

Penningpolitisk rapport

November 2023



Penningpolitisk rapport

Riksbanken ska regelbundet eller på begäran lämna en redogörelse för den penningpolitiska verksamheten till riksdagens finansutskott (11 kap. 1 § i lagen [2022:1568] om Sveriges riksbank). Redogörelserna presenteras dels i ett särskilt underlag för utvärdering av penningpolitiken, dels i de penningpolitiska rapporterna.

Riksbankens penningpolitiska rapport publiceras fem gånger om året. Syftet med rapporten är att sammanfatta underlagen för de penningpolitiska besluten och de bedömningar som Riksbankens direktion gör. Rapporten beskriver de överväganden direktionen gjort när man kommit fram till vad som är en lämplig penningpolitik¹. Rapporten innehåller en beskrivning av de framtida inflations- och konjunkturutsikterna baserad på den penningpolitik som direktionen för närvarande anser är väl avvägd.

Via de penningpolitiska rapporterna informerar Riksbanken också allmänheten om penningpolitiken, vilket underlättar för utomstående att följa, förstå och utvärdera Riksbankens agerande.

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 22 november 2023. 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 – Riksbankens strategi" på nästa sida för en genomgång av den penningpolitiska strategin och av vad som kan betraktas som en lämplig penningpolitik.

Penningpolitiken i Sverige – Riksbankens strategi

- Det överordnade målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation. Riksbanken har preciserat målet som att den årliga förändringen av konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska vara 2 procent. Inflationsmålet ska fungera som riktmärke för pris- och lönebildningen i ekonomin.
- Utan att åsidosätta inflationsmålet ska Riksbanken dessutom bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning. Riksbanken bedriver därmed en flexibel inflationsmålspolitik. Vid varje penningpolitiskt beslut bedömer direktionen vilken penningpolitik som är välvägd. Om inflationen avviker från inflationsmålet handlar avvägningen normalt om att hitta en lämplig balans mellan hur snabbt den ska föras tillbaka och effekterna på den realekonomiska utvecklingen.
- Det är varken möjligt eller önskvärt att bedriva en penningpolitik som alltid håller inflationen på exakt 2 procent. Det sker hela tiden förändringar i ekonomin som gör att inflationen varierar på ett sätt som inte går att förutsäga med tillräcklig precision och motverka på kort sikt. Det viktiga är att hushåll och företag har förtroende för målet. Långvariga avvikelser från målet riskerar att påverka förväntningarna om vilken nivå på inflationen som kommer att vara den normala i ekonomin.
- Eftersom det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. 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 alltför snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som är mycket negativa, medan en alltför långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet.
- Riksbanken kan väga in risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna i sina penningpolitiska beslut så länge förtroendet för inflationsmålet är tydligt förankrat och den förväntade och sammantagna måluppfyllelsen när det gäller inflationen och produktionen och sysselsättningen blir bättre sett över en längre horisont. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning är det dock framför allt viktigt att det finns ett väl fungerande finansiellt regelverk och en effektiv tillsyn.
- Riksbankens huvudsakliga penningpolitiska verktyg är styrräntan. Vid behov kan den kompletteras med andra åtgärder, bland annat köp eller försäljning av statspapper, för att till exempel säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt på de räntor som hushåll och företag möter. Riksbanken kan köpa och sälja andra värdepapper än statspapper om det finns synnerliga skäl. Sådana synnerliga skäl kan till exempel finnas vid finansiell oro eller i kriser.
- Riksbanken strävar efter en öppen och tydlig kommunikation. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta goda ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera. Riksdagens finansutskott, Riksrevisionen och Riksbanksfullmäktige följer upp och utvärderar den förda penningpolitiken på olika sätt inom ramen för sina respektive uppdrag.
- Direktionen håller normalt fem penningpolitiska möten per år.² Det penningpolitiska beslutet och den penningpolitiska rapporten presenteras tillsammans med ett pressmeddelande kl. 9:30 dagen efter det penningpolitiska mötet. Den penningpolitiska rapporten beskriver den ekonomiska utvecklingen och motiverar det penningpolitiska beslutet. Av beslutet och pressmeddelandet framgår hur de enskilda direktionsledamöterna röstade och en huvudsaklig motivering till eventuella reservationer. En presskonferens hålls senare samma dag. Knappt två veckor efter varje penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det går att se hur de olika direktionsledamöterna argumenterade.

