

Penningpolitisk rapport

Oktober 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 23 oktober 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 tio dagar 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

Snabbare avmattning mot normalt konjunkturläge 5

Den aktuella penningpolitiken 7

Osäkerhet och risker 10

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden 13

Utvecklingen internationellt 13

Utvecklingen i Sverige 16

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget 19

Inflationen i Sverige 19

Global och svensk konjunktur 20

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna 26

Omvärlden 26

Sverige 28

FÖRDJUPNING – Världshandeln i ständig förändring 34

Tabeller 37

KAPITEL 1 – Penningpolitiska avvägningar

I Sverige liksom i omvärlden har ekonomin gått in i en fas med lägre tillväxttakt. Den nya information som kommit sedan september pekar sammantaget på att konjunkturen mattas av snabbare än väntat. Samtidigt innebär avmattningen en normalisering av ett ekonomiskt läge som har varit starkt i många år med hög tillväxt och en god utveckling på arbetsmarknaden. Så även om prognoserna är nedreviderade ger de inte bilden av någon lågkonjunktur – vare sig i omvärlden eller i Sverige. Inflationen har sedan början av 2017 varit nära inflationsmålet. De senaste månaderna har den sjunkit tillbaka men detta var väntat och inflationsutsikterna för det närmaste året är sammantaget oförändrade sedan i september. Direktionen har därför beslutat att i närtid hålla fast vid den tidigare aviserade penningpolitiska planen. Det innebär att nu behålla reporäntan oförändrad på –0,25 procent, och att prognosen liksom i september indikerar att reporäntan mest sannolikt kommer att höjas i december till noll procent. Osäkerheten kring konjunktur- och inflationsutvecklingen i omvärlden och Sverige är dock påtaglig för de kommande åren. Prognosen för reporäntan är därför nedreviderad och indikerar att reporäntan kommer att vara oförändrad under en längre tid efter den förväntade höjningen i december. Den expansiva penningpolitiken betonar att Riksbanken värnar inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Snabbare avmattning mot normalt konjunkturläge

Gradvis inbromsning i global ekonomi

Sedan slutet av 2017 har BNP-tillväxten i omvärlden bromsat in mot mer normala nivåer. Tillväxten väntas fortsätta att sjunka något den närmaste tiden. Risker förknippade med handelskonflikten mellan USA och Kina och det oklara läget kring Storbritanniens utträde ur EU kvarstår och skapar osäkerhet kring tillväxtutsikterna. Trots att räntorna väntas bli mycket låga under hela prognosperioden bedöms BNP i omvärlden (vägd med KIX-vikter) växa i en måttlig takt, strax under 2 procent per år de kommande åren. Detta är något under det historiska genomsnittet. Den underliggande inflationen har varit låg under en längre tid, framför allt i euroområdet. De långsiktiga inflationsförväntningarna ligger fortsatt på låga nivåer, särskilt enligt de marknadsbaserade måtten. En expansiv penningpolitik i många länder väntas bidra till att begränsa avmattningen så att en lågkonjunktur undviks. Mot bakgrund av bland annat starka arbetsmarknader förväntas den underliggande inflationen stiga i omvärlden.

Marknadsräntor i många länder har stabiliserats den senaste tiden efter nedgångarna som inleddes vid årsskiftet. Utvecklingen på de finansiella marknaderna fortsätter att präglas av oron för att konjunkturutvecklingen ska försämrans och av förväntningar om en allt mer expansiv penningpolitik. Även om räntorna har sjunkit sedan årsskiftet har priserna på mer riskfyllda tillgångar som aktier stigit, och skillnaden mellan räntorna på riskfyllda och riskfria tillgångar har minskat.

Tabell 1:1.

Viktiga faktorer för penningpolitiken
Penningpolitiska stimulanser ger fortsatt stöd till den globala konjunkturen. Inflationen stiger långsamt och de långsiktiga inflationsförväntningarna ligger fortsatt på låga nivåer, särskilt i euroområdet.
Det sker nu en tydlig nedgång i svensk konjunktur mot mer normala nivåer.
Svensk inflation har sjunkit som prognosticerat men väntas stiga igen den närmaste tiden. De långsiktiga inflationsförväntningarna har fallit något under året men är fortsatt nära 2 procent.
Slutsats: Reporäntan behålls oförändrad på –0,25 procent. Prognosen för reporäntan indikerar att räntan mest sannolikt kommer att höjas i december till noll procent för att därefter ligga oförändrad under nästan hela prognosperioden.

Tabell 1:2.

Viktiga prognosrevideringar sedan PPR september
Oväntat svaga utfall och indikatorer pekar på lägre tillväxt och inflation i euroområdet framöver. Något lägre styrräntor under prognosperioden.
Utfall och indikatorer pekar på avtagande svensk tillväxt och något snabbare inbromsning på arbetsmarknaden. Därmed är också takten i löneökningarna något nedreviderad framöver.
Kronan har utvecklats svagare än väntat och bedöms också vara svagare under hela prognosperioden.
Ett mer dämpat resursutnyttjande tillsammans med långsammare löneökningstakt innebär något lägre inflation efter 2020. Den svagare kronan och en mer expansiv penningpolitik motverkar dock detta delvis. Revideringen av inflationsutsikterna mot slutet av prognosperioden är därför liten.

Prissättningen på de finansiella marknaderna signalerar därmed sammantaget inte några förväntningar om en snabb nedgång i den globala konjunkturen. Under året har många centralbanker i omvärlden på olika sätt gjort penningpolitiken mer expansiv. Sammantaget är de finansiella förhållandena i omvärlden fortsatt expansiva.

Avmattning i svensk ekonomi

Sverige har gynnats av en god omvärldskonjunktur och låga räntor, men efter flera år av god tillväxt och en stark konjunktur växer den svenska ekonomin nu långsammare (se diagram 1:2). I år beror det främst på att den inhemska efterfrågan har försvagats: bostadsbyggandet fortsätter att minska och hushållens konsumtion utvecklas svagare än tidigare. Kommande år väntas tillväxten i inhemsk efterfrågan bli något högre, men samtidigt dämpas ökningstakten i exporten. Under andra halvan av prognosperioden förutsätts osäkerheten i världsekonomin avta. Sammantaget bedöms den svenska tillväxten därför stiga från 1,2 procent nästa år till 1,8 procent 2022.

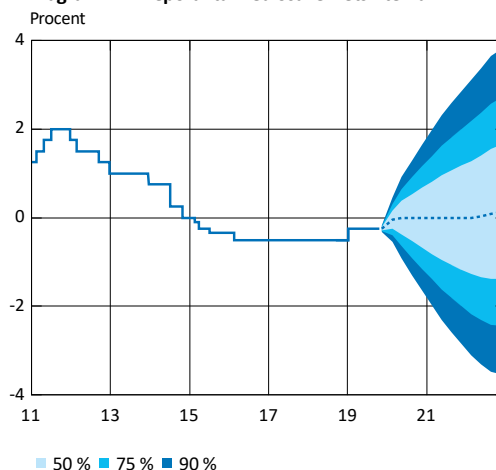
I takt med att konjunkturen under 2019 har gått in i en fas med lägre tillväxt har också arbetsmarknaden svalnat av. Arbetslösheten bedöms ha stigit något under året. Fortfarande bedöms dock en historiskt hög andel av den arbetsföra befolkningen vara sysselsatt. Efterfrågan på arbetskraft har dämpats, vilket avspeglas i att företagen inte upplever lika stor brist på arbetskraft och inte planerar att anställa i samma takt som tidigare. Efterfrågan på arbetskraft väntas avta ytterligare under prognosperioden vilket innebär att sysselsättningsgraden kommer att sjunka något och arbetslösheten kommer att stiga i långsam takt.

Efter flera år med stark konjunktur bedöms resursutnyttjandet i svensk ekonomi vara nära en normal nivå under större delen av prognosperioden.

Något lägre inflation kommande år

Sedan början av 2017 har inflationen legat nära målet på 2 procent. De senaste månaderna har inflationen som väntat sjunkit, i och med att ökningstakten i energipriserna har avtagit. KPIF-inflationen uppgick till 1,3 procent i september (se diagram 1:3). Samtidigt var ökningstakten i KPIF exklusive energi högre och uppgick till 1,6 procent. Riksbankens olika mått på underliggande inflation indikerar att den mer varaktiga inflationen ligger strax under 2 procent. Mot slutet av året väntas inflationen enligt både KPIF och KPIF exklusive energi stiga mot 2 procent, bland annat till följd av att kronan har försvagats och att energipriserna slutar sjunka. Uppgången förklaras även av att de tidigare låga prisökningarna på vissa varor och tjänster påverkar inflationstakten i allt mindre utsträckning. Kronans inverkan på inflationen avtar sedan under loppet av nästa år, samtidigt som energipriserna får en återhållande effekt på prisutvecklingen. Inflationen dämpas därför något under 2020. Förutsättningarna för att inflationen ska vara nära inflationsmålet bedöms dock fortsatt vara goda.

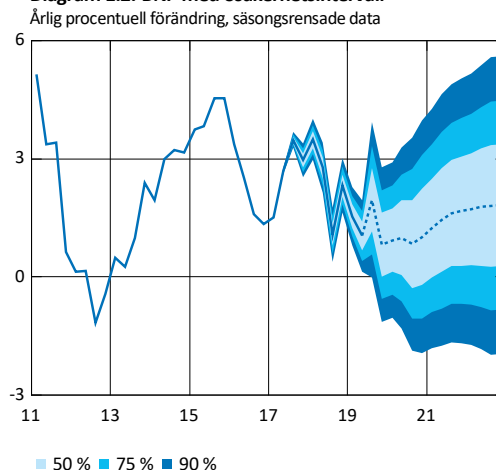
Diagram 1:1. Reporänta med osäkerhetsintervall



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

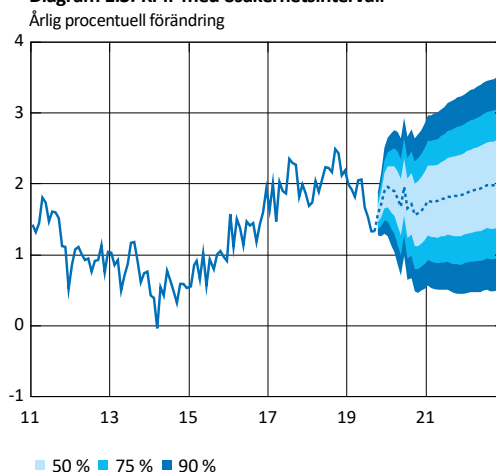
Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall



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

Konjunkturen har varit stark under flera år och även om den nu dämpas är läget fortsatt gott, kronan väntas inte stärkas på något dramatiskt sätt och företagens kostnader, mätt med arbetskostnader per producerad enhet, ökar med ungefär 2 procent per år. Mot slutet av prognosperioden väntas inflationen vara nära målet på 2 procent.

Den aktuella penningpolitiken

Snabbare avmattning mot normalt konjunkturläge

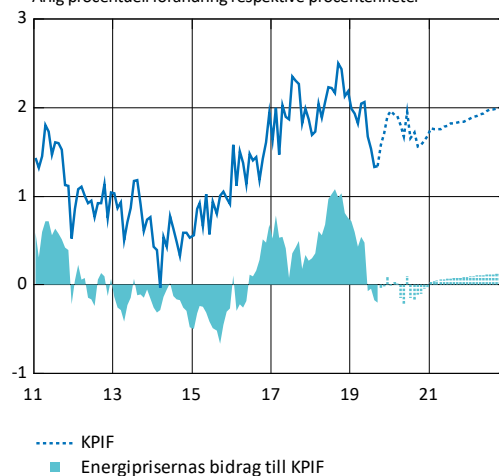
I Sverige liksom i omvärlden har ekonomin gått in i en fas med lägre tillväxttakt. Jämfört med bedömningen i september har konjunkturutsikterna för euroområdet försämrats något och tillväxt- och inflationsprognosen är nedreviderad. Både den amerikanska centralbanken Federal Reserve och den Europeiska centralbanken ECB har genomfört lättnader i sin penningpolitik. Riskerna och osäkerheten kring utvecklingen i den globala ekonomin kvarstår.

I Sverige har BNP-tillväxten det första halvåret 2019 präglats av en svag utveckling i framför allt den inhemska efterfrågan, som tyngs av att det byggs färre bostäder. Enligt den ordinarie beräkningen av nationalräkenskaperna för det andra kvartalet i år var tillväxten i svensk BNP 0,5 procent jämfört med det första kvartalet uppräknat till årstakt. Detta var visserligen en något högre tillväxt än i prognosen i september, men samtidigt reviderades utfallet för första kvartalet ned.

Konjunkturen har varit stark i flera år men har mattats av sedan mitten av 2018. Indikatorer talar för att tillväxten blir fortsatt måttlig den närmaste tiden. Förtroendet hos svenska hushåll har dämpats under det senaste året. Även bland företagen har förtroendet fallit, i synnerhet inom tillverkningsindustrin. Samtidigt har månadsstatistiken för efterfrågan och produktion visat att utvecklingen varit förhållandevis stark den senaste tiden. Såväl hushållens konsumtionsindikator som utrikeshandeln med varor tecknar en ljusare bild av utvecklingen under tredje kvartalet än förtroendeindikatorerna. Sammantaget bedöms dock avmattningen i svensk ekonomiska snabbare än väntat och BNP-prognosen har därför reviderats ned.

Att konjunkturen, och därmed arbetsmarknaden, skulle gå in i en avmattningsfas i år har sedan en tid legat i prognoserna. Den senaste tidens utfall från arbetskraftsundersökningarna (AKU) har indikerat att inbromsningen går snabbare än väntat. Annan statistik och indikatorer har inte tecknat en lika dramatisk bild som AKU och vid publiceringen i oktober meddelade SCB att man identifierat kvalitetsbrister i datainsamlingen som innebär att den plötsliga uppgången i arbetslöshet är missvisande.² Utfallen kommer att revideras men det är oklart hur länge detta kommer att dröja. Mot bakgrund

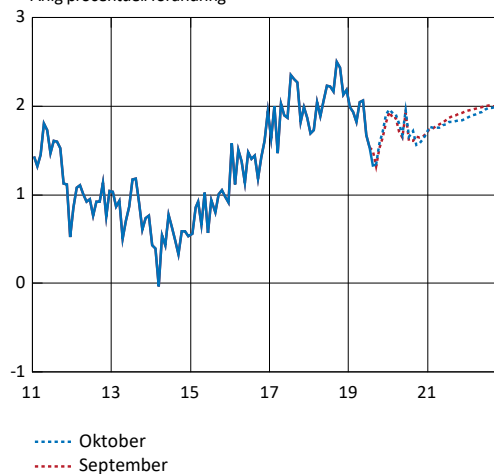
Diagram 1:4. KPIF och bidrag från energipriser
Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:5. KPIF
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

² Se pressmeddelande från SCB <https://www.scb.se/om-scb/nyheter-och-pressmeddelanden/kvalitetsbrister-i-datainsamlingen-paverkar-aku/>

av tillgänglig information ser arbetsmarknadsutvecklingen något svagare ut än Riksbankens prognos i september.

Under fjolåret bidrog, utöver den starka konjunkturen, snabbt stigande energipriser till att inflationen blev nära 2 procent (se diagram 1:4). Riksbanken har sedan en tid tillbaka prognosticerat att ökningstakten i energipriserna skulle falla tillbaka under 2019, och den nedgång i inflationen som skett de senaste månaderna har därför varit väntad.

Inflationsutfallet i september var väl i linje med Riksbankens prognos, mätt både med och utan energipriser. Sammantaget är inflationsprognosen i stort sett oförändrad det närmaste året jämfört med prognosen i september (se diagram 1:5). Eftersom arbetsmarknaden bedöms utvecklas något svagare väntas också löneökningstakten bli något lägre under kommande år. Detta bidrar, tillsammans med ett lägre resursutnyttjande, till att inflationsprognosen är något nedreviderad under den senare delen av prognosperioden (se diagram 1:5). Effekten på inflationen av en snabbare avmattning i svensk ekonomi motverkas delvis av att kronan utvecklas svagare än väntat.

Enligt både prissättningen på finansiella marknader och enkätbaserade mått har de långsiktiga inflationsförväntningarna stigit i Sverige sedan 2015 (se diagram 1:6). Enligt Prosperas enkätundersökning har inflationsförväntningarna på fem års sikt dock sjunkit tillbaka något under innevarande år. Men den samlade bilden är att inflationsförväntningarna sedan några år tillbaka ligger nära 2 procent.³

Räntan behålls oförändrad på -0,25 procent

Sammantaget pekar den nya information som kommit sedan september på att avmattningen i konjunkturen sker snabbare än väntat och att resursutnyttjandet i svensk ekonomi kommer att vara nära normala nivåer under större delen av prognosperioden. I Sverige har vi haft en lång period med hög tillväxt och stark utveckling på arbetsmarknaden. Avmattningen innebär en normalisering av en konjunktur som har varit stark i många år. Även om prognoserna nu är nedreviderade ger de inte bilden av någon lågkonjunktur – vare sig i omvärlden eller i Sverige.

Inflationen har sedan början av 2017 varit nära inflationsmålet. De senaste månaderna har den visserligen sjunkit tillbaka något men detta var väntat och jämfört med i september är det överlag små revideringar av inflationsprognosen. Efter 2020 tar det lite längre tid för inflationen att åter närma sig 2 procent.

Sedan början av 2015 har reporäntan varit negativ, samtidigt som Riksbanken har genomfört omfattande köp av statsobligationer. Den negativa reporäntan och köpen av statsobligationer har fungerat väl och fått ett bra genomslag i ekonomin. Men om negativa nominella räntor uppfattas som ett

Sidoeffekter av penningpolitiken

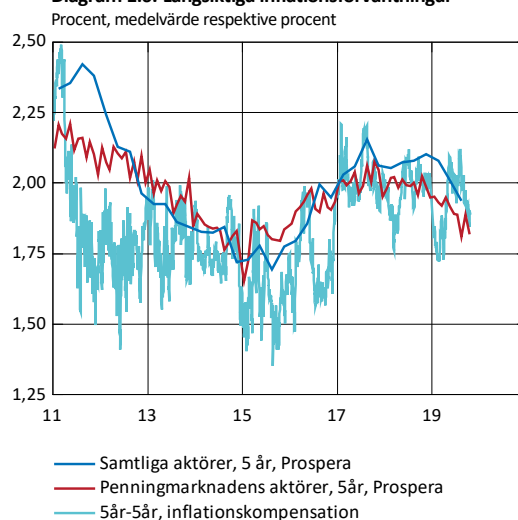
Riksbanken analyserar kontinuerligt effekterna på ekonomin av den negativa reporäntan och köpen av statsobligationer. Låga räntor kan nämligen skapa incitament till ett för stort risktagande i ekonomin. Tillgångar kan bli övervärderade, risker felaktigt prissatta och olika aktörers skuldsättning öka på ett ohållbart sätt. Under en lång tid har uppgången i de svenska hushållens skuldsättning oroat Riksbanken. 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 sätt att fungera kan påverkas av negativ reporänta och statsobligationsköp. Hittills har marknaderna dock kunnat hantera negativ ränta relativt friktionsfritt. Men 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. Av de svarande tenderar marknadsgaranter att vara mer negativa i sin syn på marknadens funktionssätt än investerare. Däremot anses andra marknader där aktörerna kan hantera ränterisk fungera bra.

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 den offentliga sektorn. De svenska bankernas vinst har de senaste åren varit höga och stabila och även om det finns skillnader mellan bankerna så är lönsamheten sammantaget god. Bankernas resultat och utlåningskapacitet har inte påverkats nämnvärt av de låga och negativa räntorna.

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

Diagram 1:6. Långsiktiga inflationsförväntningar



Anm. Inflationskompensationen avser en 5-årig period med start om 5 år. Den är beräknad utifrån obligationsräntor och avser KPI.

