

## Sammanfattning

**Efter en stark utveckling det andra kvartalet i år bromsar tillväxten in något. Men återhämtningen fortsätter ändå och arbetslösheten faller tillbaka, om än långsamt. Finanspolitiken stramas åt när konjunkturen förbättras för att råda bot på underskotten i de offentliga finanserna. Samtidigt kommer penningpolitiken att förbli mycket expansiv under lång tid i syfte att stödja återhämtningen och få upp inflationen.**

Det andra kvartalet i år ökade svensk BNP med 1,0 procent (se diagram 1), vilket var överraskande mycket. Den starka utvecklingen det andra kvartalet bedöms delvis bero på tillfälliga faktorer. BNP-tillväxten bromsar därför in temporärt det tredje kvartalet till 0,5 procent. Barometerindikatorn, som har stigit de senaste månaderna, pekar på en något starkare underliggande utveckling och tillväxten bedöms stiga igen mot slutet av året.

### TILLVÄXTEN I OECD-LÄNDERNA ÖKAR FRAMÖVER

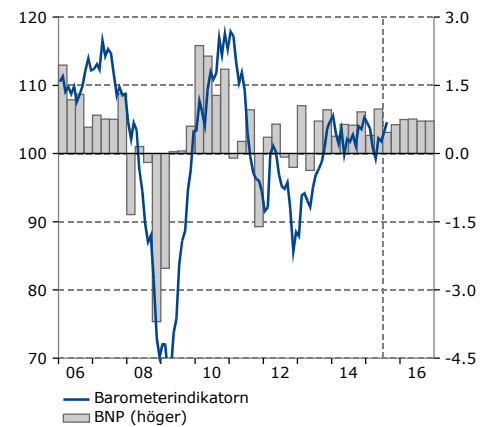
I omvärlden var BNP-tillväxten det andra kvartalet lika svag som det första kvartalet. Stora delar av den globala ekonomin går fortfarande trögt, inte minst tillväxtekonomierna, och en bred och mera robust global återhämtning låter vänta på sig. Bedömningen stöds av att såväl global varuhandel som global industriproduktion utvecklats svagt sedan en tid tillbaka (se diagram 2).

I OECD-länderna är utvecklingen lite mer positiv. Flertalet enkätbaserade förtroendeindikatorer ligger i paritet med eller över sina historiska medelvärden (se diagram 3), vilket talar för att tillväxten ökar det andra halvåret i år (se diagram 4). Konjunkturåterhämtningen drivs till stor del av växande investeringar. Efter många år av återhållsamhet finns det ett behov av att öka investeringarna, även om osäkerheten om den globala konjunkturen, och på sina håll strama kreditförhållanden, dämpar utvecklingen.

Råvarupriserna har fallit över lag det senaste året (se diagram 5). Detta är en av anledningarna till att inflationen i de flesta OECD-länder har bitit sig fast på låga nivåer, trots centralbankernas försök att med nollränta och stora obligationsköp stimulera ekonomin och få upp inflationen. Ett gradvis stigande resursutnyttjande talar för att inflationen stiger framöver och under hösten kommer dessutom den direkta effekten av förra årets oljeprisnedgång att falla ur inflationstalen. I USA har konjunkturåterhämtningen kommit en bra bit på väg och den amerikanska centralbanken genomför en första höjning av styrräntan i september i år (se diagram 6). I Storbritannien följer Bank of England efter våren 2016, men i euroområdet, där konjunkturåterhämtningen inte har nått lika långt, höjer inte ECB styrräntan förrän hösten 2017.

### Diagram 1 Barometerindikatorn och BNP

Index medelvärde=100, månadsvärden respektive procentuell förändring, säsongsrensade kvartalsvärden



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

### Diagram 2 Global varuhandel och industriproduktion

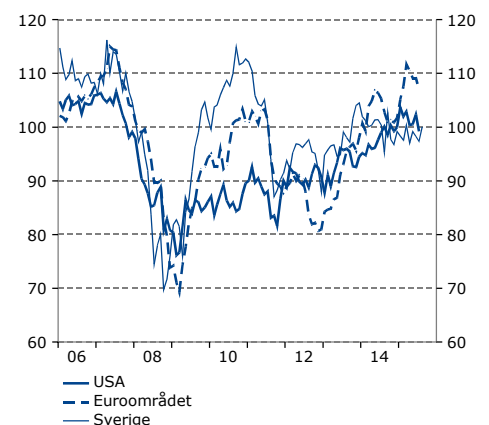
Procentuell förändring, 3-månaders glidande medelvärde, säsongsrensade månadsvärden