² Från och med 2024 kommer antal penningpolitiska möten per år att öka från fem till åtta. Se <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/nyheter-och-pressmeddelanden/pressmeddelanden/2023/atta-penningpolitiska-moten-per-ar-fran-2024/>

Innehållsförteckning

1	Inflationen närmar sig målet men är fortfarande för hög	6
1.1	Allt tydligare tecken på att inflationen är på väg ner	6
1.2	Fortsatt åtstramande penningpolitik	13
1.3	Konjunkturutsikterna är fortsatt osäkra	18
1.4	Alternativa scenarier för inflationen och penningpolitiken	20
2	Högre räntor dämpar utlåningen	25
2.1	Stora rörelser i räntor och i kronan	25
2.2	Låg efterfrågan på krediter hos hushåll och företag	31
3	Inflationen sjunker och konjunkturer i Sverige och omvärlden mattas av	40
3.1	Inflationen fortsätter ned i Sverige och omvärlden	40
3.2	Konjunkturer har mattats av i Sverige	50
	FÖRDJUPNING – Kronans genomslag på inflationen tycks ha varit ovanligt stort	59
	Prognostabeller	64

I KORTHET – Penningpolitiken november 2023



Inflationen är fortsatt för hög och det kvarstår risker för att den inte ska fortsätta sjunka tillräckligt snabbt och stabiliseras vid målet. Men inflationen har sjunkit och inflationstrycket har dämpats tydligt. Direktionen har beslutat att låta styrräntan vara kvar på 4 procent. Direktionen bedömer att penningpolitiken behöver vara fortsatt åtstramande och har beredskap att höja styrräntan ytterligare om inflationsutsikterna försämras.



Penningpolitiken har bidragit till att inflationstrycket i svensk ekonomi är på väg ner: den kortsiktiga ökningstakten i konsumentpriserna är lägre än tidigare och företagen justerar ner sina planer på att höja priserna. Men inflationen är fortfarande för hög och det kvarstår risker att den inte ska sjunka tillräckligt snabbt framöver. Priserna på tjänster ökar i en snabb takt och bidrar mycket till den totala inflationen. Dessutom är kronan fortsatt omotiverat svag, vilket håller uppe prisökningstakten på varor.



Som ett resultat av de genomförda höjningarna av styrräntan bromsar efterfrågan i den svenska ekonomin in. Konjunkturavmattningen börjar nu också nå arbetsmarknaden. BNP väntas fortsätta att sjunka en tid framöver samtidigt som utvecklingen på arbetsmarknaden dämpas något ytterligare. Den lägre aktiviteten i den svenska ekonomin bidrar tillsammans med en förväntad förstärkning av kronans växelkurs till att inflationen sjunker mot målet under loppet av nästa år.



Prognosen för styrräntan visar att den kan komma att höjas ytterligare i början av nästa år och att penningpolitiken behöver vara åtstramande en relativt lång period för att inflationen ska falla tillbaka och stabiliseras nära målet på 2 procent. Ny information och hur den bedöms påverka konjunktur- och inflationsutsikterna kommer att vara avgörande för utformningen av penningpolitiken.

1 Inflationen närmar sig målet men är fortfarande för hög

Den strama penningpolitiken i omvärlden bidrar till att inflationen fortsätter att sjunka tillbaka från fjolårets toppnivåer. Centralbankerna låter penningpolitiken verka genom att behålla styrräntorna på åtstramande nivåer, men håller samtidigt dörren öppen för ytterligare räntehöjningar.

Även i Sverige sjunker inflationen, ungefär i linje med Riksbankens tidigare bedömning. Penningpolitiken har dämpat efterfrågan i den svenska ekonomin och bidrar till att inflationstrycket är på väg ner. De senaste månaderna har konsumentpriserna ökat i en långsammare takt än tidigare och företagen justerar ner sina planer på prishöjningar. Arbetsmarknaden mattas nu av från ett starkt utgångsläge.