Källor: Kantar Sifo Prospera och Riksbanken

³ Se även fördjupningen "Inflationsförväntningarna i Sverige nära 2 procent" i Penningpolitisk rapport september 2019.

mer permanent tillstånd kan aktörers beteende förändras och negativa effekter uppstå.

Mot denna bakgrund bedömer direktionen att det är lämpligt att i närtid hålla fast vid den penningpolitiska plan som återgavs i den penningpolitiska rapporten i september. Det innebär att nu behålla reporäntan oförändrad på -0,25 procent, och att prognosen liksom i september indikerar att reporäntan mest sannolikt kommer att höjas i december till noll procent (se diagram 1:7). Penningpolitiken är även med denna höjning fortsatt mycket expansiv och ger stöd åt konjunkturen och inflationen.

På längre sikt är det rimligt att förvänta sig att räntan kommer att vara högre än noll procent. Men osäkerheten kring konjunktur- och inflationsutvecklingen i omvärlden och Sverige är påtaglig och det är därför svårt att idag säga när det är lämpligt att höja reporäntan nästa gång. Resursutnyttjandet faller ner mot normal nivå lite snabbare än i Riksbankens prognos i september. Prognosen för reporäntan är därför nedreviderad och indikerar att reporäntan kommer att vara oförändrad under en längre tid efter den första höjningen. Den nedreviderade prognosen för reporäntan innebär att penningpolitiken sammantaget under de närmaste åren kommer att vara mer expansiv än prognosen i september. Den reala reporäntan väntas vara negativ under hela prognosperioden (se diagram 1:8). Penningpolitiken fortsätter på så vis att skapa goda förutsättningar för en inflation nära målet.

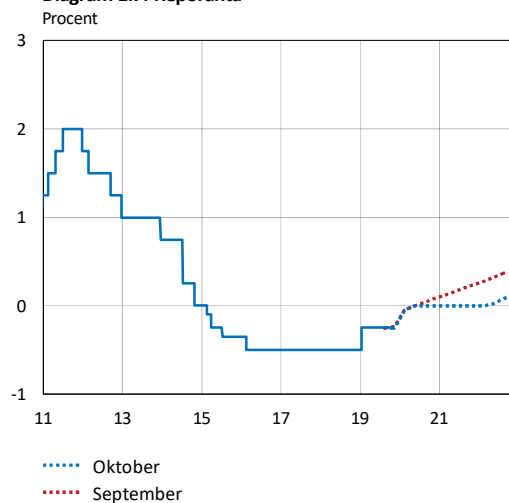
Om konjunktur- och inflationsutsikterna skulle förändras kan penningpolitiken framöver behöva anpassas. Förbättrade utsikter skulle motivera en högre ränta, men om ekonomin istället skulle utvecklas sämre än vad som är förenligt med prognoserna kan direktionen komma att sänka reporäntan eller vidta andra åtgärder för att göra penningpolitiken mer expansiv.

Riksbanken fortsätter att köpa statsobligationer

Reporäntan är det primära verktyget för penningpolitiken. Men som en kompletterande penningpolitisk åtgärd har Riksbanken också köpt en betydande mängd nominella och reala svenska statsobligationer. Innehavet uppgick i slutet av september till cirka 325 miljarder kronor i nominellt belopp. För att bibehålla en lämplig nivå på innehavet och Riksbankens närvaro på marknaden beslutade direktionen i april att Riksbanken från juli 2019 till december 2020 ska köpa statsobligationer till ett nominellt belopp om sammanlagt 45 miljarder kronor (se diagram 1:9). Detta innebär att Riksbanken upprätthåller innehavet nära den genomsnittliga nivån sedan början av 2018, efter att nettoköpen avslutades (se diagram 1:10). Beslutet är i linje med den tidigare kommuniserade strategin att gradvis normalisera penningpolitiken.⁴

Direktionen kommer i god tid att avgöra om det är lämpligt att fortsätta köpa statsobligationer efter december 2020.

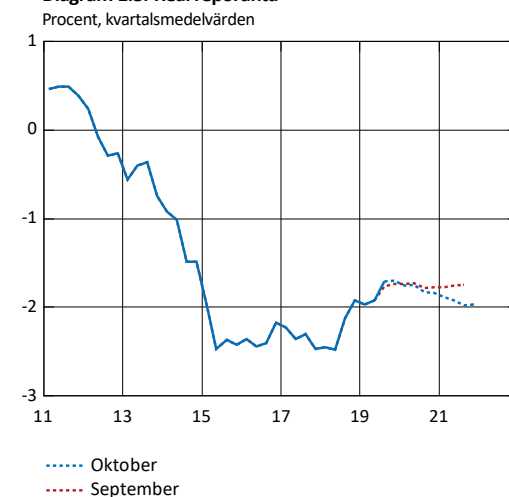
Diagram 1:7. Reporänta



Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

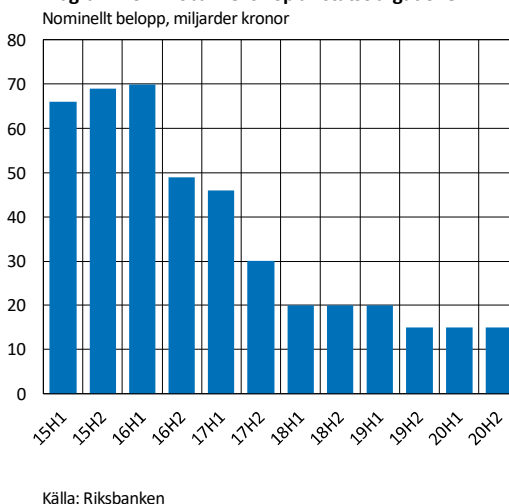
Diagram 1:8. Real reporänta



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

Källa: Riksbanken

Diagram 1:9. Riksbankens köp av statsobligationer



⁴ Se fördjupningen "Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken" i Penningpolitisk rapport december 2017.

På lång sikt väntas innehavet vara mindre än idag. Riksbanken kommer att anpassa detaljerna kring köpen av statsobligationer med hänsyn till hur ekonomin utvecklas.

Osäkerhet och risker

Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är 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.

Fortsatt stor osäkerhet kring global konjunkturveckling

Sverige är en liten, öppen ekonomi, vilket innebär att utvecklingen i omvärlden är mycket betydelsefull. Osäkerheten kring den globala konjunkturutvecklingen är fortsatt stor. Framförallt handelskonflikten mellan USA och Kina och osäkerheten kring Storbritanniens utträde ur EU har präglat riskbilden under de senaste åren. Dessa faktorer har redan satt tydligt negativa spår i bland annat den tyska ekonomin, som är starkt beroende av utrikeshandel (se marginalrutan "Tydlig nedväxling i tysk ekonomi" i kapitel 3).

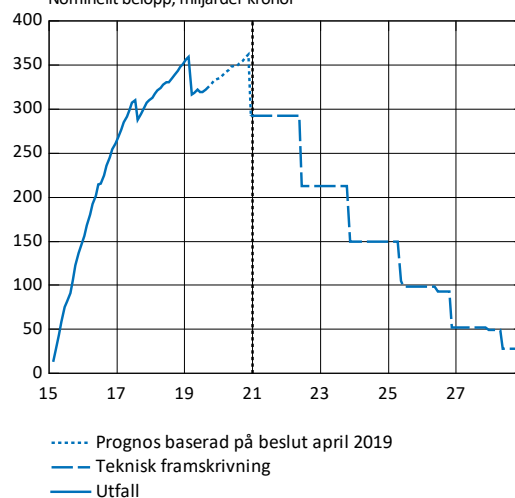
Handelskonflikten mellan USA och Kina fortsätter att skapa betydande osäkerhet kring världshandeln och den globala tillväxten. En fortsatt trend mot ökad protektionism riskerar i ett längre perspektiv också att dämpa produktivitetsutvecklingen (se fördjupningen "Världshandeln i ständigt förändring" i kapitel 4).

Det råder fortsatt osäkerhet om Storbritanniens utträde ur EU. Den brittiska regeringen har av parlamentet fått sin utträdeslag godkänd tills vidare, men inte tidsplanen som skulle möjliggöra ett utträde till den 31 oktober. EU ska nu ta ställning till en eventuell förlängd förhandlingstid.

En annan faktor som spelat roll för riskbilden är utvecklingen i Italien. Där har det politiska läget stabiliserats sedan en ny regering tillträtt, som också har uttalat en ambition att följa EU:s budgetregelverk. Detta har minskat osäkerheten kring de offentliga finanserna på kort sikt. Men Italien har en hög offentlig skuldsättning, samtidigt som tillväxten under en längre tid hämmats av ekonomiska strukturproblem. Dessutom kvarstår betydande utmaningar inom landets banksektor.

De geopolitiska spänningarna i Mellanöstern bidrar också till att öka osäkerheten om den ekonomiska och politiska utvecklingen i omvärlden, bland annat genom effekter på oljepriset.

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

Frågetecknen kring inhemsk efterfrågan skapar ytterligare osäkerhet kring prognosen

Utöver konjunkturriskerna i omvärlden finns vissa frågetecknen kring den inhemska efterfrågan. Hushållens konsumtion har sedan inledningen av fjolåret uppvisat svaghetstecken, vilket sammanfaller med en nedgång i konsumentförtroendet. Av nationalräkenskaperna framgår att hushållen under samma period har ökat sitt sparande. Riksbankens prognos innebär att sparandet successivt minskar, så att tillväxten i konsumtionen hålls uppe. Men detta förutsätter att förtroendet stiger från dagens nivå. Om så inte sker riskerar konsumtionen att utvecklas svagare än i Riksbankens prognos.

En riskfaktor som Riksbanken länge lyft fram och som skulle kunna utlösa en svagare utveckling än i Riksbankens prognos är ett fall i bostadspriserna. Efter nedgången under hösten 2017 har bostadspriserna återhämtat sig en del (se diagram 1:11). Enligt Riksbankens prognos kommer priserna att fortsätta att stiga svagt. Men den framtida utvecklingen av bostadspriserna är mycket osäker. Om bostadspriserna istället skulle vända nedåt igen skulle såväl bostadsinvesteringarna som hushållens konsumtion riskera att utvecklas svagare än förväntat.

Riksbanken har räknat med att arbetsmarknaden ska utvecklas svagare när tillväxten bromsar in. Det är också den utveckling som tecknas av flertalet indikatorer för arbetsmarknaden. SCB meddelade i samband med utfallet för det tredje kvartalet att Arbetskraftsundersökningarna (AKU) ger en missvisande bild av utvecklingen sedan förra sommaren och att de publicerade siffrorna visar på en alltför snabb uppgång i arbetslösheten under det tredje kvartalet (se marginalrutan "Felaktig arbetsmarknadsstatistik bekymmersamt" i kapitel 3). Innan nya siffror över den officiella statistiken publiceras råder en förhöjd osäkerhet kring utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden. Den osäkerheten kan ha bäring på många delar av Riksbankens prognoser, exempelvis antalet arbetade timmar i ekonomin och produktiviteten.

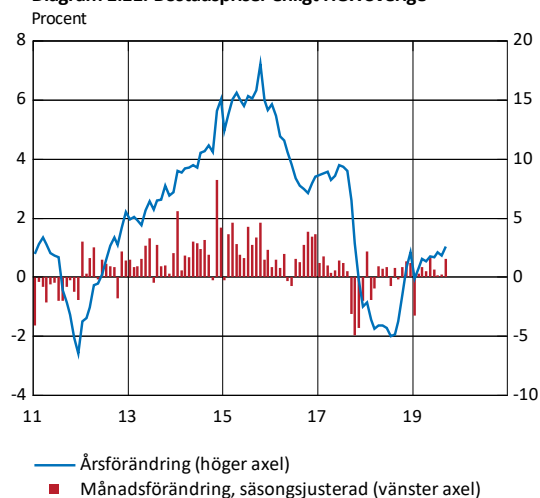
Osäkerhet kring inflationsprognosen

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

En källa till osäkerhet är utvecklingen av det inhemska kostnadstrycket. Trots en stark ekonomisk utveckling under senare år har löneökningarna i Sverige förblivit låga.

De senaste åren har produktiviteten i Sverige vuxit påfallande långsamt, vilket gjort att arbetskostnaderna per producerad enhet har ökat snabbare än normalt, trots måttliga löneökningar. Framöver väntas arbetskostnaderna per producerad enhet i hela ekonomin öka i en takt som är nära den historiskt normala. Men osäkerheten kring såväl lönerna som produktiviteten bidrar sammantaget till att göra det svårt att bedöma det framtida inhemska kostnadstrycket.

Diagram 1:11. Bostadspriser enligt HOX Sverige



Källor: Valueguard och Riksbanken

Ytterligare en osäkerhetsfaktor rör den svenska kronan. Riksbankens prognos innebär att kronan på sikt stärks jämfört med dagens nivå.⁵ Kronan kan förvisso bli både starkare och svagare än i prognosen. Men de senaste åren har den överlag blivit betydligt svagare än väntat. Jämfört med bedömningen i september väntas kronan vara svagare under hela prognosperioden (se diagram 1:12). De senaste årens försvagning av kronan har bidragit till att inflationen har stigit. Men stora oväntade rörelser i kronans växelkurs kan också bidra till att öka osäkerheten, och därmed göra det svårare för hushåll och företag att fatta långsiktiga beslut. I förlängningen skulle detta kunna sätta negativa avtryck i realekonomin. Svårigheterna att uppskatta växelkursens genomslag på inflationen bidrar ytterligare till osäkerheten kring inflationsprognosen.⁶

Det finns alltså 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.

De strukturella problemen på den svenska bostadsmarknaden måste hanteras

Hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna bedöms öka något de kommande åren, från en redan hög nivå (se diagram 1:13). Detta bidrar till att öka de makroekonomiska riskerna i Sverige.⁷ Finansinspektionens amorteringskrav är ett exempel på åtgärder för att långsiktigt minska dessa risker.

Samtidigt är det viktigt att framhålla att den svenska bostadsmarknaden kännetecknas av en rad strukturella problem. Dessa skapar inte bara risker i form av skuldsättning bland hushållen, utan kan även hämma tillväxten i svensk ekonomi, bland annat genom att göra det svårare att flytta till en ny bostad för att ta ett arbete. För att komma tillrätta med de strukturella problemen krävs därför ett omfattande reformarbete 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.

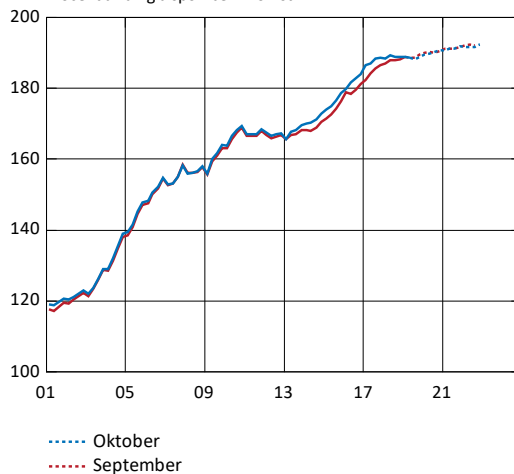
Diagram 1:12. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX Index, 1992-11-18 = 100



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

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 1:13. 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

⁵ Den bedömningen bygger på att den reala kronkursen i dagsläget är svagare än den långsiktiga jämviktsnivån. Se fördjupningen "Kronans trendmässiga utveckling" i Penningpolitisk rapport juli 2019.

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

⁷ Se Finansiell stabilitetsrapport 2019:1, Sveriges riksbank.

KAPITEL 2 – Finansiella förhållanden

Utvecklingen på finansiella marknader fortsätter att präglas av, å ena sidan, oron kring handelskonflikten mellan USA och Kina, Storbritanniens utträde ur EU och en försämrad makroekonomisk utveckling och, å andra sidan, förväntningar om en fortsatt expansiv penningpolitik. Sedan årsskiftet har flera centralbanker gjort penningpolitiken mer expansiv. Marknaden förväntar sig ytterligare räntesänkningar framöver vilket har bidragit till att aktiekurser är på högre nivåer än vid årsskiftet och att skillnaden mellan räntor på riskfyllda och riskfria tillgångar har fallit under året. Detta indikerar att marknadsaktörer, givet de lägre räntorna, inte förväntar sig någon kraftig inbromsning i konjunkturen. Långsiktiga inflationsförväntningar kvarstår på relativt låga nivåer i vissa regioner, främst i euroområdet.

Även i Sverige har priserna på riskfyllda tillgångar såsom aktier stigit under året. Statsobligationsräntor är på högre nivåer än vid det penningpolitiska mötet i september, och marknadsaktörers förväntningar om framtida styrräntor har stigit. Svenska marknadsräntor ligger dock fortfarande under den ränta som implieras av Riksbankens reporäntebana. Kronan är samtidigt svagare än Riksbankens prognos från september. Sammantaget bedöms de finansiella förhållandena i Sverige vara fortsatt expansiva vilket bidrar till att stödja den ekonomiska utvecklingen.

Utvecklingen internationellt

Under året har utvecklingen på finansiella marknader präglats av, å ena sidan, oron kring handelskonflikten mellan USA och Kina, Storbritanniens utträde ur EU och en försämrad makroekonomisk utveckling, och, å andra sidan, förväntningar om en alltmer expansiv penningpolitik. Obligationsräntor har därför fallit sedan början av året (se diagram 2:1). Detta har gått hand i hand med att aktiepriser har stigit och skillnader mellan räntor på riskfyllda och säkra tillgångar har fallit (se diagram 2:2 och 2:3). Denna goda utveckling för mer riskfyllda tillgångar indikerar att investerare, givet den förväntade penningpolitiken, räknar med att den stundande konjunkturavmattningen inte blir alltför kraftig.

Sedan den penningpolitiska rapporten i september har den pågående handelskonflikten inte eskalerat ytterligare samtidigt som makroekonomisk statistik överlag har kommit ut lite sämre än förväntat. Statsobligationsräntor och marknadsaktörernas förväntningar om framtida styrräntor har stigit sedan september (se diagram 2:1 och 2:4).

Tabell 2:1.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan den penningpolitiska rapporten i september
Marknadsaktörernas förväntningar om framtida styrräntor har stigit i både Sverige och omvärlden.
Statsobligationsräntor har stigit i både Sverige och omvärlden.
Efter en inledande försvagning och därefter förstärkning är kronans växelkurs tillbaka på ungefär samma nivå som i september
Aktiepriser har stigit i Sverige och omvärlden medan volatiliteten på aktiemarknaderna har sjunkit.

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.



Mer expansiv penningpolitik i Europa

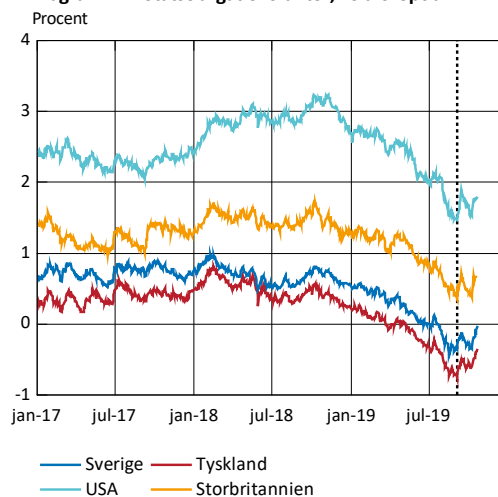
Mot bakgrund av låg inflation, låga inflationsförväntningar och oro för en tydlig inbromsning i euroländernas ekonomier, fattade den Europeiska centralbanken (ECB) vid det penningpolitiska mötet i september beslut om ett antal penningpolitiska åtgärder. Den beslutade att 1) sänka inlåningsräntan från -0,40 procent till -0,50 procent, 2) tillsvidare återuppta nettoköp av tillgångar i en månatlig takt om 20 miljarder euro, 3) förbättra villkoren för sina långfristiga lån till europeiska banker (inom det så kallade TLTRO III-programmet) och 4) genomföra förändringar i styrsystemet så att bankerna inte får en negativ ränta på hela sin inlåning i ECB. Samtidigt kommunicerades att styrräntorna förväntas ligga kvar på nuvarande eller lägre nivåer tills dess att inflationsutsikterna är i linje målet, nära men under 2 procent, under prognosperioden och tills dess en inflationsuppgång brett materialiseras i inflationsutfall.⁸ I samband med beslutet steg olika europeiska marknadsräntor vilket kan tolkas som att marknadsaktörer uppfattade ECB:s beslut som mindre expansivt än väntat.