Källa: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

### Diagram 3 Konsumentförtroende i USA, euroområdet och Sverige

Index medelvärde=100, säsongsrensade månadsvärden



Källor: Conference Board, Eurostat och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 4 BNP i OECD-länderna**

Procentuell förändring, säsongrensade kvartalsvärden



Källor: OECD, nationella källor och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 5 Råvarupriser**

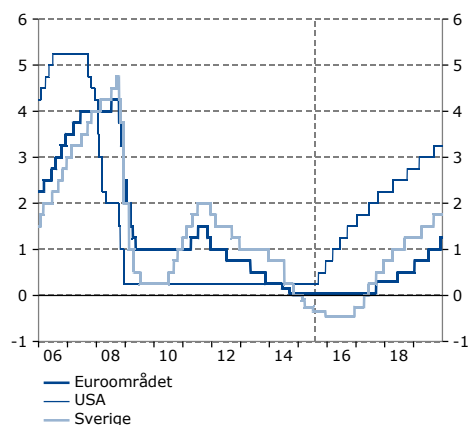
Index 2005=100 respektive dollar per fat, veckovärden



Källor: Economist och Macrobond.

**Diagram 6 Styrrentor**

Procent, dagsvärden



Källor: ECB, Federal Reserve, Riksbanken och Konjunkturinstitutet.

**HÖGA TILLGÅNGSPRISER OCH KINA OROAR**

Riskerna för en svagare internationell konjunkturutveckling än i prognosen dominerar. Det låga ränteläget har bidragit till att driva upp priset på olika riskfyllda tillgångar i en jakt på högre avkastning. Det finns därför en risk att de höga priserna inte bara förklaras av fundamentala faktorer. Ett stort prisfall på bred front riskerar att bryta den globala återhämtningen.

I Kina har Shanghaibörsen fallit tillbaka rejält under sommaren. Nedgången kan ses som en korrigerings av den extrema uppgången sedan sommaren 2014 och bedöms därför bara få begränsade effekter på den kinesiska ekonomin. En allvarigare risk är att överkapaciteten i företagssektorn och på fastighetsmarknaden leder till en hastig korrigerings av de högt uppdrivna investeringarna i Kina. En sådan utveckling skulle kunna bromsa den globala konjunkturåterhämtningen, särskilt om det leder till turbulens på de globala finansmarknaderna.

**Tabell 1 Nyckeltal**

Procentuell förändring om inget annat anges

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
BNP till marknadspris	1,3	2,3	3,0	3,1	2,6	2,1	1,6
BNP, kalenderkorrigerad	1,3	2,4	2,7	2,8	2,9	2,2	1,6
BNP i världen	3,3	3,5	3,4	3,8	4,0	4,0	3,9
Bytesbalans <sup>1</sup>	6,9	6,2	7,2	6,9	6,5	6,2	6,0
Arbetade timmar <sup>2</sup>	0,3	1,8	1,2	1,7	1,7	1,2	0,4
Sysselsättning	1,0	1,4	1,1	1,4	1,6	1,2	0,4
Arbetslöshet <sup>3</sup>	8,0	7,9	7,7	7,5	7,0	6,6	6,8
Arbetsmarknadsgap <sup>4</sup>	-1,9	-1,3	-1,5	-0,9	-0,1	0,3	0,1
BNP-gap <sup>5</sup>	-2,3	-1,7	-1,5	-0,7	0,1	0,4	0,1
Timlön <sup>6</sup>	2,5	2,8	2,5	3,0	3,1	3,2	3,3
Arbetskostnad per timme <sup>2</sup>	2,1	1,8	2,8	3,7	3,3	3,2	3,3
Produktivitet <sup>2</sup>	0,9	0,6	1,5	1,2	1,1	1,0	1,2
KPI	0,0	-0,2	0,1	1,0	2,2	3,1	3,0
KPIF	0,9	0,5	0,9	1,6	1,7	2,1	2,3
Reporänta <sup>7,8</sup>	0,75	0,00	-0,45	-0,25	0,75	1,25	1,75
Tioårig statsobligationsränta <sup>7</sup>	2,1	1,7	0,7	1,4	2,3	3,1	3,8
Kronindex (KIX) <sup>9</sup>	103,0	106,8	112,9	111,0	108,2	105,4	102,5
Offentligt finansiellt sparande <sup>1</sup>	-1,4	-1,9	-1,5	-1,0	-0,5	-0,1	0,2
Strukturellt sparande <sup>10</sup>	-0,8	-1,4	-0,8	-0,5	-0,5	-0,3	0,2
Maastrichtskuld <sup>1</sup>	38,7	43,8	43,7	42,8	42,3	41,6	40,6

