattningen av hur jämviktsnivån har utvecklats följer också en bild av när kronan varit starkare respektive svagare än sin reala jämviktsnivå. Om man fokuserar på perioden sedan den globala finanskrisen ser man att kronan var svag enligt båda måtten under den globala finanskrisens mest intensiva skede 2009. Det var en period när de finansiella marknaderna och världsekonomin präglades av mycket stor osäkerhet – inte minst rörande de baltiska ländernas ekonomier, mot vilka svenska banker hade en betydande exponering.

Diagram 4:23. Skattad jämviktsnivå för real växelkurs mätt med två olika mått



Källa: Riksbanken

Åren efter finanskrisen var kronan stark. Under den perioden stabiliserades det ekonomiska läget i de baltiska ekonomierna och penningpolitiken rörde sig i en mindre expansiv riktning i Sverige än i många andra länder. Sedan 2017–2018 har kronan åter varit svag. Samtidigt har räntor i Sverige varit låga jämfört med de i omvärlden och den ekonomisk-politiska osäkerheten har varit ovanligt stor, inte minst den som rör handelspolitiken.

Kronan idag och framöver

Avslutningsvis kan vi konstatera att det finns viktiga skillnader mellan olika mått på real växelkurs men att mycket talar för att kronan i dagsläget är svagare än en långsiktig jämviktsnivå. Kronan kan därför förväntas bli starkare framöver i takt med att räntorna i Sverige stiger relativt omvärlden och osäkerheten kring den globala handelspolitiken avtar. Eftersom inflationstakten i Sverige väntas vara ungefär densamma som i omvärlden så är det rimligt att räkna med att anpassningen sker genom att den nominella växelkursen stärks.

Det är dock mycket svårt att utifrån det aktuella kunskapsläget besvara hur stor kronförstärkningen kan väntas bli, när den tar sin början och hur snabbt den kommer att ske. Riksbanken avser därför att fortsätta bidra med analyser som kan belysa och öka förståelsen av kronans utveckling.

²⁴ Se till exempel IMF, 2018 *External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions*, där man redovisar bedömningen att 2017 års bytesbalansöverskott i Sverige översteg den nivå som var förenlig med fundamentala faktorer, och att detta i sin tur talade för att kronan var undervärderad.

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2019 kv2	2019 kv3	2019 kv4	2020 kv3	2021 kv3	2022 kv3
Reporänta	-0,25 (-0,25)	-0,25 (-0,25)	-0,19 (-0,19)	0,14 (0,14)	0,52 (0,52)	0,90

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

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

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2017	2018	2019	2020	2021
Reporänta	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,5)	-0,2 (-0,2)	0,1 (0,1)	0,5 (0,5)
10-årsränta	0,7 (0,7)	0,7 (0,7)	0,3 (0,5)	0,6 (1,0)	1,1 (1,4)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	112,9 (112,9)	117,6 (117,6)	121,7 (120,3)	120,2 (117,5)	117,1 (115,2)
Offentligt finansiellt sparande*	1,4 (1,4)	0,9 (0,9)	0,3 (0,6)	0,3 (0,5)	0,3 (0,5)

* Procent av BNP.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

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

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

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

	2017	2018	2019	2020	2021
Styrränta i omvärlden, procent	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,1)	0,2 (0,2)	0,2 (0,3)	0,3 (0,5)
Råoljepris, USD/fat Brent	54,8 (54,8)	71,5 (71,5)	63,9 (67,0)	59,5 (65,9)	58,5 (63,4)
Svensk exportmarknad	5,0 (5,0)	3,3 (3,4)	3,4 (3,2)	3,6 (3,7)	3,4 (3,5)

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

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

Tabell 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

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

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

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

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

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

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken



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

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK.
ISSN 2000-1932 (online)