Vid det penningpolitiska mötet i september beslutade den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, att sänka intervallet för sin styrränta med 0,25 procentenheter till 1,75–2,00 procent. Bidragande orsaker till beslutet var en svagare tillväxt i omvärlden och ett lägre inflationstryck. Vid den efterföljande presskonferensen underströks att prognoserna för såväl inflation som realekonomi inte förändrats mycket den senaste tiden och att man som tidigare förväntar sig en god utveckling i ekonomin, en stark arbetsmarknad och en inflation nära 2 procent. Medianprognosen för styrräntan bland ledamöterna i den penningpolitiska kommittén, FOMC, är 1,9 procent vid utgången av 2020, det vill säga inom det nuvarande intervallet för styrräntan. Vid utgången av 2021 ligger medianprognosen på 2,1 procent. Marknaden tolkade kommunikationen som något mindre expansiv än väntat. Ett skäl var att marknaden hade förväntat sig signaler om fortsatta räntesänkningar, något som inte manifesterades i ledamöternas ränteprognoiser.

I mitten av september uppstod turbulens på den amerikanska penningmarknaden, då räntor på dagslån plötsligt började stiga. Det är svårt att peka ut en enskild faktor som utlöste turbulensen utan det mest troliga är att flera faktorer samverkade. Federal Reserve Bank of New York har sedan den 17 september tillfört likviditet till marknaden genom repotransaktioner, vilket har bidragit till att stabilisera de kortaste penningmarknadsräntorna. Federal Reserve har meddelat att dessa transaktioner kommer fortlöpa åtminstone till och med januari nästa år. Utöver detta avser Federal Reserve

⁸ Formuleringen i det pressmeddelande som ECB publicerade efter det penningpolitiska mötet i september var som följer: "The Governing Council now expects the key ECB interest rates to remain at their present or lower levels until it has seen the inflation outlook robustly converge to a level sufficiently close to, but below, 2% within its projection horizon, and such convergence has been consistently reflected in underlying inflation dynamics".

Diagram 2:1. Statsobligationsräntor, 10 års löptid

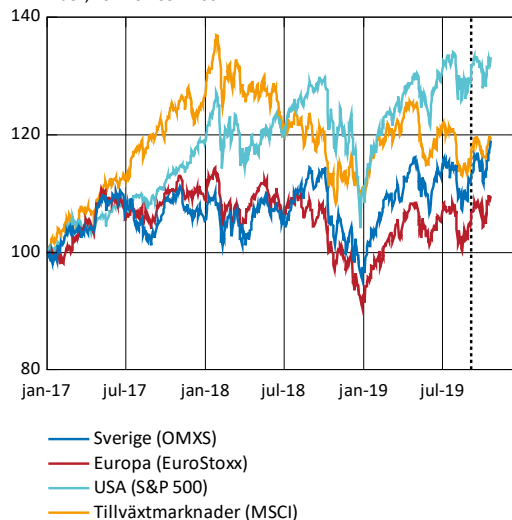


Anm. Nollkupongräntor för Sverige, Tyskland och Storbritannien är beräknade från statsobligationer. 10-årig benchmarkränta för USA. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i september.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken

Diagram 2:2. Börsutveckling i inhemsk valuta

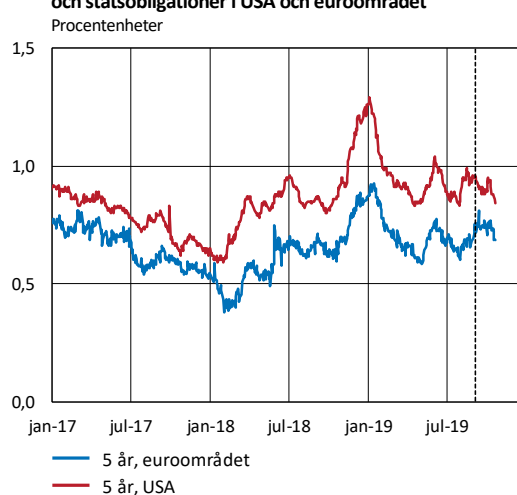
Index, 2017-01-03 = 100



Anm. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i september.

Källa: Macrobond

Diagram 2:3. Skillnad mellan räntorna på företagsobligationer och statsobligationer i USA och euroområdet



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

Källa: Macrobond

att öka mängden utestående reserver genom att, åtminstone till och med andra kvartalet nästa år, köpa statskuldsväxlar. Åtgärderna syftar till att stabilisera de korta marknadsräntorna och är inte avsedda ha penningpolitiska konsekvenser.

Bank of England valde i september att hålla sin styrränta oförändrad på 0,75 procent. I pressmeddelandet kommunicerades, som tidigare, att inriktningen för penningpolitiken i hög grad kommer att påverkas av konsekvenserna för brittisk ekonomi av Storbritanniens utträde från EU.

I motsats till de större centralbankerna valde Norges Bank i september att höja styrräntan med 0,25 procentenheter till 1,50 procent. Enligt Norges Bank förväntas inflationen ligga nära målet på 2 procent framöver samtidigt som arbetslösheten kommer att förbli låg. Norges Bank påpekade att den norska kronans svaga utveckling sedan det senaste penningpolitiska mötet kunde tala för en upprevidering av prognosen för styrräntan. Andra faktorer, som svagare tillväxtutsikter och lägre räntor i omvärlden, fick dock Norges Bank att sänka ränteprognosen något. Räntebanan visar därmed att styrräntan förväntas ligga kvar nära 1,50 procent under de närmaste tre åren.

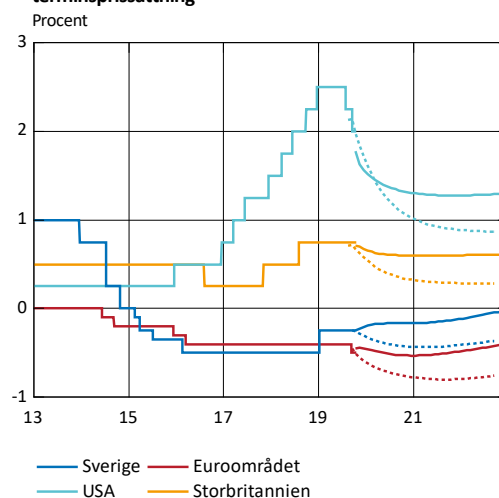
Långsiktiga inflationsförväntningar låga i euroområdet

Inflationstrycket inom euroområdet är lågt vilket var ett viktigt motiv för ECB:s beslut att göra penningpolitiken mer expansiv i september. Ett lågt inflationstryck avspeglas även i inflationsförväntningarna, som har fallit den senaste tiden både enligt marknadsbaserade och enkätbaserade mått. Enligt ECB:s enkätundersökning förväntar sig marknadsanalytiker att inflationen om fem år uppgår till 1,7 procent (se diagram 2:5). Samtidigt ligger marknadsbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar ännu lägre, på cirka 1,2 procent (se diagram 2:6). Även i USA ligger marknadsbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar på relativt låga nivåer i ett historiskt perspektiv.

Obligationsräntor kvar på lägre nivåer än vid årsskiftet

Sedan början av året har marknadsnoteringar på realräntor sjunkit kraftigt. En bidragande förklaring är förväntningar om en mer expansiv penningpolitik. Marknaden har skruvat ned sina förväntningar på de realräntor som krävs för att inflation och resursutnyttjande inom några år ska kunna stabiliseras kring centralbankernas mål (se diagram 2:7). Detta har skett mot bakgrund av signaler om en konjunkturavmattning, den pågående handelskonflikten och stor osäkerhet om Storbritanniens utträde ur EU. Även räntorna på nominella statsobligationer har sjunkit under året (se diagram 2:1). Detta beror delvis på fallande realräntor, delvis på att inflationsförväntningar fallit på såväl kortare som längre sikt. I USA har 10-åriga nominella statsobligationsräntor fallit med mer än en procentenhet under året och motsvarande svenska och tyska 10-åriga statsobligationer har sedan september haft räntor på

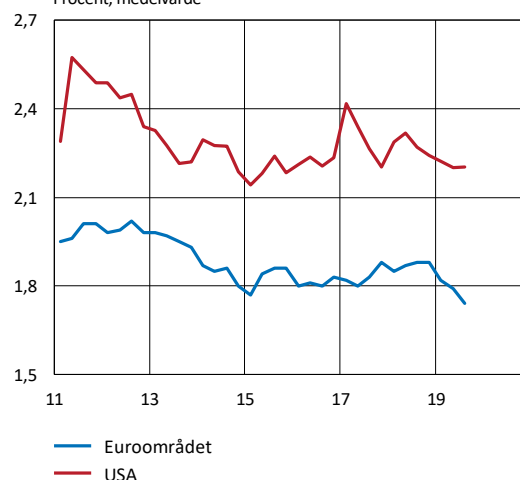
Diagram 2:4. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning



Anm. Terminräntorna beskriver förväntad dagslåneränta. Heldragna linjer avser 2019-10-21, streckade linjer avser 2019-09-02.

Källor: Nationella centralbanker, Macrobond och Riksbanken

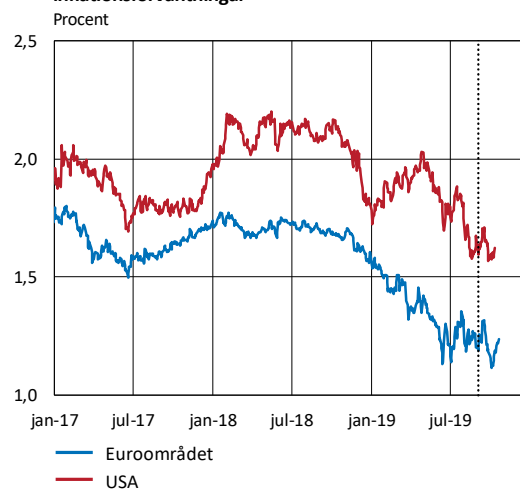
Diagram 2:5. Enkätbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar i euroområdet och USA



Anm. Förväntningar enligt ECB:s och Federal Reserve Bank of Philadelphia:s Survey of Professional Forecasters, inflationen enligt HIKP på 5 års sikt respektive KPI på 10 års sikt.

Källor: ECB och Federal Reserve Bank of Philadelphia

Diagram 2:6. Marknadsbaserade mått på långsiktiga inflationsförväntningar



Anm. Inflationsförväntningarna avser en 5-årig period med start om 5 år. För USA är de beräknade utifrån obligationsräntor och avser KPI. För euroområdet är de beräknade från inflations-swappar och avser HIKP. Vertikal linje markerar penningpolitiska mötet i september.

Källor: Bloomberg, Macrobond och Riksbanken

ungefär samma nivå som Riksbankens respektive ECB:s styrrenta. I Italien har den politiska situationen stabiliserats för stunden, och skillnaden mellan italienska och tyska statsobligationsräntor har därför fallit något (se diagram 2:8).

Stabil utveckling för mer riskfyllda tillgångar

I takt med att centralbanker, sedan årsskiftet, fört en alltmer expansiv penningpolitik har priser på mer riskfyllda tillgångar stabiliserats eller till och med stigit. Exempelvis har aktiepriser stigit i alla större regioner sedan årsskiftet (se diagram 2:2). Så kallade P/E-tal, alltså förhållandet mellan aktiepriser och företagens vinster, har förblivit höga. Samtidigt har mått på osäkerhet, så kallad implicit volatilitet, sjunkit på flertalet aktiemarknader under året. Samma utveckling ses på marknaderna för mer riskfyllda obligationer där räntan på företagsobligationer med lägre kreditbetyg har fallit under året i förhållande till räntan på statsobligationer (se diagram 2:3). Dessa indikatorer pekar på att marknadsaktörer inte förväntar sig någon kraftig inbromsning i konjunkturen.

Utvecklingen i Sverige

Liksom i omvärlden har räntor på den svenska penningmarknaden och räntor på svenska statsobligationer fallit sedan början av året. De är alltjämt kvar på låga nivåer även om de stigit sedan det penningpolitiska mötet i september. Fallet i marknadsräntor under året har bidragit till att riskfyllda tillgångar som aktier har stigit i pris. Tillsammans med låga räntor på säkerställda obligationer utgivna av bostadsinstitut, bidrar dessa till låga finansieringskostnader för bankerna.

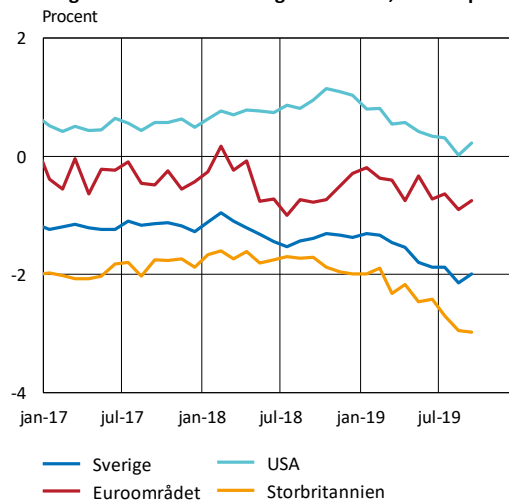
Kronan har försvagats över de senaste åren och är svag i ett historiskt perspektiv. Samtidigt har den snabba ökningstakten i bostadspriserna stannat av och prisökningstakten är för närvarande på en måttlig nivå. Sammantaget bedöms de finansiella förhållandena i Sverige vara fortsatt expansiva, vilket bidrar till att stödja den ekonomiska utvecklingen.

Högre aktiepriser i Sverige sedan årsskiftet

Sedan början av året har aktiepriser på den svenska börsen stigit i linje med utvecklingen i resten av världen (se diagram 2:2). Liksom i utlandet har fallande marknadsräntor bidragit till denna goda utveckling för mer riskfyllda tillgångar. Både aktiepriser och marknadsräntor har dock stigit relativt nivåerna vid det penningpolitiska mötet i september.

Jämfört med det penningpolitiska mötet i september förväntas nu, enligt marknadsprissättningen, en högre reporänta under prognosperioden. Marknaden förväntar sig dock fortfarande att reporäntan kommer bli lägre än Riksbankens prognos (se diagram 2:9). I Prosperas undersökning av penningmarknadsaktörernas förväntningar från oktober var ränteförväntningarna på ungefär samma nivå som undersökningen från augusti (se diagram 2:9). Förväntningarna enligt både prissättningen på marknaden och Prosperas enkät har dock

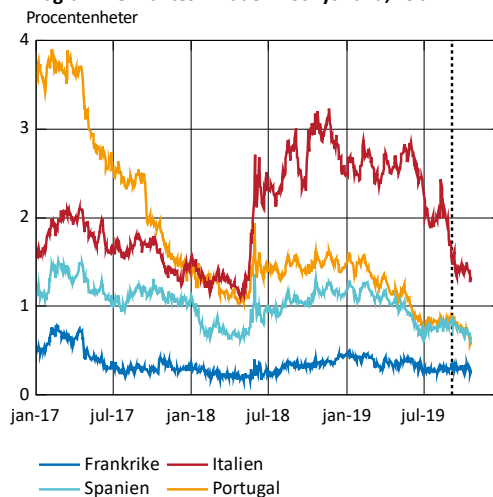
Diagram 2:7. Reala statsobligationsräntor, 10 års löptid



Anm. Räntorna avser 10-åriga räntor på realränteobligationer utgivna av stater i respektive region. Data i månadsfrekvens. För Euroområdet används en serie på en för Euroområdet representativ realränta som sammanställs av ECB.

Källor: ECB, Macrobond och Riksbanken

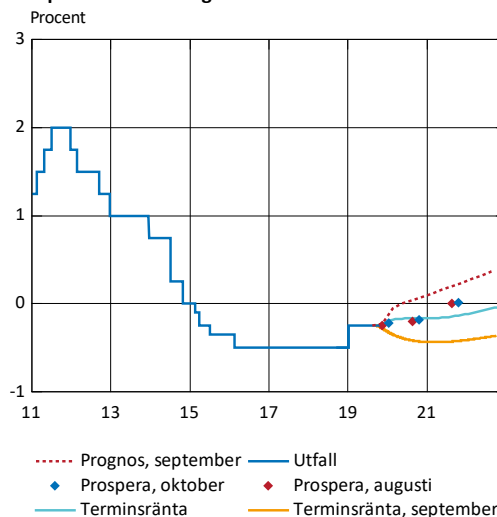
Diagram 2:8. Ränteskillnader mot Tyskland, 10 år



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

Källa: Macrobond

Diagram 2:9. Reporänta och marknadens reporänteförväntningar



Anm. Terminsräntan avser 2019-10-21 och är ett mått på förväntad reporänta. Prospera-enkätsvaren visar medelvärdet för penningmarknadsaktörer 2019-08-07 (Prospera, augusti) respektive 2019-09-25 (Prospera, oktober).

Källor: Kantar Sifo Prospera, Macrobond och Riksbanken

fallit sedan början av året och indikerar att räntorna kommer vara på låga nivåer under de närmaste åren.

Längre marknadsräntor, såsom räntor på statsobligationer med löptider mellan 2 och 10 år, är på högre nivåer än vid det penningpolitiska mötet i september (se diagram 2:1 och diagram 2:10). Alla statsobligationer upp till 10 års löptid har dock fortsatt en negativ ränta, och obligationsräntor är på klart lägre nivåer än vid årsskiftet.

Oförändrade förhållanden på penningmarknaderna och försiktig optimism på bostadsmarknaden

Sedan september har interbankräntor, såsom Stibor med löptid på 3 månader, sjunkit något, men sedan årsskiftet har de i princip varit oförändrade (se diagram 2:10). I oktober tog Riksbanken det första steget mot ett nytt räntestyrningssystem. De förändringar som trädde i kraft var av teknisk natur och var inte avsedda att ha några penningpolitiska konsekvenser (se marginalrutan "Riksbanken har förenklat räntestyrningssystemet"). Kortare penningmarknadsräntor påverkades i ytterst begränsad omfattning av förändringen och har varierat nära de nivåer som rådde innan styrsystemet förändrades.

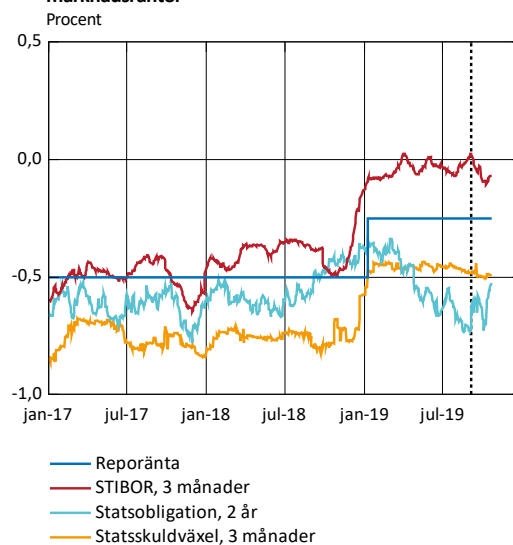
De genomsnittliga utlåningsräntorna till hushåll och företag har de senaste åren följt Riksbankens reporänta relativt väl (se diagram 2:11). Framöver är det dock möjligt att skillnaden mellan utlåningsräntor till hushåll och Riksbankens reporänta minskar något. Orsaken är att konkurrensen om bolånemarknaden har ökat och de nya aktörerna på bolånemarknaden har tagit marknadsandelar. Även om dessa nya aktörer står för en liten del av den totala utlåningen till hushållen så bidrar de till ökad konkurrens på bolånemarknaden, vilket kan hålla tillbaka en uppgång i bolåneräntorna.¹¹

Under året har bankers finansieringskostnader varit låga, exempelvis har räntor på säkerställda obligationer sjunkit. Låga finansieringskostnader för banker bidrar till att hålla nere utlåningsräntor till hushåll. Räntor på nya bolån med rörlig ränta har sjunkit något sedan årsskiftet.