<sup>1</sup> Procent av BNP. <sup>2</sup> Kalenderkorrigerad. <sup>3</sup> Procent av arbetskraften. <sup>4</sup> Skillnaden mellan faktiskt och potentiellt arbetade timmar uttryckt i procent av potentiellt arbetade timmar. <sup>5</sup> Skillnaden mellan faktisk och potentiell BNP uttryckt i procent av potentiell BNP. <sup>6</sup> Enligt konjunkturlönestatistiken. <sup>7</sup> Procent. <sup>8</sup> Vid årets slut. <sup>9</sup> Index 1992-11-18=100. <sup>10</sup> Procent av potentiell BNP.

Källor: SCB, Medlingsinstitutet, Riksbanken och Konjunkturinstitutet.

## ÅTERHÄMTNINGEN FORTSÄTTER I SVERIGE

Trots att BNP-tillväxten faller tillbaka något under hösten i år fortsätter återhämtningen i den svenska ekonomin. BNP växer med ca 3 procent både i år och nästa år (se tabell 1). Resursutnyttjandet i ekonomin som helhet, mätt med BNP-gapet, blir fortsatt lågt nästa år och balans nås först 2017 (se diagram 7).

Den investeringsledda konjunkturåterhämtningen i OECD-länderna och den svaga kronkursen ger draghjälp åt den svenska exporten som i år växer med 3,9 procent och nästa år med 4,5 procent. Exporten är därmed den efterfrågekomponent som bidrar mest till BNP-tillväxten både i år och nästa år.

Den stigande exporttillväxten innebär att industriproduktionen återhämtar sig (se diagram 8). Samtidigt mattas uppgången i byggproduktionen av när bostadsinvesteringarna inte ökar lika snabbt som tidigare. Trots de senaste årens kraftiga uppgång i bostadsbyggandet råder det brist på bostäder. Tillsammans med låga räntor har detta lett till att bostadspriserna har rusat i höjden, liksom hushållens skuldsättning. Uppgången i bostadspriserna kan i huvudsak förklaras av fundamentala faktorer som inkomster, räntor och skatter. Men det senaste årets kraftiga prisuppgång går knappast att förklara med dessa faktorer, och det finns nu en betydande risk att priserna är på en ohållbar nivå. Ett abrupt prisfall skulle verka återhållande på hushållens konsumtion när skuldsättningen måste dras ner. Återhämtningen i Sverige riskerar då att komma av sig.

Hushållens reala disponibla inkomster fortsätter att öka snabbt i år när sysselsättningen stiger och inflationen är låg. Trots detta är hushållen inte särskilt optimistiska enligt hushållsbarometern (se diagram 3). Det låga ränteläget stimulerar hushållens konsumtion, men en strävan att jämna ut konsumtionen över tiden gör att många hushåll också ökar sitt sparande. Hushållens redan höga sparkvot stiger därmed ytterligare något i år (se diagram 9).

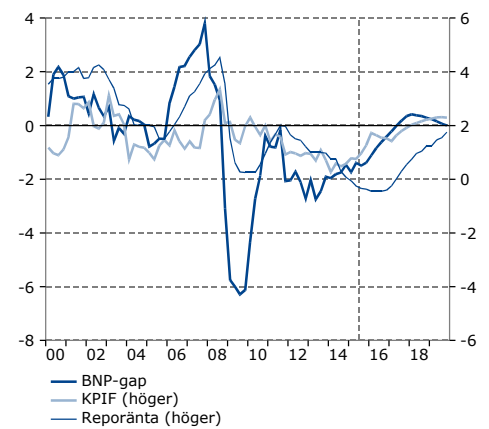
Den demografiska trenden med en ökande andel äldre medför att behovet av välfärdstjänster ökar snabbt. Samtidigt medför en stor flykting- och anhöriginvandring att kostnaderna för flyktingmottagande och asylboende stiger. Den offentliga konsumtionen ökar därför med 2,3 procent i år och 2,6 procent nästa år, vilket är ovanligt mycket.

## HÖG ARBETSLÖSHET MINSKAR BARA LÅNGSAMT

Sysselsättningen utvecklades överraskande svagt det andra kvartalet och i juli. Olika indikatorer, såsom antalet lediga jobb enligt SCB och företagens anställningsplaner enligt Konjunkturbarometern, pekar dock på att sysselsättningen stiger snabbare under resten av året och sysselsättningen väntas öka med 1,1 procent i år. Den relativt starka sysselsättningstillväxten fortsätter 2016–2018 (se tabell 1). Samtidigt ökar arbetskraften snabbt under perioden, bland annat som en följd av den stora invand-

**Diagram 7 BNP-gap, KPIF och reporänta**

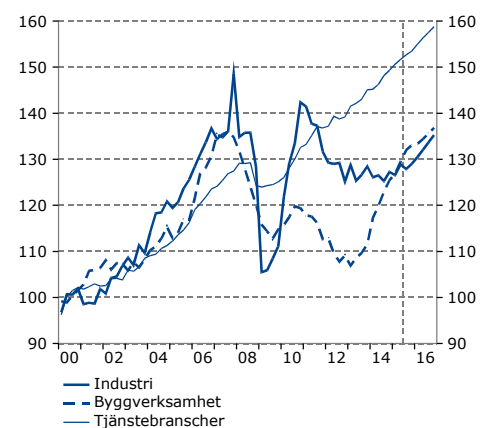
Procent respektive årlig procentuell förändring, kvartalsvärden



Källor: SCB, Riksbanken och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 8 Produktionsvolym i olika branscher**

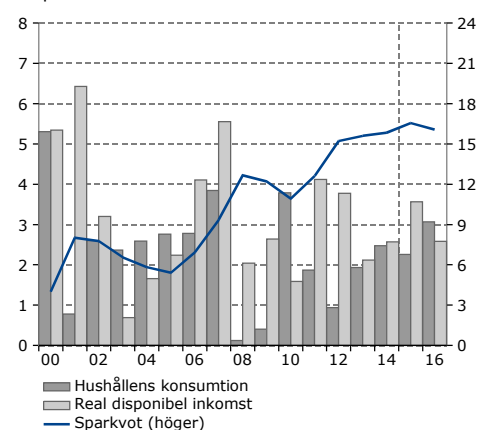
Index 2000=100, säsongrensade kvartalsvärden



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 9 Hushållens konsumtion, real disponibel inkomst och sparkvot**

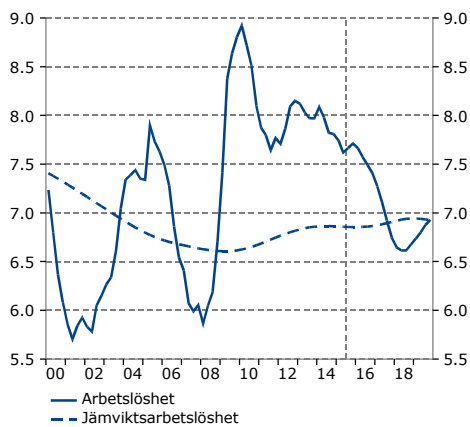
Procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

### Diagram 10 Arbetslöshet och jämviktsarbetslöshet

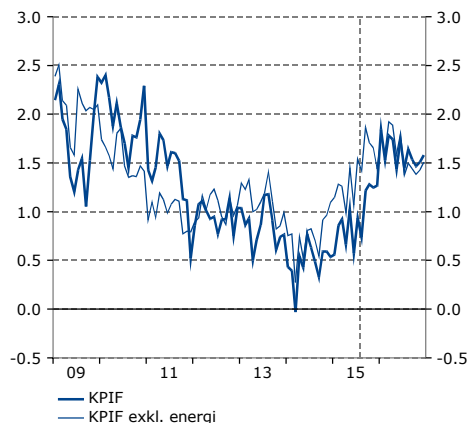
Procent av arbetskraften, säsongsrensade kvartalsvärden