Mätt som årlig procentuell förändring sjönk bostadpriserna under större delen av förra året. I år har de ökat i en måttlig takt (se diagram 1:11). Olika indikatorer tyder på en försiktig optimism om den framtida prisutvecklingen hos både hushåll och mäklare. Utlåningen för bostadsändamål fortsätter att växa något långsammare än de senaste åren.

ALMI:s enkätundersökning tyder på att svenska företag möter oförändrade kreditvillkor. Bankernas utlåning till icke-finansiella företag fortsätter dock att växa i en mer måttlig takt än under förra året (se diagram 2:12). Företagen lånar också i allt högre grad själva direkt på kapitalmarknaderna.

Diagram 2:10. Reporäntan, interbankräntor och marknadsräntor



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

Riksbanken har förenklat räntestyrningssystemet

Riksbankens beslut om reporäntan omsätts i praktiken genom Riksbankens penningpolitiska styrsystem. Med hjälp av styrsystemet ser Riksbanken till att de allra kortaste marknadsräntorna stabiliseras nära reporäntan. I juli aviserade Riksbanken att det behövs förändringar av styrsystemet eftersom bland annat utvecklingen på betalningsmarknaden ställer nya krav på längre öppethållande och tillgång till betalningssystemet.⁹ Efter att ha inhämtat synpunkter från bland annat Riksbankens penningpolitiska motparter beslutade Riksbanken den 30 september att genomföra vissa förändringar för att göra styrsystemet enklare och mer flexibelt. Förändringarna sker i två steg, med start 9 oktober 2019 och syftar till att Riksbanken ska ha ett styrsystem med en snäv symmetrisk korridor. De beslutade anpassningarna av Riksbankens styrsystem är av teknisk natur och inte avsedda att ha några penningpolitiska effekter.¹⁰

De huvudsakliga förändringarna är att Riksbanken från och med den 9 oktober har upphört med att göra dagliga finjusterande transaktioner och att räntan på Riksbankens stående inlåningsfacilitet – inlåningsräntan – sätts till 0,10 procentenheter under reporäntan, det vill säga samma nivå som de finjusterande inlåningstransaktionerna tidigare genomfördes till. Samtidigt begränsar Riksbanken emissionen av riksbankscertifikat för att lämna mer likviditet tillgänglig för motparterna över natten. På så sätt kan Riksbanken se till att dagslåneräntan även utan dagliga finjusterande operationer kommer att hamna nära reporäntan.

I nästa steg, när de tekniska förutsättningarna finns på plats, kommer Riksbanken att sänka räntan på Riksbankens stående utlåningsfacilitet – utlåningsräntan – så att den ligger 0,10 procentenheter över reporäntan. Säkerhetskraven för att utnyttja utlåningsfaciliteten kommer samtidigt att skärpas.

⁹ Se fördjupningen "Riksbankens räntestyrningssystem behöver anpassas till nya förutsättningar" i Penningpolitisk rapport juli 2019.

¹⁰ För mer information, se till exempel beslutsunderlaget och remissen på Riksbankens hemsida <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/nyheter-och-pressmeddelanden/pressmeddelanden/2019/riksbanken-forenklar-styrsystemet/>

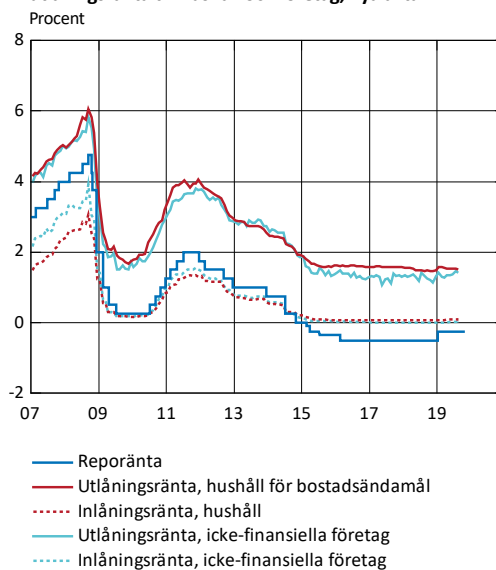
¹¹ Nya aktörer på bolånemarknaden är bland annat Stabelo AB, Svensk Hypotekspension AB samt Hypoteket Bolån Sverige AB.

Denna finansieringsform motsvarar nu mer än en tredjedel av företagens totala skulder. Räntorna är mycket låga för kreditvärdiga företag och dessa har sjunkit ungefär i linje med nedgången i statsobligationsräntorna under sommaren.

Kronan fortfarande på svaga nivåer

Under hösten har kronan i konkurrensviktade termer, enligt kronindex (KIX), försvagats (se diagram 2:13). Försvagningen har delvis skett i samband med publiceringen av inhemsk makrostatistik. Exempelvis försvagades kronan i samband med utfallen för AKU och inflationen för augusti eftersom marknadsaktörerna hade väntat sig en starkare utveckling på arbetsmarknaden och högre inflation. Kronan stärktes däremot i samband med publicering av inflationen för september som var högre än vad marknadsaktörer hade förväntat sig. Kronan påverkas också av utsikterna i världsekonomin och tenderar att försvagas i tider då osäkerheten på de finansiella marknaderna stiger.

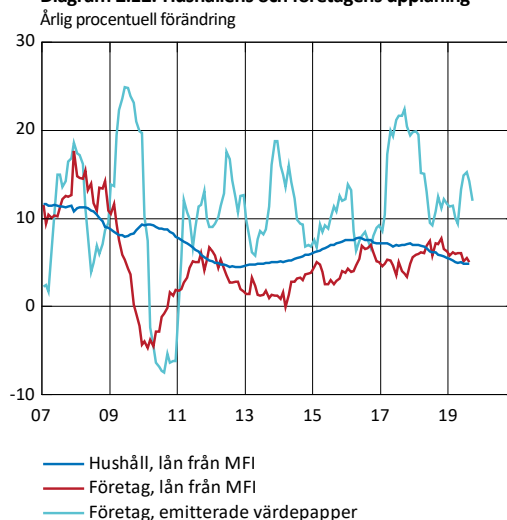
Diagram 2:11. Reporänta samt genomsnittlig in- och utlåningsränta till hushåll och företag, nya avtal



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:12. Hushållens och företagens upplåning



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

Källa: SCB (Finansmarknadsstatistik och värdepappersstatistik)

Diagram 2:13. 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 september.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

KAPITEL 3 – Det aktuella ekonomiska läget

Sedan i somras har inflationen mätt som KPIF sjunkit i linje med Riksbankens prognos. Den väntas nu stiga igen under slutet av året, vilket till stor del beror på att effekten av tidigare låga prisökningar på vissa varor och tjänster klingar av och att det negativa bidraget från energipriserna minskar. BNP-tillväxten bland flera av Sveriges viktigaste handelspartners dämpades under årets andra kvartal. Indikatorer på företagens förtroende har fortsatt att sjunka, framför allt inom tillverkningsindustrin, och tillväxten bedöms bli måttlig även andra halvåret i år. En liknande utveckling ser man i svensk ekonomi, som efter flera år av god tillväxt och ett allt mer ansträngt resursutnyttjande nu har gått in i en period med lägre tillväxt. Indikatorer tyder också på att arbetsmarknaden mattas av. Resursutnyttjandet i svensk ekonomi bedöms i nuläget vara något över normalt.

Inflationen i Sverige

Väntad nedgång i inflationen

Som förväntat har KPIF-inflationen sjunkit de senaste månaderna, framför allt beroende på fallande energipriser. I september var den 1,3 procent, vilket var i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i september. Ökningstakten i KPIF exklusive energi uppgick samtidigt till 1,6 procent, vilket också var ungefär i linje med Riksbankens senaste bedömning.

Att kronan har försvagats de senaste åren har bidragit till att priserna på många varor har stigit snabbare än normalt. Undantaget är framför allt priser på kläder och skor samt i viss mån utrikes resor, som har fortsatt att stiga ovanligt långsamt givet kronutvecklingen. Tjänstepriserna har samtidigt utvecklats i en relativt normal takt sett ur ett historiskt perspektiv och ökningstakten väntas stiga något under de närmaste månaderna.¹² Även priserna på livsmedel väntas fortsätta stiga i relativt snabb takt.

Den uppmätta inflationstakten påverkas av såväl tillfälliga som mer varaktiga prisvariationer. För att uppskatta nivån på den mer varaktiga delen studerar Riksbanken olika mått på underliggande inflation som exkluderar eller minskar betydelsen av priser som tidigare visat sig variera kraftigt. Riksbankens olika mått på underliggande inflation indikerar att även den mer varaktiga inflationen har sjunkit något de senaste månaderna och ligger strax under 2 procent (se diagram 3:1).¹³ Måtten UND24 och KPIFPC, som enligt en utvärdering bäst speglar det underliggande inflationstrycket, uppgick till 1,8 respektive 2,0 procent i september.¹⁴

¹² Ökningstakten har tillfälligt hållits tillbaka av en ny mätmetod för tandvårdskostnader. Den effekten mildras dock under hösten. För mer information om hur förändringen av mätmetod påverkar inflationen, se marginalrutan "Ny metod för att mäta tandvårdskostnader påverkar inflationstakten 2019" i Penningpolitisk rapport februari 2019.

¹³ Den nya mätmetoden för tandvårdskostnader bidrar sannolikt även till att dämpa måtten på underliggande inflation något.

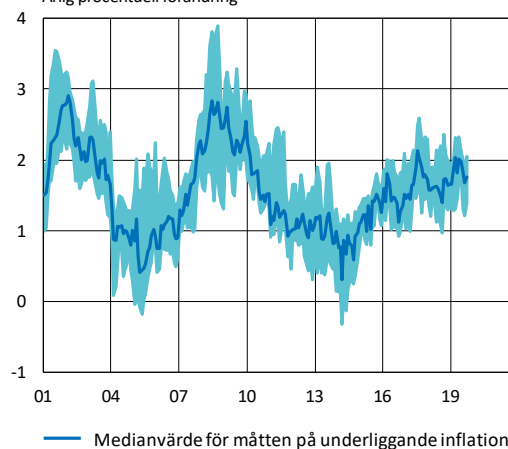
¹⁴ UND24 ger större vikt åt mindre volatila undergrupper i KPIF, medan KPIFPC bygger på gemensamma trender bland undergrupperna. Se också fördjupningen "Varför mått på underliggande inflation?" i Penningpolitisk rapport oktober 2018.

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

Förväntad utveckling i PPR september	Faktisk utveckling
KPIF-inflationen 1,3 procent i september.	KPIF-inflationen blev 1,3 procent.
KPIF-inflationen exklusive energi 1,7 procent i september.	KPIF exklusive energi ökade med 1,6 procent.
Tillväxt -0,3 procent andra kvartalet enligt SCB:s preliminära beräkningar.	Tillväxt 0,5 procent andra kvartalet enligt SCB:s ordinarie beräkning.

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

Diagram 3:1. Olika mått på underliggande inflation
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

Inflationen stiger mot slutet av året

Det starka konjunkturläget har tillsammans med den svagare kronan och högre priser på energi bidragit till att inflationen har stigit och varit nära 2 procent de senaste åren.

Inflationstakten väntas stiga relativt snabbt under slutet av året (se diagram 3:2). Delvis förklaras uppgången av att effekten från tidigare låga prisökningar på frukt och grönt, utrikes resor och övriga tjänster nu klingar av och påverkar inflationstakten i allt mindre utsträckning. Samtidigt väntas bidraget från energipriser stiga.

Riksbankens modellprognos, som sammanfattar information från ett stort antal indikatorer, tyder också på att ökningstakten i KPIF exklusive energi kommer att stiga under de närmaste månaderna (se diagram 3:3). Uppgången förklaras bland annat av att priserna i producentledet stiger snabbare än normalt, både på importerade varor och på varor producerade i Sverige (se diagram 3:4). Enligt Konjunkturbarometern planerar även fler handelsföretag än normalt att höja priserna de närmaste månaderna. Prisplanerna sett över hela näringslivet är mer normala (se diagram 3:5). Riksbankens prognos för det andra halvåret i år ligger nära modellprognosen.

Inflationsprognosen oförändrad på kort sikt

Prognosen för ökningstakten i KPIF exklusive energi är i linje med prognosen i september. Prognosen för energipriserna är något högre i närtid, vilket medfört att prognosen för KPIF-inflationen är marginellt uppreviderad på kort sikt (se diagram 1:5).

Global och svensk konjunktur

Konjunkturläget i omvärlden är normalt men framtidsutsikterna är osäkra

BNP-tillväxten dämpades bland flera av Sveriges viktigaste handelspartners det andra kvartalet.

Det är svårt att bedöma vilka effekter handelskonflikten mellan USA och Kina får, liksom effekten av Storbritanniens eventuella utträde ur EU. Det gör att osäkerheten om de globala konjunkturutsikterna i sin tur är högre än normalt, vilket sannolikt har bidragit till att förtroendet inom tillverkningsindustrin har sjunkit till låga nivåer. Förtroendet inom tjänstesektorerna i omvärlden är samtidigt fortsatt högre än normalt och konsumentförtroendet är på relativt gynnsamma nivåer i många länder. Det senare kan delvis förklaras av det goda arbetsmarknadsläget och låga räntor i många länder.

Lägre tillväxt i euroområdet

BNP i euroområdet ökade med måttliga 0,8 procent det andra kvartalet 2019 jämfört med det första kvartalet, uppräknat till årstakt (se diagram 3:6). Det största bidraget till BNP-tillväxten kom från investeringar, som steg med 2,2 procent och därmed bidrog med 0,5 procentenheter. Andra delar bidrog endast marginellt till efterfrågetillväxten.

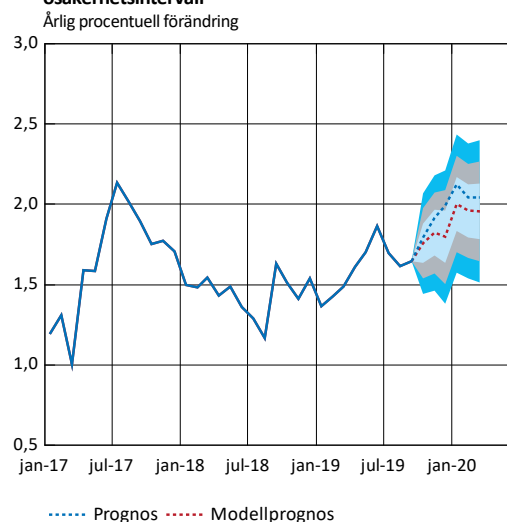
Diagram 3:2. KPIF och variationsband



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

Källor: SCB och Riksbanken

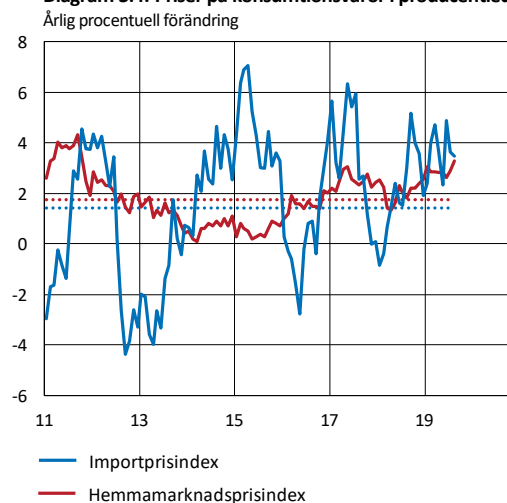
Diagram 3:3. KPIF exklusive energi, modellprognos med osäkerhetsintervall



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:4. Priser på konsumtionsvaror i producentled



Anm. Importprisindex mäter vad svenska importörer betalar för sina varor vid gränsen. Hemmamarknadspriser mäter vad svenska producenter får betalt vid försäljning i Sverige. Streckade linjer avser genomsnittlig ökningstakt sedan år 2000.

Källa: SCB

Euroområdet ekonomi fortsätter att vara tudelad enligt inköpschefsindex. Förtroendet inom tjänstesektorn är betydligt högre än i tillverkningsindustrin, och detaljhandeln har stigit medan industriproduktionen har utvecklats svagt de senaste åren. Euroområdets export var svag i augusti och exportordergången försämrades i september.

Förtroendet bland hushållen ligger fortfarande över det historiska genomsnittet, vilket tyder på relativt goda tillväxtförutsättningar för konsumtionen (se diagram 3:7). Dessutom har hushållens konsumtionsutrymme ökat då lönerna stigit betydligt snabbare än inflationen.

Investeringarna har hittills gynnats av lätta kreditvillkor och låga räntor. Kredittillväxten i icke-finansiella företag har stigit gradvis det senaste året. Men mot bakgrund av osäkerheten kring globala handelsfrågor, Storbritanniens planer att lämna EU och nedgången i den tyska industrin (se marginalruta ”Tydlig nedväxling i tysk ekonomi”) väntas investeringarna ändå utvecklas svagt de kommande kvartalen. BNP-tillväxten i euroområdet väntas bli relativt dämpad under det tredje och fjärde kvartalet 2019.

Konjunkturen i USA mattas av

BNP i USA ökade med 2,0 procent under det andra kvartalet jämfört med första kvartalet uppräknat till årstakt (se diagram 3:6). Den inhemska efterfrågan var stark, främst tack vare en god tillväxt i hushållens konsumtion men också en hög tillväxt i offentlig konsumtion. Samtidigt bidrog investeringar, export och lagerinvesteringar negativt till tillväxten.

Sysselsättningen ökade och arbetslösheten sjönk till 3,5 procent i september. Löneökningstakten sjönk visserligen något under andra kvartalet, men den starka arbetsmarknaden väntas bidra till att ökningstakten åter stiger de närmaste kvartalen.

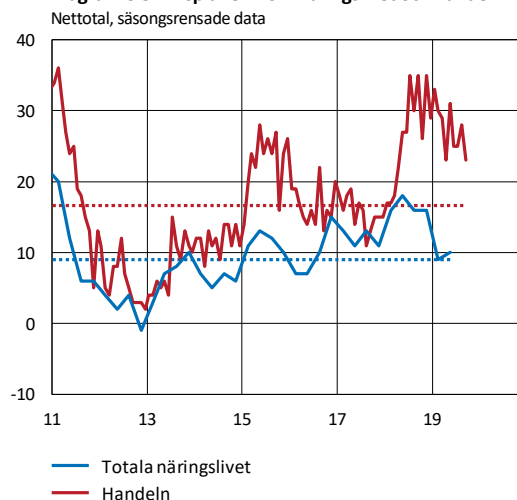
Hushållens förtroende bedöms sammantaget vara fortsatt högt, enligt vissa mått det högsta på 20 år. Hos företagen inom industrin har dock förtroendet fallit till nivåer under de normala. Även inom tjänstesektorn var förtroendet något under sitt historiska snitt i september. Samtidigt visar månadsdata att både detaljhandeln och industriproduktionen växte något snabbare än sitt historiska snitt under tredje kvartalet.

Sammantaget bedöms konjunkturen mattas av och BNP-tillväxten minska något det andra halvåret jämfört med det andra kvartalet.

Låg inflation i euroområdet och stigande inflation i USA

I september steg världsmarknadspriset på olja (Brent) från 60 dollar per fat till nära 70 dollar per fat på kort tid. Det berodde på en minskad oljeproduktion i Saudiarabien efter en drönarattack mot två av landets största oljeföretag. Oljepriset sjönk därefter tillbaka, men utvecklingen illustrerar att oljepriset är mycket känsligt för geopolitiska störningar. Enligt marknadens prissättning väntas oljepriset ligga nära 60 dollar framöver (se diagram 3:9).

Diagram 3:5. Prisplaner inom näringslivet och handeln

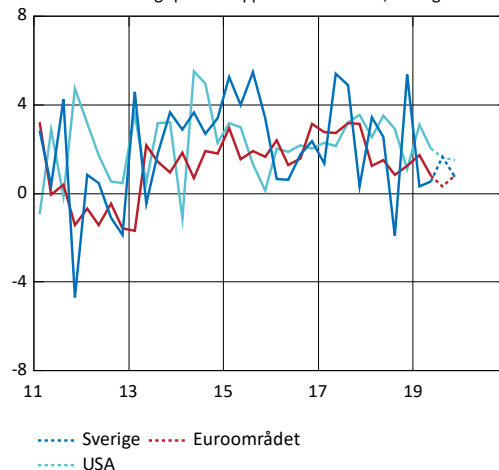


Anm. Nettototalt är skillnaden mellan andelen företag som uppgett att de förväntar sig högre försäljningspriser respektive lägre de närmaste tre månaderna. Streckade linjer avser medelvärden sedan maj 2003.

Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:6. BNP i Sverige och omvärlden

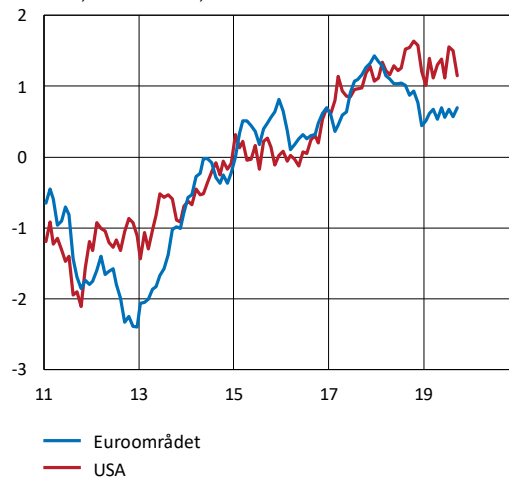
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



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

Diagram 3:7. Konsumentförtroende

Index, medelvärde = 0, standardavvikelse = 1



Anm. Serierna är standardiserade av Riksbanken.

Källor: EU-kommissionen och Conference Board

I euroområdet är inflationen låg och väntas fortsätta vara det under resten av året. Den uppmättes till 0,8 procent i september, vilket är den lägsta siffran sedan 2016. Den underliggande inflationen, som rensas för energi och livsmedel, steg något till 1,0 procent i september (se diagram 3:10). Även marknadens inflationsförväntningar är låga sett ur ett historiskt perspektiv och förväntningarna har sjunkit de senaste kvartalen enligt ECB:s enkät.

I USA var KPI-inflationen 1,7 procent i september. Samtidigt var KPI-inflationen exklusive energi och livsmedel 2,4 procent, vilket är samma notering som i augusti och den högsta prisökningstakten sedan finanskrisen. Ökningstakten i deflatorn för privat konsumtion exklusive energi och livsmedel, vilket är det mått som Federal Reserve fäster störst vikt vid, uppmättes till 1,8 procent i augusti.¹⁵ Även marknadens inflationsförväntningar har sjunkit sedan en tid. Men den starka arbetsmarknaden med låg arbetslöshet och högre löneökningstakt väntas tillsammans med det låga ränteläget och höjda tullar bidra till att inflationen stiger något mot slutet av året.

Den svenska konjunkturen mattas av

Efter flera år av god tillväxt och ett allt mer ansträngt resursutnyttjande har svensk ekonomi nu gått in i en fas med lägre tillväxt. Det första halvåret 2019 har präglats av en svag utveckling i framför allt inhemsk efterfrågan, som tyngs särskilt av att det byggs färre bostäder.

Enligt nationalräkenskaperna var tillväxten i svensk BNP lägre under första kvartalet och något högre andra kvartalet i år än vad som indikerades av den preliminära statistik som utgjorde underlag till den penningpolitiska rapporten i september. Även efter uppjusteringen var dock BNP-tillväxten det andra kvartalet lägre än normalt, 0,5 procent jämfört med det första kvartalet och uppräknat till årstakt. Det var framför allt investeringarna som utvecklades svagt. Hushållens konsumtion ökade snabbare efter flera kvartal av svag tillväxt och exporten var oförändrad jämfört med det första kvartalet.

Statistiska centralbyråns (SCB:s) publicering av de ordinarie beräkningarna av nationalräkenskaperna innefattade också en generell översyn av siffrorna från 1993 och framåt. BNP-nivån för det andra kvartalet 2019 beräknas nu vara ungefär 0,7 procent högre än i tidigare beräkningar men sammantaget reviderades BNP-tillväxten ner något under första halvåret i år. Detta förstärker bilden av att konjunkturen mattas av. I ett längre perspektiv innebar revideringarna inte någon större förändring av det historiska konjunkturförloppet, även om tillväxten fördelades om en del mellan åren (se diagram 3:11).

¹⁵ Den senaste tidens relativt stora differens mellan underliggande inflation enligt KPI och PCE beror till stor del på att prisökningstakten på hälsovård, som har en lägre vikt i KPI än i PCE, har sjunkit medan prisökningstakten på boende, som har en högre vikt i KPI än i PCE, har stigit.

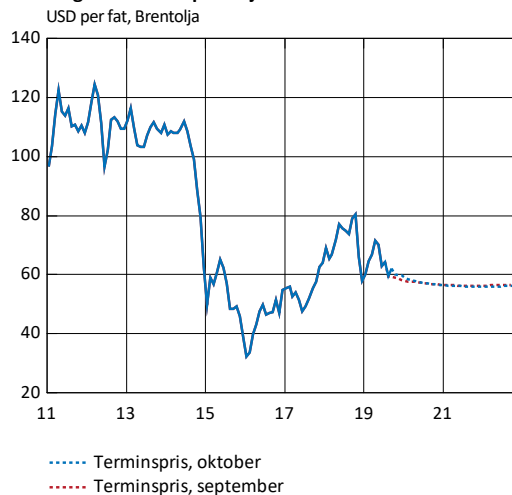
Tydlig nedväxling i tysk ekonomi

BNP-tillväxten i Tyskland har dämpats under de senaste åren. Det andra kvartalet i år sjönk BNP med 0,3 procent jämfört med det första kvartalet, uppräknat till årstakt. Dämpningen är större än i de flesta andra länder i euroområdet och är särskilt tydlig inom tillverkningsindustrin. Där är förtroendet nu lägre än under den europeiska skuld krisen i början av 2010-talet. Förtroendet och produktionen har fallit i tillverkningsindustrin sedan inledningen av 2018. Det kan finnas flera förklaringar till den svaga utvecklingen. Den globala handeln har dämpats och osäkerheten är stor om den globala handelspolitiken och Storbritanniens planer att lämna EU. Dessa faktorer påverkar sannolikt den tyska ekonomin speciellt mycket eftersom den är så beroende av utrikeshandel. Andra delar av den tyska ekonomin utvecklas bättre. Arbetsmarknaden är fortsatt stark och arbetslösheten har sjunkit till en låg nivå sett ur ett historiskt perspektiv. Lönerna har också stigit i allt snabbare takt de senaste åren. Konsumentförtroendet är starkt liksom förtroendet i tjänstesektorn som indikerar en fortsatt tillväxt, även om det dämpades i september.

Diagram 3:8. Inköpschefsindex i Tyskland



Diagram 3:9. Pris på råolja



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

Källor: Macrobond och Riksbanken

Förtroendet hos svenska hushåll och företag har dämpats under det senaste året, i synnerhet för företagen inom tillverkningsindustrin, och är nu lägre än normalt. Konjunkturinstitutets barometerindikator föll i september för femte månaden i rad (se diagram 3:12). Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin föll också tillbaka i september och är nu tydligt lägre än sitt historiska genomsnitt. Hushållens förtroende minskade med knappt tre enheter samma månad och är nu på den lägsta nivån sedan 2012, vilket pekar på en måttlig konsumtionstillväxt. Det är i synnerhet hushållens syn på hur den svenska ekonomin kommer att utvecklas, snarare än synen på den egna ekonomin, som är pessimistisk.

Månadsstatistik för efterfrågan och produktion har samtidigt utvecklats förhållandevis starkt under början av det tredje kvartalet. Statistiken över såväl hushållens konsumtion som utrikeshandeln med varor tecknar en ljusare bild av tillväxten det tredje kvartalet än förtroendeindikatorerna. Det samma gäller statistik för produktionen inom näringslivet.

Tillväxten väntas sammantaget vara något lägre än normalt även under det andra halvåret. Baserat på att såväl Konjunkturbarometern som inköpschefsindex visar en dämpad exportordergång förutses tillväxten i utländsk efterfrågan på svenska varor och tjänster fortsätta att öka i måttlig takt. Samtidigt fortsätter bostadsinvesteringarna att utvecklas svagt.

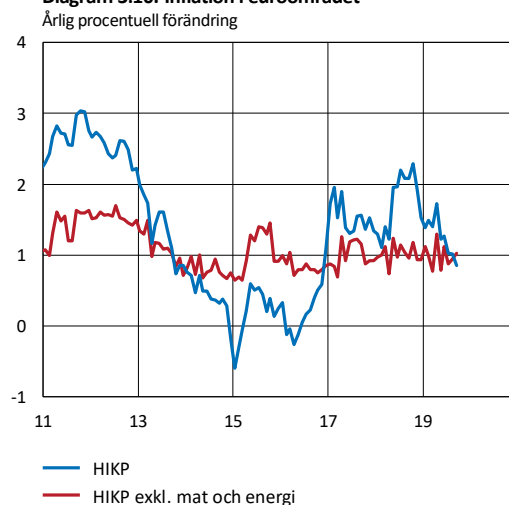
Bedömningen av BNP-utvecklingen under tredje kvartalet är lägre än Riksbankens modellprognos som inte bedöms ta full hänsyn till nedgången i bostadsinvesteringarna (se diagram 3:13).¹⁶ Uppräknat till årstakt väntas BNP öka med 1,7 procent tredje kvartalet och 0,8 procent fjärde kvartalet.

Inbromsning på arbetsmarknaden

Arbetsmarknaden har under flera år utvecklats mycket starkt. Både arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden har nått historiskt höga nivåer (se diagram 4:6). I år bedöms dock utvecklingen ha mattats av. Den allra senaste tiden har arbetslösheten enligt Arbetskraftsundersökningarna (AKU) stigit kraftigt (se diagram 3:14). Arbetsförmedlingens statistik visar på en mer måttlig uppgång under året. SCB har nu meddelat att AKU är missvisande, då det upptäckts brister i datainsamlingen (se marginalrutan "Felaktig arbetsmarknadsstatistik bekymmersamt"). Den nuvarande nivån på arbetslösheten bedöms vara överskattad.

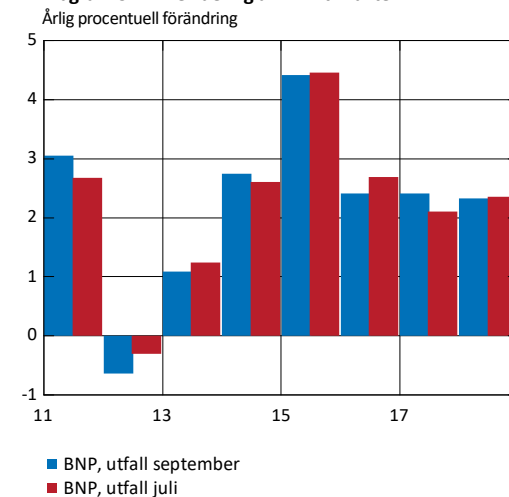
Då statistiken enligt AKU är missvisande har andra källor beaktats i högre utsträckning. Sysselsättningen har bromsats in något enligt kortperiodisk sysselsättningsstatistik (KS), även om den än så länge endast omfattar utfall till och med det andra kvartalet. Enligt företagens svar i Konjunkturbarometern har sysselsättningen i näringslivet inte minskat under året. Riksbankens samlade bedömning är att sysselsättnings-tillväxten har dämpats och arbetslösheten stigit något hittills i år.

Diagram 3:10. Inflation i euroområdet



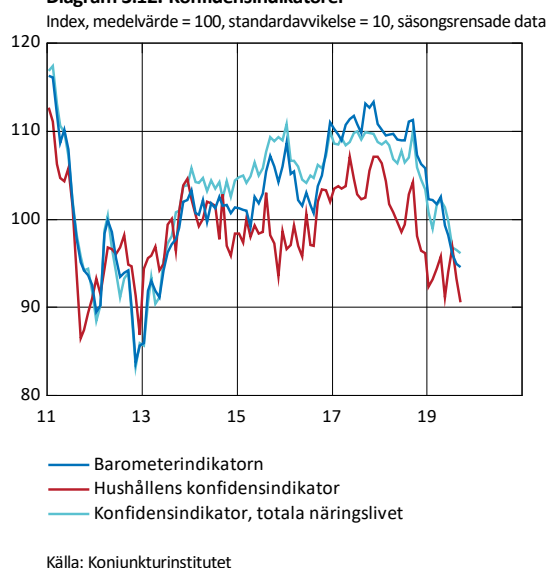
Källa: Eurostat

Diagram 3:11. Revidering av BNP-tillväxten



Källa: SCB

Diagram 3:12. Konfidensindikatorer



Källa: Konjunkturinstitutet

¹⁶ Riksbankens modellprognos för BNP-tillväxten på kort sikt baseras på förtroendeindikatorer och månadsstatistik för produktion och efterfrågan.

Antal varsel om uppsägning är få och indikerar inte att arbetslösheten på kort sikt skulle öka kraftigt. Antalet nyanmälda lediga platser har enligt Arbetsförmedlingen fallit de senaste månaderna, men är fortfarande på en hög nivå (se diagram 3:15). Dessutom finns det fortfarande många lediga jobb och vakanser inom näringslivet enligt SCB. Anställningsplanerna har sjunkit tillbaka enligt Konjunkturbarometern, men indikerar ändå en oförändrad sysselsättning de kommande månaderna. Även industrins förväntningar enligt inköpschefsindex pekar på ungefär oförändrad sysselsättning samtidigt som förväntningarna inom tjänstesektorn indikerar viss sysselsättningsökning.

Den samlade bilden tyder på att arbetsmarknaden har kylts av och indikatorer pekar på att efterfrågan på arbetskraft fortsätter att mattas av, även om det finns få tecken som pekar på en kraftig nedgång i sysselsättningen.

Resursutnyttjandet har sjunkit men är något högre än normalt

Mängden lediga resurser i ekonomin påverkar hur löner och priser utvecklas med en viss eftersläpning. Resursutnyttjandet kan dock inte mätas exakt och Riksbanken gör därför en bedömning utifrån en mängd olika indikatorer.

Enligt flera av dessa indikatorer är resursutnyttjandet fortfarande något högre än normalt, även om det har sjunkit något under det första halvåret i år. Enligt Konjunkturbarometern anger till exempel färre företag än tidigare att det råder brist på arbetskraft, men andelen är fortfarande hög. Enligt både Konjunkturinstitutet och SCB är samtidigt kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin högt i ett historiskt perspektiv.

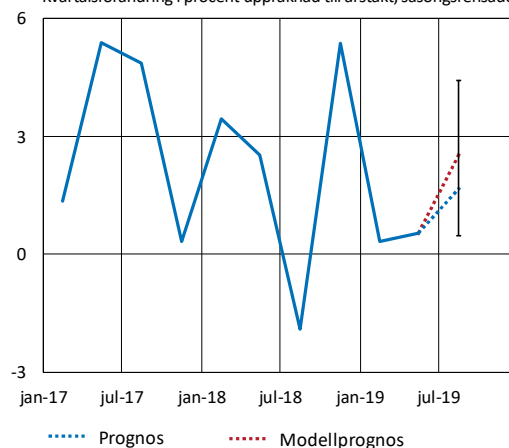
Den samlade bilden är att resursutnyttjandet i ekonomin har normaliserats under 2019, efter att varit högt under de senaste åren. I nuläget bedöms det fortfarande vara något högre än normalt, vilket stöds av Riksbankens indikator för resursutnyttjandet (se diagram 4:12).

Stigande löneökningstakt

Löneökningstakten har stigit de senaste månaderna enligt konjunkturlönestatistiken. I juli uppgick löneökningstakten till 2,7 procent i såväl näringslivet som hela ekonomin. Även enligt nationalräkenskaperna har löneökningstakten stigit i år och uppgick till 2,4 procent under det andra kvartalet.¹⁸ Löneökningstakten väntas fortsätta att stiga något de kommande kvartalen.

Kostnadstrycket, mätt som den årliga procentuella förändringen i arbetskostnader per producerad enhet, uppgick till 2,7 procent under det andra kvartalet. Det är en bit över det historiska genomsnittet på cirka 2 procent. De senaste åren

Diagram 3:13. BNP, modellprognos och osäkerhetsintervall
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

Felaktig arbetsmarknadsstatistik bekymmersamt

Arbetskraftsundersökningarna (AKU) är Sveriges officiella arbetsmarknadsstatistik. Den är därmed ett viktigt underlag för beslutsfattare.

Vid publiceringen av det allra senaste utfallet meddelade SCB att man identifierat brister i datainsamlingen som har påverkat statistikens kvalitet.¹⁷ Bristerna uppstod i samband med en förändring av datainsamlingen i juni 2018 och är kopplade till insamlingsprocessen.

Utvecklingen på arbetsmarknaden enligt publicerade siffror från AKU de senaste 16 månaderna är därmed missvisande. Enligt SCB har antalet sysselsatta sannolikt överskattats under fjolåret för att sedan underskattats från sommaren 2019. Man uppger också att antalet arbetslösa har underskattats något i början av året, för att därefter ha överskattats. Av allt att döma visar statistiken en alltför skarp nedgång av sysselsättningen och en alltför brant uppgång av arbetslösheten under 2019. SCB arbetar med att åtgärda bristerna och kommer att revidera statistiken men det är oklart hur snart det kan ske.

Riksbanken behöver ha en uppfattning om hur arbetsmarknaden, och därmed konjunkturen, utvecklar sig för att avgöra vilken penningpolitik som är lämplig. Innan SCB publicerar reviderade siffror finns ingen officiell bild av utvecklingen på svensk arbetsmarknad, vilket är bekymmersamt. I avsaknad av tillförlitlig statistik från AKU baseras Riksbankens bedömning på andra statistikkällor och indikatorer, till exempel statistik från Arbetsförmedlingen.

¹⁷ Se SCB:s pressmeddelande <https://www.scb.se/om-scb/nyheter-och-pressmeddelanden/kvalitetsbrister-i-datainsamlingen-paverkar-aku/>

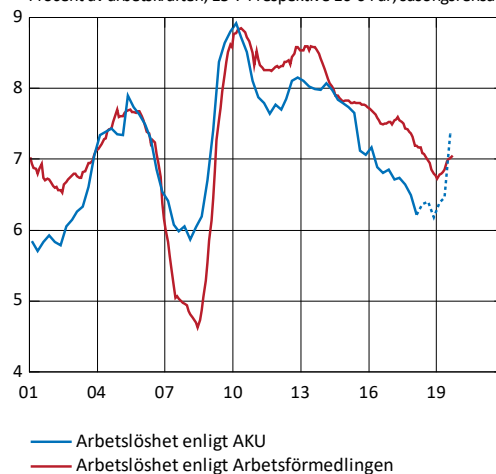
¹⁸ Löneökningstakten enligt nationalräkenskaperna är mer volatil och den kortsiktiga utvecklingen bör därför tolkas mer försiktigt.

har ökningstakten i kostnadstrycket varit förhållandevis hög eftersom produktivitetstillväxten har varit låg. Men de närmaste kvartalen väntas tillväxten i produktiviteten öka, vilket bidrar till ett lägre kostnadstryck mätt med arbetskostnader per producerad enhet.