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

### Diagram 11 Konsumentpriser

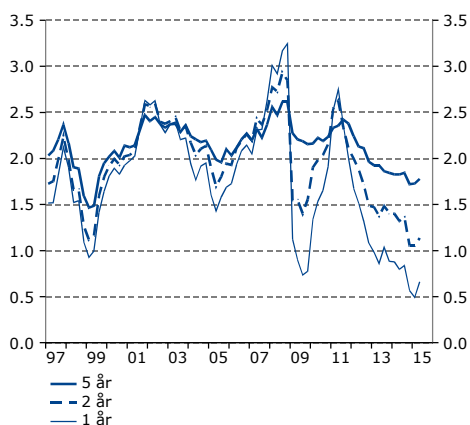
Årlig procentuell förändring, månadsvärden



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

### Diagram 12 Inflationsförväntningar

Procent, kvartalsvärden



Anm. Medelvärde för samtliga aktörer.

Källa: TNS Sifo Prospera.

ringen till Sverige, och arbetslösheten faller bara tillbaka långsamt (se diagram 10).

Många utrikes födda har en svag ställning på arbetsmarknaden, särskilt de som varit i landet en kort tid. Jämviktsarbetslösheten förblir därför hög de närmaste åren. Resursutnyttjandet på arbetsmarknaden blir i stort sett neutralt mot slutet av 2017 när arbetslösheten fallit ner till strax under 7 procent. Om arbetslösheten varaktigt ska kunna pressas tillbaka mer än så krävs det sannolikt strukturella förändringar av hur arbetsmarknaden fungerar.

### LÅG INFLATION LEDER TILL ÄN LÄGRE RÄNTA

De senaste årens låga inflation är främst en följd av den svaga konjunkturen i Sverige och i omvärlden (se diagram 11). Den svaga omvärldskonjunkturen har medfört att världsmarknadspriserna har utvecklats svagt och dessutom bidragit till att priset på råolja och andra råvaror har fallit kraftigt på senare tid. Men även mätt med underliggande mått såsom KPIF exklusive energi har den svenska inflationen varit låg.

Låg inflation och låga inflationsförväntningar (se diagram 12) bidrog till att Riksbanken sänkte reporäntan ytterligare under sommaren till  $-0,35$  procent. Räntesänkningen har försvagat kronan. Det senaste årets kraftiga försvagning av kronan är en av anledningarna till att inflationen har bottnat och nu är på väg uppåt. Konjunkturinstitutets bedömning är dock att inflationen mätt med KPIF förblir tydligt lägre än 2 procent under hela 2016. Riksbanken, som i juli hade en prognos för KPIF-inflationen på 2,1 procent för 2016, väntas sänka sin prognos under hösten. Reporäntan sänks därför ytterligare till  $-0,45$  procent i december i år för att få upp inflationen och inflationsförväntningarna snabbare. Reporäntan bedöms sedan ligga kvar på denna nivå till slutet av 2016 då en serie av räntehöjningar påbörjas (se diagram 6).

Konjunkturinstitutet bedömer att regeringen kommer att sänka rot-avdraget och höja drivmedelsskatterna 2016. Detta driver tillfälligt upp KPIF-inflationen med ca 0,3 procentenheter under 2016, men trots detta förblir KPIF-inflationen under 2 procent hela året. Ett gradvis starkare efterfrågeläge bidrar till att inflationen fortsätter att stiga åren därpå och 2018 når KPIF-inflationen upp till 2 procent (se diagram 7).