Kostnadernas utveckling samvarierar med den inhemska konjunkturen, liksom produktivets- och prisutvecklingen. Men kostnadsutvecklingen i omvärlden är också viktig, eftersom den påverkar hur svenska företag står sig i den globala konkurrensen. Diagram 3:16 visar utvecklingen i svenska arbetskostnader per producerad enhet i förhållande till ett viktat genomsnitt av konkurrentländer.¹⁹ Vid en sådan jämförelse bidrar svängningar växelkursen till stora variationer i relativa kostnader, uttryckt i gemensam valuta.²⁰ Den senaste tidens kronförsvagning har bidragit till det svenska konkurrensläget är relativt bra.

Diagram 3:14. Arbetslöshet enligt AKU och Arbetsförmedlingen

Procent av arbetskraften, 15-74 respektive 16-64 år, säsongrensade data

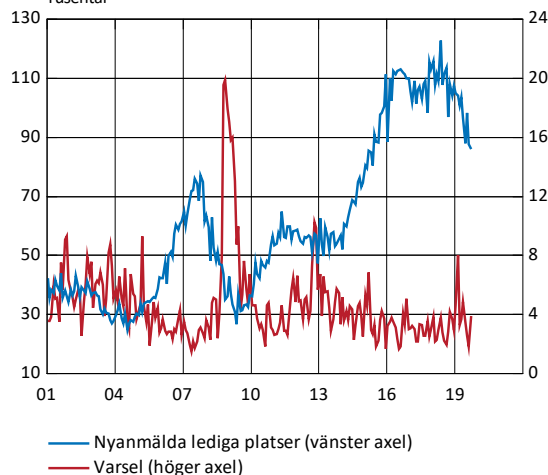


Anm. Arbetslösa enligt AF avser öppet arbetslösa samt deltagare i arbetsmarknadsprogram. SCB har identifierat kvalitetsbrister i AKU vilket medför att statistiken 2018 kv2–2019 kv3 är missvisande. Den streckade linjen markerar denna period.

Källor: Arbetsförmedlingen och SCB

Diagram 3:15. Nyanmälda lediga platser och varsel

Tusental

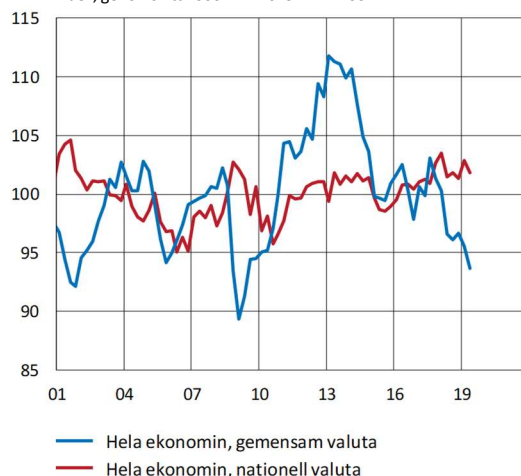


Anm. Säsongrensade data för nyanmälda lediga platser.

Källor: Arbetsförmedlingen och Macrobond

Diagram 3:16. Relativa enhetsarbetskostnader

Index, genomsnitt 2000 kv1–2019 kv2 = 100



Anm. Nationell valuta beräknas genom att dividera mättet i gemensam valuta med handelsviktad nominell växelkurs.

Källor: EU-kommissionen och Riksbanken

¹⁹ Här används ett av EU-kommissionens mått, där konkurrentvikterna baseras på 37 länder. 28 EU-länder ingår samt nio OECD-länder (Australien, Kanada, USA, Japan, Norge, Nya Zeeland, Mexiko, Schweiz och Turkiet).

²⁰ Bedömningen av relativ kostnadsnivå mellan länder kan därför bli känslig för valet av referenspunkt. För att begränsa detta problem används här ett genomsnitt för 2000-talet som referenspunkt. Jämförelsen kommer dock alltid att påverkas av vilken tidsperiod som studeras.

KAPITEL 4 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Sedan slutet av 2017 har tillväxten i omvärlden bromsat in mot mer normala nivåer. Konjunkturutsikterna i euroområdet enligt olika indikatorer har försämrats och prognoserna för såväl BNP-tillväxt som inflation har reviderats ned jämfört med bedömningen i september. Den svenska ekonomin har efter flera år av god tillväxt och högt resursutnyttjande gått in i en lugnare fas och väntas växa långsammare från och med i år. I år beror den lägre tillväxten främst på en mer dämpad inhemsk efterfrågan med en fortsatt nedgång i bostadsbyggandet och svagare utveckling i hushållens konsumtion. Kommande år är det framför allt svagare export som drar ner tillväxten. Inflationen har fallit tillbaka något de senaste månaderna efter att ha legat nära inflationsmålet på 2 procent sedan början av 2017. Den nedgången förklaras främst av en lägre ökningstakt i energipriserna. De senaste årens goda efterfrågetillväxt och höga resursutnyttjande bidrar i kombination med en försvagning av kronan till att inflationen stiger och väntas vara nära 2 procent framöver. Ett fortsatt lågt ränteläge bidrar till denna utveckling. Inflationsutsikterna är relativt oförändrade jämfört med i september.

Omvärlden

Tillväxten i omvärlden nära normala nivåer åren framöver

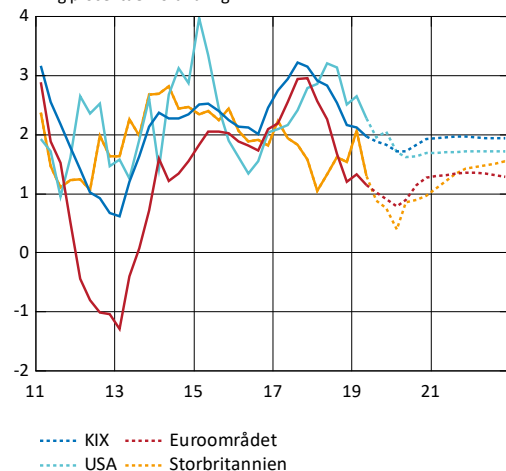
Tillväxten i handelsviktad (KIX-vägd) BNP har sedan slutet av 2017 sjunkit till mer normala nivåer. Under de kommande åren bedöms BNP växa något långsammare än det historiska genomsnittet på drygt 2 procent (se diagram 4:1).

Tillväxten i världshandeln har dämpats i år enligt CPB World Trade Monitor. Importefterfrågan på Sveriges exportmarknader väntas växa med 2,5 procent i år och strax över 3 procent de närmaste åren (se diagram 4:2). Det innebär en lägre tillväxttakt än snittet på 4,6 procent per år sedan år 2000. Den låga importefterfrågan kan förklaras av en fortsatt dämpad utveckling i världshandeln till följd av att tillverkningsindustrin har mattats av globalt. Ökad osäkerhet på grund av handelskonflikten mellan USA och Kina dämpar också importen (se fördjupningen "Världshandeln i ständig förändring").

Konjunkturutsikterna enligt inköpschefsindex har sammantaget försämrats sedan den penningpolitiska rapporten i september. Risken för att handelskonflikten mellan USA och Kina fortsätter, med nya åtgärder, finns kvar och är betydande. Även osäkerheten kring Storbritanniens planer att lämna EU skapar oro kring tillväxtutsikterna för Europa. Risken förknippad med den statsfinansiella situationen i Italien har, åtminstone på kort sikt, minskat något.

Osäkerheten kring Storbritanniens utträde ur EU och handelstullar innebär att tillväxten för omvärlden blir något lägre på kort sikt, framför allt i euroområdet via lägre investeringstillväxt. På något längre sikt bedöms osäkerheten minska i takt med att olika lösningar kommer på plats och överens-

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

kommelser träffas, vilket är positivt för tillväxten. Resursutnyttjandet i euroområdet och USA bedöms sammantaget ligga nära normala nivåer under hela prognosperioden.

Svag BNP-tillväxt och låg inflation i euroområdet

Ökad osäkerhet i omvärlden och en dämpad utveckling i världshandeln har bidragit till att förtroendet inom tillverkningsindustrin har sjunkit påtagligt i euroområdet. Spridningen till övriga delar av ekonomin verkar hittills vara begränsad och förtroendet inom tjänstesektorn ligger fortfarande på nivåer som indikerar ungefär normal tillväxt. Osäkerheten om hur världshandeln ska utvecklas utgör i synnerhet en risk för den tyska ekonomin. Det i kombination med osäkerheten kring Storbritanniens utträde ur EU bedöms dämpa investeringstillväxten på kort sikt.

Trots en stark arbetsmarknad och stigande löner är inflationen i euroområdet låg och de långsiktiga inflationsförväntningarna, enligt både marknaden och ECB:s enkäter, har fallit till historiskt låga nivåer. Penningpolitiken väntas bidra till låga räntor under hela prognosperioden. Tillsammans med fortsatt gynnsamma kreditvillkor, ett relativt högt konsumentförtroende och en stark arbetsmarknad talar det för en viss uppgång i tillväxten framöver. Nedgången i arbetslösheten väntas dock plana ut de närmaste åren och löneökningstakten förutses därför dämpas något i slutet av prognoshorisonten.

BNP väntas växa med omkring 1 procent per år under 2019 och 2020 och med 1,3 procent per år 2021–2022 (se diagram 4:1).

Amerikansk tillväxt växlar ner från höga nivåer

Konjunkturen i USA är stark efter flera år av hög tillväxt och sjunkande arbetslöshet. Osäkerheten förknippad med handelskonflikten med Kina bidrar negativt till tillväxten via en dämpad investeringsvilja. BNP bedöms växa med 2,2 procent i år varefter tillväxten dämpas till 1,7 procent 2020–2022 (se diagram 4:1). Trots den lite lägre tillväxten förväntas arbetsmarknaden i USA fortsätta att vara stark de kommande åren. Det höga resursutnyttjandet på arbetsmarknaden väntas bidra till att lönerna fortsätter att stiga i god takt det närmaste året. I linje med att arbetslösheten sedan stiger något väntas lönetillväxten gradvis avta, vilket bidrar till att tillväxten i hushållens konsumtion dämpas något.

Handelskonflikten väntas dämpa kinesisk tillväxt

Handelskonflikten med USA väntas dämpa Kinas tillväxt i år och nästa år. För att motverka konfliktens ekonomiska effekter har centralbanken bland annat sänkt bankernas reservkrav (se diagram 4:3). Banker med hög andel utlåning till små och privata bolag får dessutom större sänkningar. Det är inte första gången de kinesiska bankernas reservkrav sänks; bland annat genomfördes tre sänkningar 2018. Reservkraven är därför nu på den lägsta nivån på tio år samtidigt som fler stimulanser kan väntas. Det kommer att bidra till att Kina väntas

Diagram 4:2. Export och svensk exportmarknad

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data

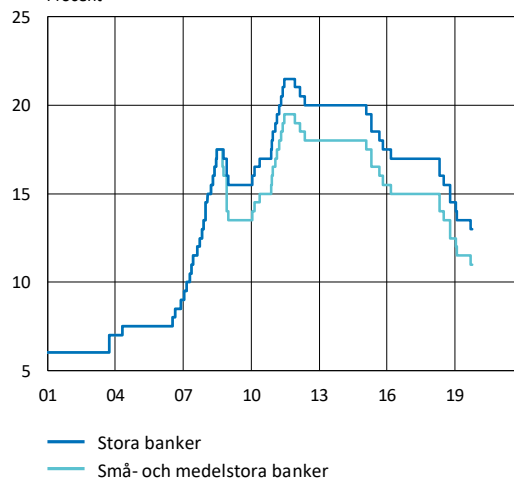


Anm. Index över svensk exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av importen i 32 länder som täcker cirka 85 procent av den totala svenska exportmarknaden.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:3. Reservkrav för små och medelstora banker samt stora banker i Kina

Procent

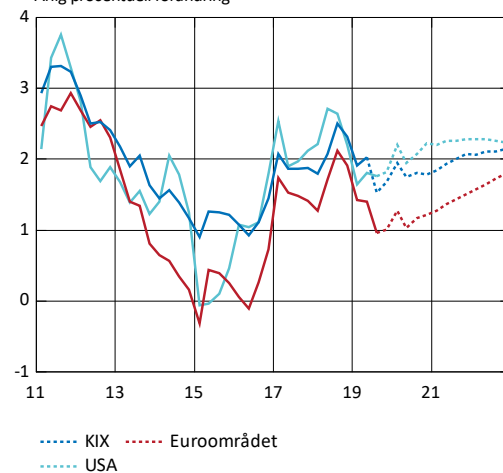


Anm. Reservkravet anger hur stor andel av bankernas inlånade medel som måste finnas som reserver.

Källa: People's Bank of China

Diagram 4:4. 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

uppnå den nedre gränsen av sitt officiella tillväxtmål på 6-6,5 procent 2019.²¹

Den kinesiska tillväxten väntas fortsätta minska till strax under 6 procent de kommande åren. Det beror på att landet i finanskrisens efterdyningar medvetet ombalanserar stora delar av ekonomin. Målet är att tillväxten framöver ska grundas på konsumtion istället för hög investeringstillväxt. Investeringsnivåerna är höga och investeringarnas andel av BNP uppgick till drygt 44 procent 2017. De höga investeringsnivåerna har lett till lågt utnyttjande av infrastrukturkapacitet. Det innebär att det finns större tillgång till exempelvis kollektivtrafik, flygplatser och sjukhus än vad som efterfrågas. Därför väntas investeringarna i Kina på sikt ha en långsammare tillväxttakt.

Kostnadstrycket i omvärlden väntas stiga långsamt

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

I euroområdet är inflationen fortsatt låg. Både HIKP-inflationen och den underliggande HIKP-inflationen som renas för energi och livsmedel låg i september kvar på omkring 1 procent. Den underliggande inflationen har legat omkring 1 procent de senaste åren. Även förväntningarna på inflationen har sjunkit, både i termer av marknadsprissättning och enkäter. Den allt starkare arbetsmarknaden som stimuleras av mycket låga räntor förutses innebära ett ökat kostnadstryck som får inflationen att stiga gradvis till strax under 2 procent i slutet av prognosperioden, både mätt med HIKP och med HIKP exklusive energi och livsmedel.

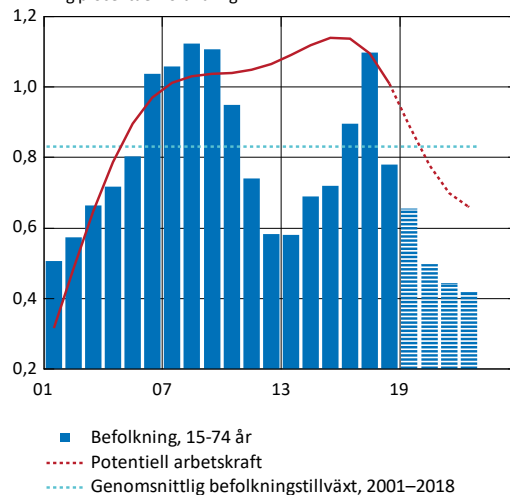
Även i USA bedöms den starka arbetsmarknaden fortsätta att bidra till högre inflation genom att lönerna ökar något snabbare och därmed också företagens kostnader för arbetskraft. Höjda tullar bidrar också på kort sikt till något högre inflation genom att priset på importerade varor stiger. Men inflationstrycket dämpas på längre sikt av att tillväxten bromsar in och resursutnyttjandet faller. Sammantaget bedöms KPI-inflationen i USA bli drygt 2 procent de kommande åren (se diagram 4:4).

Sverige

Långsammare ökning av arbetskraftsutbudet

Ekonomins långsiktiga tillväxt påverkas av hur arbetskraftsutbudet och produktiviteten utvecklas över tid. I detta sammanhang är demografiska förändringar viktiga. Till följd av hög invandring har befolkningen i Sverige i arbetsför ålder vuxit relativt snabbt de senaste åren. Det har bidragit till att utbudet på arbetskraft har ökat ovanligt kraftigt (se diagram 4:5).

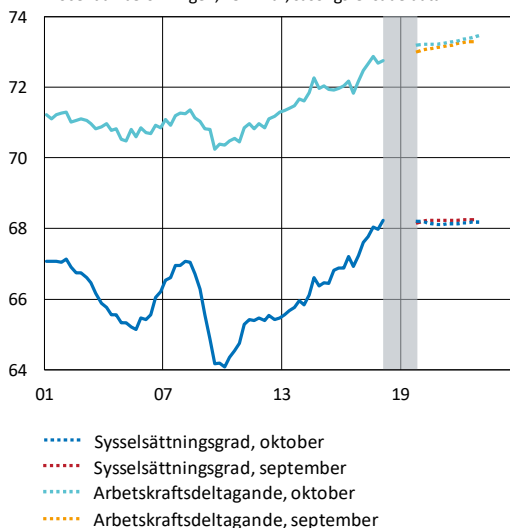
Diagram 4:5. Befolkning och potentiell arbetskraft, 15–74 år
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:6. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande
Procent av befolkningen, 15–74 år, säsongsrensade data

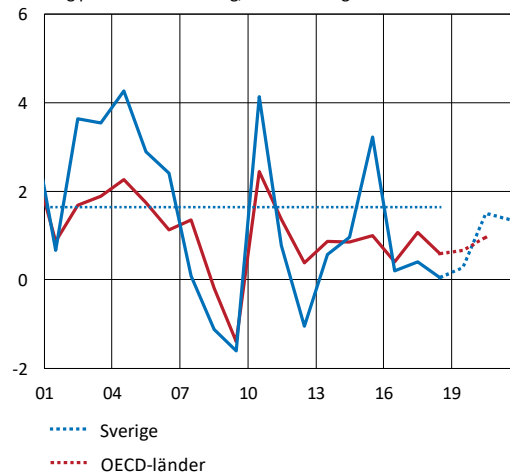


Anm. SCB har identifierat kvalitetsbrister i AKU vilket medför att statistiken 2018 kv2–2019 kv3 är missvisande. Data visas därför inte i diagrammet, och perioden markeras med ett grått fält.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:7. Produktivitet

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



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

Källor: OECD, SCB och Riksbanken

²¹ Kinas tillväxtmål annonserades vid National Peoples' Congress i mars i år.

Även arbetskraftsdeltagandet har ökat trendmässigt sedan 2009, och 2018 ingick över 73 procent av befolkningen i åldern 15–74 år i arbetskraften (se diagram 4:6). Uppgången har skett både bland inrikes och utrikes födda.

De kommande åren sjunker tillväxten i den arbetsföra befolkningen eftersom den inrikes födda befolkningen i genomsnitt blir äldre samtidigt som invandringen antas minska. Antalet äldre som deltar i arbetskraften beräknas dock fortsätta öka, bland annat till följd av höjda åldersgränser i pensionssystemet, att vi blir allt friskare högre upp i åldrarna och att vi lever längre. Även antalet utrikes födda i arbetskraften beräknas fortsätta öka. Sammantaget innebär det att arbetskraftsutbudet inte väntas dämpas lika snabbt som befolkningstillväxten (se diagram 4:6).

Efter finanskrisen har produktivitetstillväxten varit låg i både Sverige och omvärlden, bortsett från några enstaka år (se diagram 4:7).²² Nu väntas den öka långsamt framöver och närma sig ett historiskt genomsnitt.

Sammantaget bedöms tillväxten i arbetskraften och produktiviteten innebära en tillväxt i potentiell BNP på mellan 1,5 och 2 procent per år 2019–2021 (se diagram 4:8).

Fortsatt avmattning i den svenska ekonomin

Svensk BNP har efter flera år av god tillväxt och stigande resursutnyttjande gått in i en lugnare fas och väntas växa långsammare de kommande åren (se diagram 4:8). Den lägre tillväxten innebär att konjunkturen fortsätter att mattas av, och att resursutnyttjandet i ekonomin blir nära normalt – men bedömningen är inte att ekonomin går in i en lågkonjunktur. Avmattningen beror bland annat på en svag tillväxt på svenska exportmarknader och att antalet bostäder som byggs fortsätter att minska.