### FINANSPOLITIKEN MÅSTE STRAMAS ÅT

Finanspolitiken har varit expansiv de senaste åren och de offentliga finanserna har gradvis försvagats (se diagram 13). I följd upp gick det strukturella finansiella sparandet till  $-1,4$  procent av potentiell BNP. Detta är den lägsta nivån sedan början av 2000-talet. När konjunkturen nu återhämtar sig är det därför nödvändigt att stärka de offentliga finanserna, oavsett om regeringen siktar på ett balansmål eller behåller det nuvarande överskotts-målet. I år stärks det strukturella sparandet något. Nästa år be-

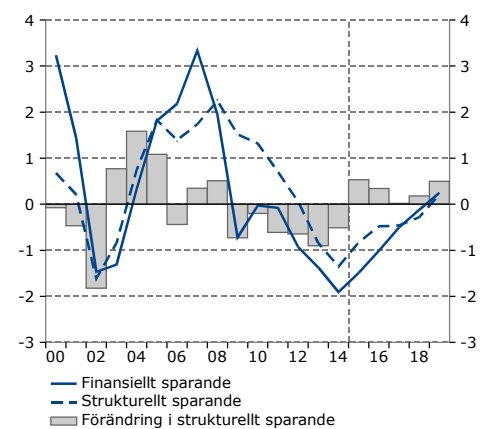
dömer Konjunkturinstitutet att regeringen genomför utgiftsåtgärder om 28 miljarder kronor. Dessa finansieras fullt ut genom skatthöjningar. Det strukturella sparandet stiger därmed något bara till följd av den så kallade automatiska budgetförstärkningen. Det strukturella sparandet förbättras därmed något. Givet att åtgärder finansieras krona för krona kommer det strukturella sparandet att fortsätta att öka och blir svagt positivt 2019. Om det offentliga åtagandet samtidigt ska hållas oförändrat måste enligt Konjunkturinstitutets bedömning utgiftshöjande åtgärder om i genomsnitt 20 miljarder kronor per år genomföras. Med motsvarande skatthöjningar ökar skattekvoten gradvis till ca 45 procent av BNP 2019, vilket är i paritet med vad den var 2007.

## Prognosrevideringar

Detta avsnitt beskriver revideringarna av de prognoser som publicerades i Konjunkturläget, juni 2015. Generellt är revideringarna av konjunkturutsikterna små i både Sverige och omvärlden (se tabell 2).

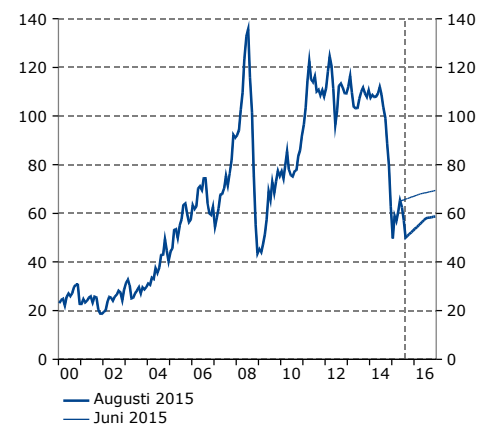
- Oljeprisprognosen har reviderats ner kraftigt. Oljepriset har fallit kraftigt under sommaren och den lägre nivån väntas i huvudsak bestå (se diagram 14).
- Det lägre oljepriset bidrar till något svagare utveckling av konsumentpriserna i OECD 2015–2016.
- I Sverige har utfallen för KPI och KPIF blivit något högre än väntat under sommaren trots lägre oljepris. Inflationsprognosen för Sverige är därför orörd för 2015 och endast marginellt nedjusterad 2016.
- BNP-tillväxten andra kvartalet blev högre än väntat. Den inhemska efterfrågan utvecklades dock svagare än väntat och det var framför allt överraskande svag import som bidrog till prognosfelet för BNP.
- Den svaga importutvecklingen det andra kvartalet medför att importprognosen för helåret 2015 har reviderats ner.
- Prognosen för den kvartalsvisa BNP-tillväxten under andra halvåret 2015 har justerats ner (se diagram 15). Till detta bidrar bland annat en viss nedjustering av exporten där indikatorerna ser något svagare ut nu än i juni.
- Nedrevideringen av kvartalstillväxten för export och BNP under andra halvåret 2015 slår igenom med en viss nedjustering av prognoserna för 2016.