Svag investeringstillväxt

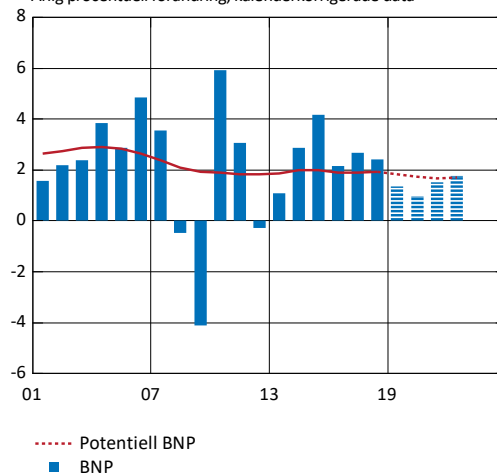
Efterfrågan på bostäder täckte inte fullt ut det snabbt växande utbudet av nya bostäder under hösten 2017. Detta bidrog till att bostadspriserna sjönk och mätt med bostadsprisindexet HOX föll med som mest 5 procent i årstakt (se diagram 1:11). Prisnedgången har i sin tur inneburit att byggproducenter behövt anpassa utbudet vilket bidragit till att antalet påbörjade bostäder har minskat kraftigt. Denna utveckling fortsätter tynga tillväxten i bostadsinvesteringarna och BNP framför allt i år och under 2020. Även om bostadsinvesteringarna har minskat betydligt är byggandet fortsatt högt i ett historiskt perspektiv.

Utöver den fortsatt svaga utvecklingen i bostadsinvesteringarna bidrar dessutom en lägre tillväxt i näringslivets övriga investeringar till att företagens totala bruttoinvesteringar utvecklas svagare än de senaste åren och investeringarnas andel av BNP minskar något de närmaste åren.

²² För en internationell jämförelse och genomgång av olika förklaringsfaktorer, se kapitlet "Produktiviteten i Sverige" i Lönebildningsrapporten 2017, Konjunkturinstitutet.

Diagram 4:8. BNP

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data

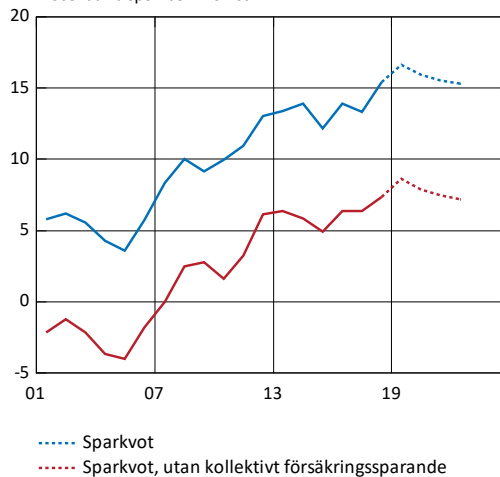


Anm. Potentiell BNP avser den långsiktigt hållbara nivån enligt Riksbankens bedömning.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:9. Hushållens sparkvot

Procent av disponibel inkomst

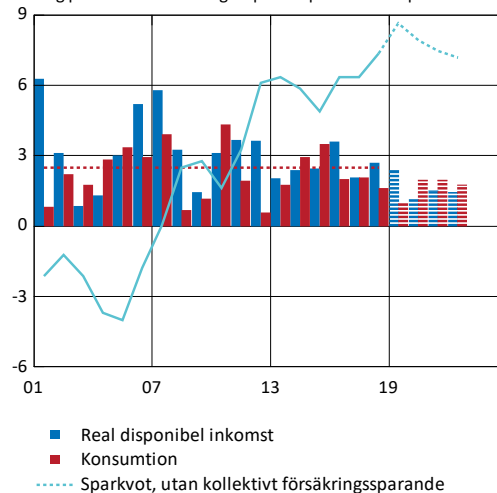


Anm. Kollektivt försäkringssparande består av sparande som hushållen inte kontrollerar själva, exempelvis premiepension och avtalsförsäkringar.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:10. 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

Hushållen sparar mindre när inkomsterna ökar långsammare

Hushållens konsumtion väntas växa i måttlig takt framöver. Det beror bland annat på att hushållens inkomster utvecklas svagare när antalet sysselsatta ökar långsammare under de närmaste åren. Riksbankens bedömning är att hushållen i utgångsläget sparar en stor andel av sina inkomster (se diagram 4:9).²³ Den höga sparkvoten gör att hushållen behåller ett konsumtionsutrymme trots att inkomsterna utvecklas svagare, och bidrar till ett jämnare förlopp i konsumtionstillväxten de kommande åren (se diagram 4:10).

Bostadspriserna stiger men skulderna ökar långsammare

Optimismen på bostadsmarknaden har tilltagit. I september steg bostadspriserna, mätt med bostadsprisindexet HOX, med 2,5 procent jämfört med september i fjol. Priserna var därmed drygt 2 procent lägre än före nedgången under hösten 2017. Utbudet av bostäder fortsätter dock att vara stort mot bakgrund av det omfattande nybyggandet. Införda amorteringskrav dämpar efterfrågan och sammantaget väntas dessa faktorer bidra till att bostadspriserna fortsätter att stiga i en måttlig takt de kommande åren, ungefär i linje med hushållens inkomstutveckling.

Hushållens skulder, som domineras av bostadslån, har ökat långsammare sedan en tid. Men trots att bostadspriserna nu är lägre än vad de var under sommaren 2017 växer skulderna med ungefär 5 procent, mätt som årlig procentuell förändring. Det beror till stor del på att den som idag köper bostad på andrahandsmarknaden i genomsnitt betalar ett betydligt högre pris än vad säljaren en gång gjorde. Tillskottet av nya bostäder är dessutom fortsatt högt, vilket innebär att fler tar bostadslån.

Skuldökningstakten väntas mattas av ytterligare, bland annat i takt med att amorteringskraven omfattar en allt större andel av låntagarna. Men skulderna växer fortfarande något snabbare än hushållens disponibla inkomster, och den så kallade skuldkvoten ökar till drygt 190 procent i slutet av 2022 (se diagram 1:13).

Svensk arbetsmarknad fortsätter att mattas av

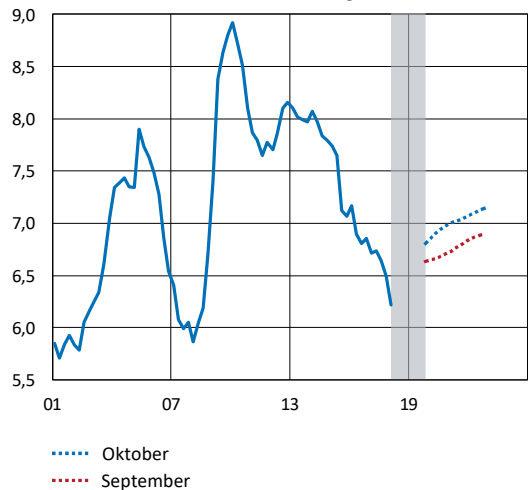
De senaste årens höga aktivitet i svensk ekonomi har inneburit att sysselsättningsgraden och arbetskraftsdeltagandet har stigit till historiskt höga nivåer (se diagram 4:6).

I takt med att konjunkturen under 2019 har gått in i en fas med långsammare tillväxt har också sysselsättningen bromsats upp och sysselsättningsgraden bedöms ha sjunkit tillbaka. Efterfrågan på arbetskraft har dämpats, vilket avspeglas i att företagen upplever mindre brist på arbetskraft och mindre

²³ Statistiska centralbyråns (SCB) översyn av nationalräkenskaperna bidrog till att den historiska tidserien för sparkvoten reviderades ned. Därmed är skillnaden gentemot sparkvoten enligt Finansräkenskaperna, som baseras på hushållens finansiella tillgångar och skulder, mindre. Sparkvoten enligt Finansräkenskaperna är dock fortsatt lägre.

Diagram 4:11. Arbetslöshet

Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data

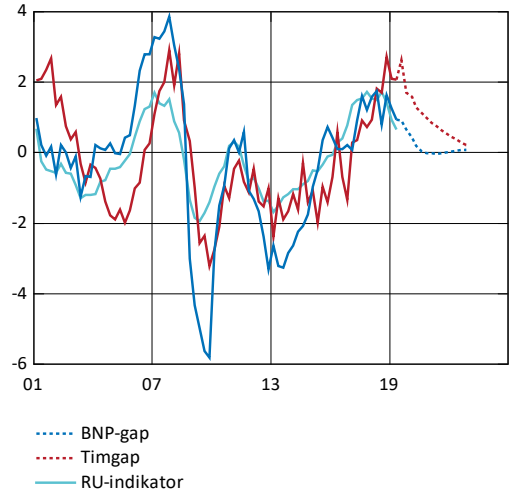


Anm. SCB har identifierat kvalitetsbrister i AKU vilket medför att statistiken 2018 kv2–2019 kv3 är missvisande. Data visas därför inte i diagrammet, och perioden markeras med ett grått fält.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:12. BNP- och timgap samt resursutnyttjandeindikatorn

Procent respektive standardavvikelse

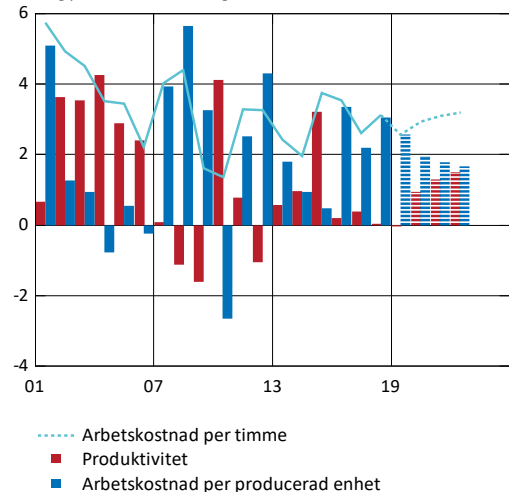


Anm. Gapen avser BNP:s respektive antalet arbetade timmars avvikelser från Riksbankens bedömda trender. RU-indikatorn är ett statistiskt mått på resursutnyttjandet. Den är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 4:13. Arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

behov av att anställa. Arbetslösheten har under flera år sjunkit mer än vad Riksbanken prognostiserat men har nu börjat stiga. SCB har dock upptäckt brister i datainsamlingen av Arbetskraftsundersökningarna (AKU). De gör bedömningen att den senaste tidens kraftiga uppgång i arbetslöshet är missvisande och att den nuvarande nivån på arbetslösheten är överskattad (se marginalrutan "Felaktig arbetsmarknadsstatistik bekymmersam" i kapitel 3). Att arbetslösheten har stigit något under året stöds av andra källor. Efterfrågan på arbetskraft väntas dämpas ytterligare under prognosperioden vilket innebär att arbetslösheten kommer att fortsätta stiga något (se diagram 4:11).

Att arbetslösheten stiger förklaras i huvudsak av att BNP-tillväxten växlar ner, men det finns också mer strukturella drivkrafter. Det har till exempel skett ett stort inflöde i arbetskraften av grupper med svag anknytning till arbetsmarknaden, särskilt av personer utan gymnasieutbildning eller arbetslivserfarenhet från den svenska arbetsmarknaden. Samtidigt minskades utrymmet för aktiv arbetsmarknadspolitik betydligt i budgeten för 2019, exempelvis minskades volymerna i anställningsstöd kraftigt. I budgetpropositionen för 2020 har regeringen nu aviserat satsningar inom arbetsmarknadspolitik för att dämpa de tidigare neddragningarna.

Sammantaget bedöms resursutnyttjandet i ekonomin som helhet minska de närmaste åren och vara nära normala nivåer under hela prognosperioden (se diagram 4:12).

Lönerna väntas öka snabbare

Löneutvecklingen har varit svag de senaste åren, både i förhållande till konjunkturen och till sitt historiska genomsnitt. En sannolik förklaring till det är att produktivitetstillväxten har varit förhållandevis låg. Trots måttliga löneökningar har därmed kostnadstrycket, mätt som arbetskostnad per producerad enhet, varit högre än sitt historiska genomsnitt på cirka 2 procent (se diagram 4:13).

I år har löneökningstakten stigit något, framför allt i näringslivet, och uppgick i juli enligt konjunkturlönestatistiken till 2,7 procent. Flera faktorer talar för att löneökningstakten kommer att stiga något framöver. Arbetsmarknaden har varit stark under flera år och resursutnyttjandet har varit högt. Löneökningstakten i omvärlden har stigit och inflationen har varit nära målet under en längre period. Därtill förväntas produktivitetstillväxten öka. Enkla skattade ekvationer, där löneökningstakten förklaras av bland annat den historiska samvariationen med bland annat resursutnyttjandet, produktiviteten, vinstandelen i ekonomin och ökningstakten i omvärldslönerna, prognostiserar stigande löneökningstakt de närmaste åren, som ligger i linje med eller något över Riksbankens prognos (se diagram 4:14). Utsikterna på arbetsmarknaden framöver bedöms dock vara lite mer dämpade än i tidigare bedömning. Prognosen för löneökningstakten har därför reviderats ner något.

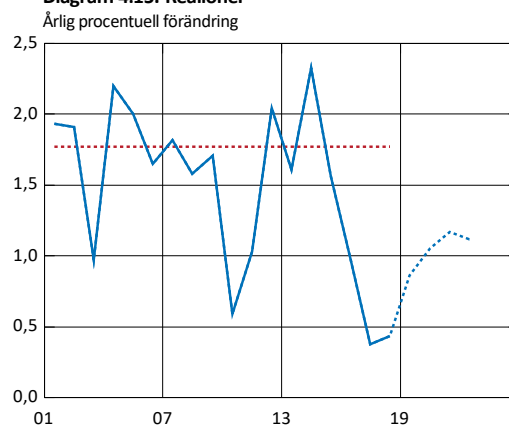
Diagram 4:14. Löner



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

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

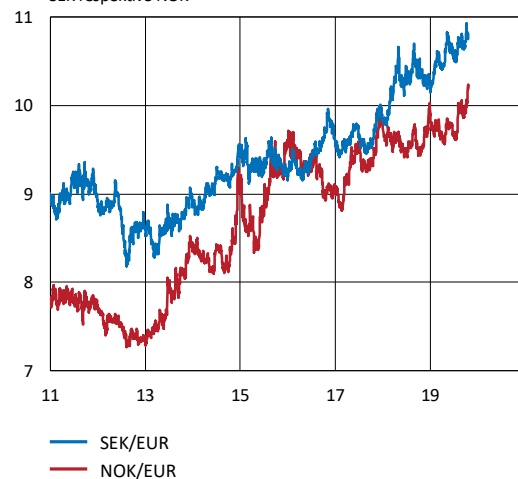
Diagram 4:15. Reallöner



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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 4:16. Svenska och norska kronans växelkurs mot euro
SEK respektive NOK



Källa: Bloomberg

Arbetskostnaderna per producerad enhet väntas öka i en takt strax under sitt historiska genomsnitt under prognosperioden (se diagram 4:13). Reallönerna har vuxit långsamt de senaste åren, men genom stigande nominella löneökningar väntas även ökningstakten i reallönerna stiga under prognosperioden (se diagram 4:15).

Kronan stärks gradvis framöver

Under hösten har den svenska kronan försvagats, bland annat i samband med publicering av inhemsk makrostatistik som varit svagare än vad marknaden väntat sig. Riksbanken bedömer fortsatt att kronan på sikt kommer att stärkas eftersom den i dagsläget är svagare än vad som motiveras av långsiktiga bestämningssfaktorer.²⁴

Osäkerheten kring den makroekonomiska utvecklingen i såväl Sverige som omvärlden bidrar till att förklara den svaga kronkursen. Även valutorna i andra små öppna ekonomier, som exempelvis Norge, har försvagats de senaste åren (se diagram 4:16). Det är oklart hur länge dessa förhållanden kommer att bestå och därmed hur snart kronan kommer att börja förstärkas. Den aktuella prognosen bygger på en ny bedömning där kronförstärkningen inleds något senare än i den tidigare prognosen. Därefter väntas en gradvis förstärkning av växelkursen i likhet med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i september. Kronan kommer dock att vara svagare under hela prognosperioden jämfört med prognosen i september (se diagram 4:17).

Inflationen stiger mot 2 procent mot slutet av året

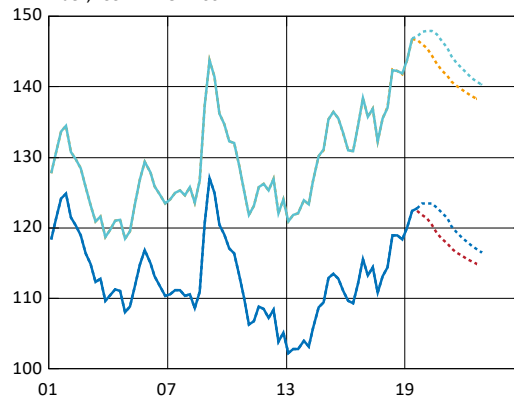
KPIF-inflationen har fallit tillbaka något de senaste månaderna, efter att ha legat nära Riksbankens mål på 2 procent sedan början av 2017 (se diagram 4:18). Nedgången förklaras främst av att energipriserna har fallit jämfört med förra året. Det har gjort att KPIF-inflationen nu är lägre än KPIF-inflationen exklusive energipriser. Sedan det penningpolitiska mötet i september har inflationen utvecklats enligt förväntan. I september uppgick KPIF-inflationen till 1,3 procent. Om man exkluderar de volatila energipriserna uppgick den till 1,6 procent. Olika mått på underliggande inflation som Riksbanken regelbundet analyserar ligger sammantaget strax under 2 procent.

Mot slutet av året väntas inflationen enligt både KPIF och KPIF exklusive energi stiga mot 2 procent. Till uppgången bidrar bland annat försvagningen av kronan och att energipriserna slutar sjunka. Uppgången förklaras även av att effekten från tidigare låga prisökningar på vissa varor och tjänster nu klingar av och påverkar inflationstakten i allt mindre utsträckning.

Kronans effekter på inflationen avtar sedan under loppet av nästa år, samtidigt som energipriserna har en dämpande effekt på inflationen. Inflationen dämpas därför något under

Diagram 4:17. Nominell och real växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100



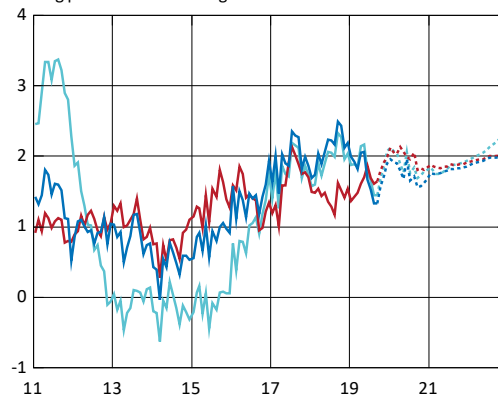
..... Nominell växelkurs, oktober
 Nominell växelkurs, september
 Real växelkurs, oktober
 Real växelkurs, september

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

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

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

Årlig procentuell förändring



..... KPIF
 KPIF exklusive energi
 KPI

Källor: SCB och Riksbanken

²⁴ Se fördjupningen "Kronans trendmässiga utveckling" i den penningpolitiska rapporten i juli 2019.

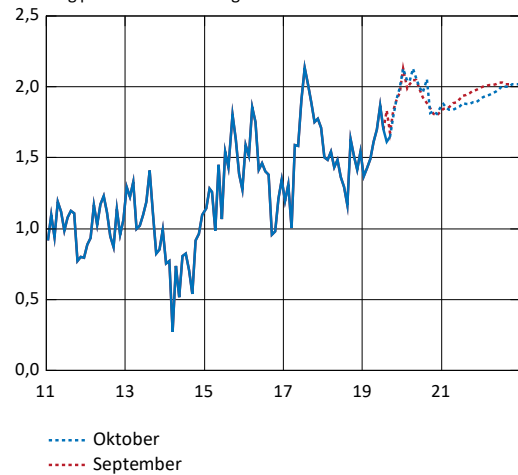
2020. Förutsättningarna för att inflationen ska vara nära inflationsmålet bedöms dock alltså vara goda.

Penningpolitiken har bidragit till att efterfrågan har varit stark under flera år. Resursutnyttjandet är i nuläget fortsatt något högre än normalt, även om det väntas sjunka till mer normala nivåer under prognosperioden. Samtidigt väntas löneökningstakten stiga något och företagens kostnader, mätt med arbetskostnader per producerad enhet, ökar med ungefär 2 procent per år. Energipriserna väntas öka relativt långsamt under 2020 men ökningstakten stiger sedan succesivt. Detta sammantaget, gör att inflationen väntas vara nära målet mot slutet av prognosperioden (se diagram 4:18).

Inflationsutsikterna är i stort sett desamma som i september. Efter 2020 tar det dock lite längre tid för inflationen att närma sig målet på 2 procent (se diagram 1:5 och 4:19). Det beror på att arbetsmarknaden väntas vara svagare och löneökningstakten därför väntas bli något lägre under kommande år jämfört med bedömningen i september. Resursutnyttjandet väntas också bli lägre. Effekten på inflationen av en snabbare avmattning i svensk ekonomi motverkas delvis av en svagare utveckling av kronan.

Diagram 4:19. KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

FÖRDJUPNING – Världshandeln i ständig förändring

Den friare världshandeln har under de senaste trettio åren haft positiva effekter på den globala ekonomin, och även gynnat Sverige. Sedan World Trade Organization (WTO) grundades 1995 har de genomsnittliga tullsatserna minskat trendmässigt, vilket har resulterat i ökad produktivitet och högre realinkomster i många länder. Minskade protektionistiska inslag har även resulterat i ändrade handelsmönster och att allt fler företag deltar i komplexa globala värdekedjor. Sedan den finansiella krisen har dock de protektionistiska inslagen ökat, vilket delvis kan förklara den lägre tillväxten i världshandeln. Den pågående handelskonflikten mellan USA och Kina är därmed en fortsättning på en trend av ökad protektionism det senaste decenniet. De senaste årens goda globala ekonomiska tillväxt har istället drivits av inhemsk efterfrågan som i sin tur har stöttats av en påtagligt expansiv penningpolitik. Om protektionistiska inslag dominerar framöver skulle den globala tillväxten dämpas och bli lägre än Riksbankens nuvarande bedömning. Efterfrågan på svensk export skulle då också minska.

Friare världshandel de senaste trettio åren

De senaste trettio åren har världshandeln fått en allt större betydelse för den globala ekonomin. Global export och import har vuxit som andel av global BNP, från strax under 40 procent 1990 till drygt 60 procent 2018 (se diagram 4:20). En utveckling mot mer multilaterala och regionala handelsavtal har spelat en stor roll för den gynnsamma utvecklingen.

I och med att avtalet General Agreement of Tariffs and Trade (GATT) 1995 övergick till World Trade Organization (WTO) ökade stödet för multilaterala handelsavtal och

minskade handelshinder. Ungefär samtidigt, 1993, upprättades den Europeiska Unionen (EU) som ersatte den Europeiska Gemenskapen (EG) och bildade världens största frihandelsområde. Unionen omfattar i dagsläget 28 medlemsländer.²⁵

Andra viktiga frihandelsavtal under senare år är exempelvis avtalen mellan EU och Kanada och mellan EU och Japan. Gemensamt för dessa två frihandelsavtal – som tillsammans ger europeiska företag tillgång till en marknad på över 150 miljoner människor – är att de innebär att tullarna avvecklas för de flesta varor.²⁶ Utanför Europa är värt att nämna frihandelsavtalet Trans-Pacific-Partnership (TPP) som antogs 2016 och som efter USA:s utträde 2017 övergick till Comprehensive and Progressive Trans-Pacific Partnership (CPTPP). Elva länder i Stilla-havsregionen ingår i frihandelsavtalet, som syftar till att sänka tullarna mellan länderna och även reducera andra handelsbegränsande åtgärder.

De multilaterala och regionala handelsavtalen har gjort att den genomsnittliga globala tullsatsen har minskat, från omkring 14 procent 1990 till uppskattningsvis strax över 5 procent idag (se diagram 4:21). De senaste åren har dock tullarna – på grund av USA:s och Kinas genomförda och planerade tullhöjningar 2018–2019 – stigit. Trots den pågående handelskonflikten mellan de två länderna är den genomsnittliga globala tullsatsen idag på låga nivåer i ett historiskt perspektiv.

Bland ekonomer råder det stor samsyn kring de positiva aggregerade effekterna av frihandel, till följd av ökad produktivitet, högre realinkomster och tillgång till ett större utbud av produkter och tjänster.²⁷ Men även om de

Diagram 4:20. Världshandel

Export och import av varor och tjänster som andel av global BNP, procent



Anm. Värdet för 2018 (prickad) baseras på data från IMF.

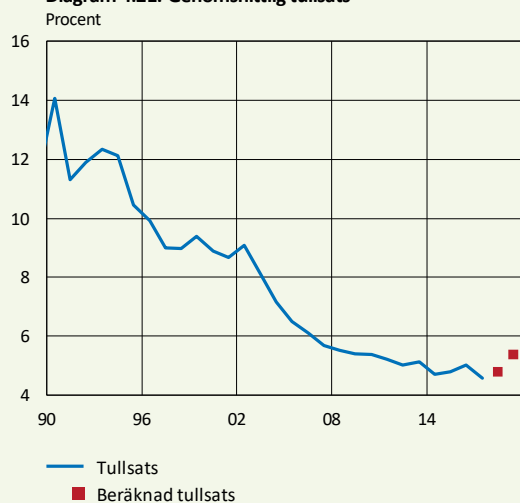
Källor: Världsbanken, OECD, IMF och Riksbanken

²⁵ Det inkluderar Storbritannien.

²⁶ Företag får dessutom bättre tillgång till ländernas marknader för offentlig upphandling och det ska också bli lättare att handla med tjänster.

²⁷ Se Melitz, M. (2003), "The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity", *Econometrica*, vol. 71, nr 6, s. 1695-1725 och Melitz,

Diagram 4:21. Genomsnittlig tullsats



Anm. Importviktat genomsnitt av tillämpade tullsatser. Tullsatsen för 2018 och 2019 är beräknad genom att inkludera genomförda och planerade tullhöjningar i USA och Kina 2018–2019. I beräkningarna antas alla andra tullsatser vara oförändrade.

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

långsiktiga effekterna generellt sett är positiva finns det fördelningseffekter mellan olika grupper på kortare sikt.²⁸ Vissa – ofta lågkvalificerade arbetstagare – kan missgynnas när företagens produktion flyttar utomlands eller när företag går i konkurs till följd av importkonkurrens, med lägre inkomster eller ökad arbetslöshet som följd. Även mindre frihandel har fördelningseffekter eftersom folk med lägre inkomster har kunnat köpa produkter billigare och gynnats av ett större utbud. Vid mindre frihandel blir produkterna istället dyrare och utbudet sjunker. Hur vinsterna och förlusterna av förändrad handel fördelas mellan olika grupper blir en ekonomisk-politisk fråga.

Ändrade handelsmönster och framväxten av globala värdekedjor

I takt med att de handelsbegränsande åtgärderna minskade, transportkostnaderna blev lägre och kommunikationstekniken blev mer avancerad ändrades även handelsmönstren. Många företag deltar nu i globala värdekedjor. Betydelsen av globala värdekedjor mäts ofta som summan

av utländskt förädlingsvärde i ett lands bruttoexport och exporten av insatsvaror som används till export till tredje land.²⁹ Samma insatsvaror och tjänster korsar därmed landgränser mer än en gång, varför bruttoexporten ”dubbelräknar” antalet transaktioner med omvärlden. Internationella studier lyfter fram flera positiva effekter av globala värdekedjor, som högre produktivitet, ökade investeringar och stärkt humankapital.³⁰

Särskilt för europeiska länder är globala värdekedjor viktiga, medan de har en mindre framträdande roll i till exempel USA (se diagram 4:22).³¹

Handeln i globala värdekedjor har planat ut sedan den finansiella krisen

Handeln i globala värdekedjor har planat ut under senare år och kan delvis förklara den relativt svaga handelstillväxten. Flera faktorer har troligtvis bidragit till det, exempelvis att handeln på grund av ökade protektionistiska inslag blivit mer begränsad, eller att företag har strukturerat om sina värdekedjor till följd av ökad osäkerhet.³² En annan förklaring kan vara att tekniken har utvecklats mot en mer automatiserad produktion och digitalisering, vilket minskar företagets incitament att utlokalisera delar av verksamheten till länder med lägre arbetskostnader. Istället kan produktionen av insatsvaror i större utsträckning ske på företagens hemmamarknader. Arbetsuppgifter och produktion återförs således till ursprungslandet. Det innebär att omfattningen och längden på de globala värdekedjorna minskar, och därmed även deltagandet i värdekedjor mätt som andel av exporten.³³

Tjänstesektorn är en del av globala värdekedjor

I flera länder har tjänstesektorn blivit allt viktigare för den totala produktionen, framför allt i utvecklade ekonomier. Numera ingår också tjänstesektorn i de globala värdekedjorna, och en majoritet av jobben inom exportsektorn kan kopplas till tjänstesektorn. Branscher som exempelvis transport, telekom och distribution stöttar tillverkningsindustrin med olika typer av tjänster.³⁴

I flertalet OECD-länder, men också i tillväxtekonomier som Kina, Indien och Indonesien, har exportsektorn även

M. och Ottaviano, G. (2008), ”Market Size, Trade, and Productivity”, *Review of Economic Studies*, vol. 75, s. 295-316.

²⁸ Se till exempel Goldberg, P.K. och Pavcnik, N. (2007), ”Distributional Effects of Globalisation in Developing Countries”, *Journal of Economic Literature*, vol. 45, nr 1, s. 39-82 och Ebenstein, A., Harrison, A., McMillan, M., och Phillips, S. (2014), ”Estimating the Impact of Trade and Offshoring on American Workers Using the Current Population Surveys”, *Review of Economics and Statistics*, vol.96, nr 3, s. 581-595.

²⁹ Förädlingsvärde är värdet av ett företags produktion minus värdet av använda insatsvaror, det vill säga företagets bidrag till BNP.

³⁰ Se IMF (2019), ”Trade Tensions, Global Value Chains, and Spillovers: Insights for Europe”, Department Paper No. 19/10.

³¹ Ca 70 procent av Europas export kan hänföras till globala värdekedjor. Motsvarande siffra för Amerika och Asien är 40 respektive 45 procent, se IMF (2019), ”Trade Tensions, Global Value Chains, and Spillovers: Insights for Europe”, Department Paper No. 19/10. Exakt hur mycket handel som är i globala värdekedjor är osäkert och

olika källor ger olika siffror. Men gemensamt för källorna är att landjämförelser tenderar att ge samma kvalitativa bild.

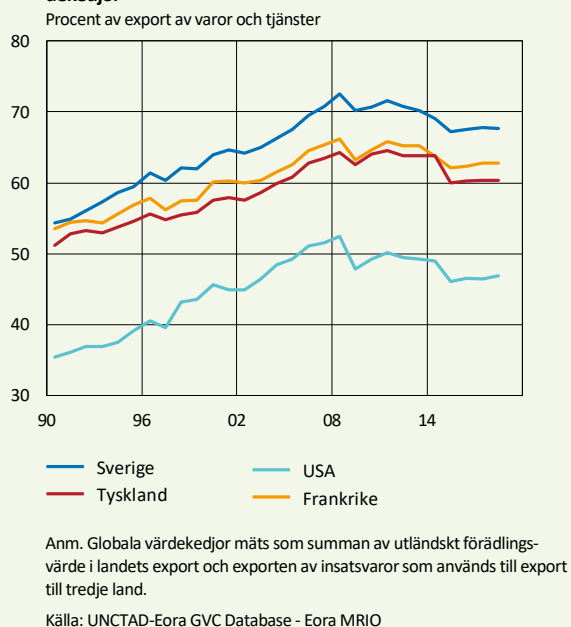
³² I ECB (2016) ”Understanding the Weakness in Global Trade – What Is the New Normal?”, ECB Occasional paper series, nr 178, och IMF (2017), ”Global Trade: What’s Behind the Slowdown?”, kapitel 2 i World Economic Outlook, ges ett antal förklaringar till varför handel i värdekedjor kan ha avtagit efter krisen. En är att logistikkedjor har blivit kortare till följd av ökad osäkerhet och kontrollbehov av företag. Andra faktorer har att göra med lokalisering av produktion nära slutmarknaden, delvis till följd av ökade regleringar och krav på lokalt innehåll.

³³ Se IMF (2019), ”Trade Tensions, Global Value Chains, and Spillovers: Insights for Europe”, Department Paper No. 19/10.

³⁴ Se OECD (2016), ”Global Value Chains and Trade in Value-Added: An Initial Assessment of the Impact on Jobs and Productivity”, OECD Trade Policy Papers, nr 190.

skiftat från lågkvalificerade arbetsuppgifter mot mer medel- och högkvalificerade arbetsuppgifter. Globala värdekedjor innebär också att sysselsättningen i de här länderna har skiftat från ren tillverkningsindustri till områden som forskning och utveckling, logistik och marknadsföring, vilka är aktiviteter som befinner sig i början respektive i slutet av värdekedjan. Aktiviteter i början respektive slutet av värdekedjan har för det mesta en hög andel av förädlingsvärde medan aktiviteter i mitten typiskt sett har lägre andel av förädlingsvärde. Aktiviteter i mitten av värdekedjan sker ofta i utvecklingsländer med låga kostnader, medan aktiviteter i början respektive slutet av värdekedjorna är vanligare för OECD-länderna.³⁵

Diagram 4:22. Andel av exporten förknippad med globala värdekedjor



De protektionistiska inslagen har ökat efter den finansiella krisen

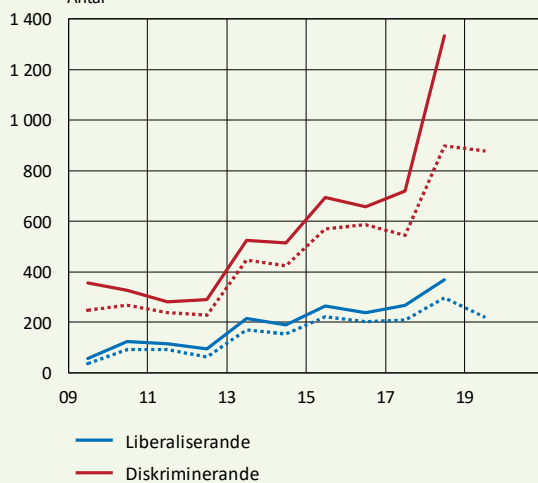
Efter den finansiella krisen 2008 då världshandeln föll kraftigt har tillväxten i den globala handeln mattats av.³⁶ Istället har en god inhemsk efterfrågan och en expansiv penningpolitik i många länder stöttat tillväxten. En orsak till avmattningen i världshandeln är att de protektionistiska inslagen har ökat. Tullarna är förvisso på historiskt låga nivåer idag, men andra handelshinder har istället ökat (se diagram 4:23).³⁷

Utöver dessa handelshinder kan ökad osäkerhet om den framtida handelspolitiken ha negativa effekter på tillväxten. Exempelvis har handelskriget mellan USA och Kina

lett till ökad osäkerhet, vilket förmodligen har påverkat konjunkturen negativt även om det är svårt att bedöma hur mycket. I en nyligen publicerad studie undersöks hur investeringarna bland amerikanska företag har påverkats av högre osäkerhet om den framtida handelspolitiken. Författarna till studien menar att den ökning i osäkerheten som uppmättes mellan 2017 och 2018 kan ha dämpat investeringarna i det amerikanska näringslivet med cirka en procent.³⁸

Om protektionistiska inslag ökar påtagligt framöver skulle det sammantaget leda till lägre produktivitet och minskad specialisering. Den globala tillväxten skulle dämpas och bli lägre än Riksbankens nuvarande bedömning.³⁹ Efterfrågan på svensk export skulle minska. Förekomsten av globala värdekedjor innebär att fler länder än de som inför de handelspåverkande åtgärderna troligtvis skulle drabbas. Inflationen skulle förmodligen – i alla fall på kort sikt – öka i de länder som inför åtgärder som gör importen dyrare.⁴⁰ Lägre tillväxt och högre inflation gör de penningpolitiska avvägningarna svårare.

Diagram 4:23. Handelspåverkande åtgärder av G20-länder



³⁵ Ibid.

³⁶ Världshandeln ökade dock relativt snabbt vissa år efter den finansiella krisen, exempelvis 2010 och 2017.

³⁷ Exempel på sådana åtgärder är regler för offentlig upphandling som är snedvridna, statligt stöd och försvarande av internationella transaktioner.

³⁸ Den skattade effekten avser nivån på investeringarna i det privata näringslivet, exklusive bostadsinvesteringar, ett år efter att osäkerheten om den framtida handelspolitiken ökat, se Caldara, D., Iacoviello, M., Moligo, P., Prestipino, A., och Raffo, A.

(2019), "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty", *International Finance Discussion Papers*, nr 1256.

³⁹ Vissa länder skulle – via förflyttning av produktionsanläggningar över gränser i syfte att undvika tullar – kunna dra nytta av ökad protektionism. Men den sammantagna effekten på den globala ekonomin bedöms ändå vara negativ.

⁴⁰ För effekter av globalt utbredd protektionism och effekter av bilaterala handelskrig, se fördjupningen "Ekonomiska konsekvenser av ökad protektionism" i Penningpolitisk rapport, april 2017.

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2019 kv3	2019 kv4	2020 kv1	2020 kv4	2021 kv4	2022 kv4
Reporänta	-0,25 (-0,25)	-0,25 (-0,23)	-0,05 (-0,05)	0,00 (0,08)	0,00 (0,24)	0,13

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

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

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2018	2019	2020	2021	2022
Reporänta	-0,5 (-0,5)	-0,3 (-0,3)	0,0 (0,0)	0,0 (0,2)	0,1
10-årsränta	0,7 (0,7)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,5 (0,6)	0,9
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	117,6 (117,6)	122,2 (121,7)	123,0 (119,9)	119,9 (116,8)	117,3
Offentligt finansiellt sparande*	0,8 (0,9)	0,3 (0,1)	-0,1 (0,0)	0,0 (0,1)	0,1

* Procent av BNP.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

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

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

KPI	2018	2019	2020	2021	2022
Euroområdet (HIKP)	1,8 (1,8)	1,2 (1,2)	1,2 (1,3)	1,4 (1,6)	1,7
USA	2,4 (2,4)	1,8 (1,8)	2,1 (2,3)	2,3 (2,3)	2,3
Japan	1,0 (1,0)	0,7 (0,7)	0,9 (1,3)	1,0 (1,1)	1,2
KIX-vägd	2,2 (2,2)	1,8 (1,8)	1,8 (1,9)	2,0 (2,0)	2,1

	2018	2019	2020	2021	2022
Styrränta i omvärlden, procent	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,1
Råoljepris, USD/fat Brent	71,5 (71,5)	63,5 (62,9)	57,5 (57,2)	56,1 (56,4)	56,1
Svensk exportmarknad	3,7 (3,4)	2,5 (3,2)	3,0 (3,5)	3,1 (3,4)	3,2

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

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

Tabell 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 6. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

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

Anm. Med potentiellt arbetade timmar och potentiell BNP avses den långsiktigt hållbara nivån enligt Riksbankens bedömning. SCB har identifierat kvalitetsbrister i AKU vilket medför att statistiken 2018 kv2-2019 kv3 är missvisande. De siffror som direkt berörs av detta är kursiverade inom hakparentes.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

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

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

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

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)