**Diagram 13 Finansiellt sparande och strukturellt sparande i offentlig sektor**  
Procent av BNP respektive procent av potentiell BNP



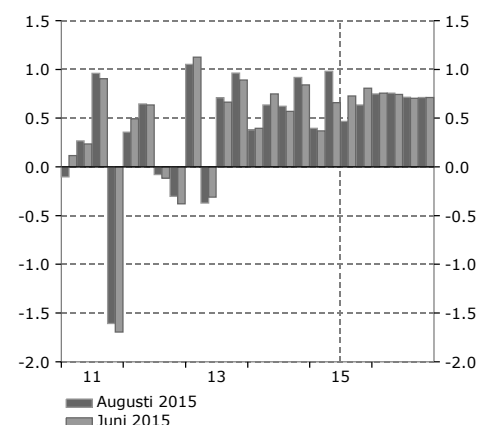
Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 14 Oljepris**  
Brent, dollar per fat, månadsvärden



Källor: Macrobond, International Petroleum Exchange och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 15 BNP**  
Procentuell förändring, säsongrensade kvartalsvärden



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

**Tabell 2 Nuvarande prognos och revideringar jämfört med prognosen i juni 2015**

Procentuell förändring om inget annat anges

	2015		2016	
	Aug. 2015	Diff.	Aug. 2015	Diff.
<b>Internationellt</b>				
BNP i världen	3,4	-0,1	3,8	-0,1
BNP i OECD	2,1	-0,1	2,5	-0,1
BNP i euroområdet	1,4	-0,2	1,8	-0,1
BNP i USA	2,3	0,0	2,9	-0,1
BNP i Kina	6,7	0,1	6,4	-0,2
Federal funds target rate <sup>1,2</sup>	0,75	0,00	1,50	0,00
ECB:s refinansränta <sup>1,2</sup>	0,05	0,00	0,05	0,00
Oljepris <sup>3</sup>	55,7	-7,1	56,9	-11,5
KPI i OECD	0,6	-0,1	1,8	-0,1
<b>Försörjningsbalans</b>				
BNP, kalenderkorrigerad	2,7	0,1	2,8	-0,2
BNP	3,0	0,2	3,1	-0,2
Hushållens konsumtion	2,4	-0,3	3,2	0,3
Offentlig konsumtion	2,3	0,0	2,6	-0,2
Fasta bruttoinvesteringar	4,3	-0,4	5,4	0,3
Lagerinvesteringar <sup>4</sup>	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Export	3,9	0,0	4,5	-0,5
Import	3,4	-1,1	5,5	0,1
<b>Arbetsmarknad, inflation, räntor, med mera</b>				
Arbetade timmar <sup>5</sup>	1,2	-0,2	1,7	0,1
Sysselsättning	1,1	-0,1	1,4	0,0
Arbetslöshet <sup>6</sup>	7,7	-0,1	7,5	0,1
Arbetsmarknadsgap <sup>7</sup>	-1,5	-0,2	-0,9	-0,1
BNP-gap <sup>8</sup>	-1,5	-0,1	-0,7	-0,2
Produktivitet <sup>5</sup>	1,5	0,3	1,2	-0,3
Timlön <sup>9</sup>	2,5	0,0	3,0	0,0
KPI	0,1	0,0	1,0	-0,2
KPIF	0,9	0,0	1,6	-0,1
Reporänta <sup>1,2</sup>	-0,45	-0,05	-0,25	0,00
Tioårig statsobligationsränta <sup>1</sup>	0,7	-0,1	1,4	-0,2
Kronindex (KIX) <sup>10</sup>	112,9	0,0	111,0	-0,6
Bytesbalans <sup>4</sup>	7,2	0,6	6,9	0,3
Offentligt finansiellt sparande <sup>11</sup>	-1,5	0,1	-1,0	-0,2

<sup>1</sup> Procent. <sup>2</sup> Vid årets slut. <sup>3</sup> Dollar per fat, årsgenomsnitt. <sup>4</sup> Förändring i procent av BNP föregående år. <sup>5</sup> Kalenderkorrigerad. <sup>6</sup> Procent av arbetskraften. <sup>7</sup> Skillnaden mellan faktisk och potentiellt arbetade timmar uttryckt i procent av potentiellt arbetade timmar. <sup>8</sup> Skillnaden mellan faktisk och potentiell BNP uttryckt i procent av potentiell BNP. <sup>9</sup> Enligt konjunkturlönestatistiken. <sup>10</sup> Index 1992-11-18=100. <sup>11</sup> Procent av BNP.

Anm. Differensen avser skillnaden mellan nuvarande prognos och prognosen i juni 2015. Ett positivt värde innebär en upprevidering.

Källa: Konjunkturinstitutet.