Men inflationen är fortfarande för hög och det kvarstår risker att den inte ska sjunka tillräckligt snabbt. Priserna på tjänster ökar i en snabb takt och bidrar mycket till den totala inflationen. Därtill är kronan fortsatt omotiverat svag, vilket håller uppe prisökningstakten på varor. Sammantaget bedömer direktionen att penningpolitiken behöver vara fortsatt åtstramande, men att det är lämpligt att nu lämna styrräntan oförändrad. Direktionen har därför beslutat att låta styrräntan vara kvar på 4 procent men har beredskap att höja den ytterligare om inflationsutsikterna försämras.

Prognosen för styrräntan visar att den kan komma att höjas ytterligare i början av nästa år och att penningpolitiken behöver vara åtstramande en relativt lång period för att inflationen ska falla tillbaka och stabiliseras nära målet på 2 procent. Ny information och hur den bedöms påverka konjunktur- och inflationsutsikterna kommer att vara avgörande för hur penningpolitiken utformas.

1.1 Allt tydligare tecken på att inflationen är på väg ner

Fortsatt stram penningpolitik i omvärlden med dörren öppen för ytterligare räntehöjningar

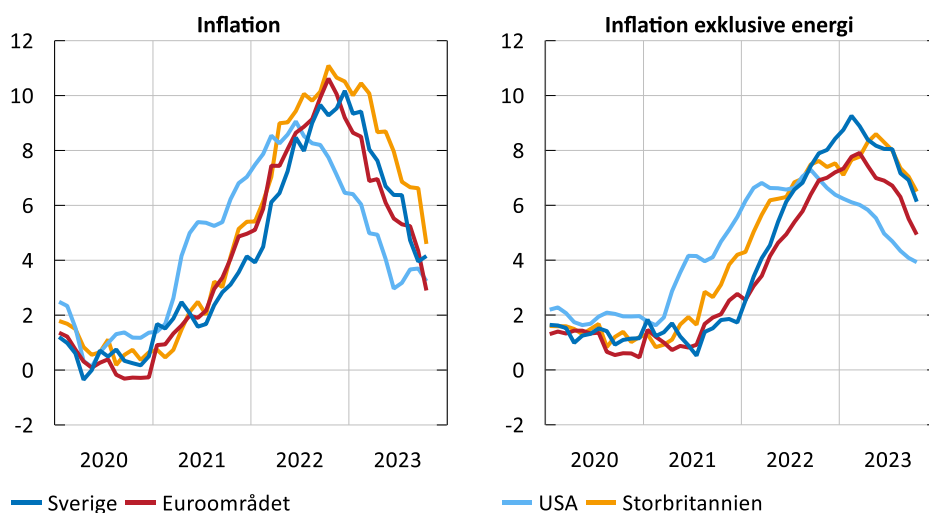
Inflationen i omvärlden har under året sjunkit tydligt från toppnivåerna under 2022 och närmar sig nu centralbankernas mål. Inte minst i euroområdet, som är Sveriges viktigaste handelspartner, har inflationen sjunkit påtagligt. Men precis som tidigare

under året går nedgången i den underliggande inflationen betydligt långsammare (se diagram 1).

Efter de snabba höjningarna av styrräntorna befinner sig nu centralbankerna i omvärlden överlag i ett läge där de låter den åtstramande penningpolitiken verka. Många centralbanker bedömer att räntan kan ha höjts tillräckligt mycket för att inflationen ska sjunka till målnivån inom rimlig tid. Europeiska centralbanken lämnade i oktober sin styrränta oförändrad efter att ha höjt den tio möten i rad, och Federal Reserve har lämnat styrräntan oförändrad vid de två senaste penningpolitiska mötena (se diagram 2). Samtidigt är vaksamheten kring inflationen fortsatt hög, och centralbankerna utvärderar löpande effekterna av den penningpolitiska åtstramningen och inkommande data och indikatorer på den ekonomiska utvecklingen. Dörren lämnas öppen för fortsatta höjningar, och räntesänkningar diskuteras inte (se kapitel 2 för en mer utförlig beskrivning).

Diagram 1. Inflation

Årlig procentuell förändring

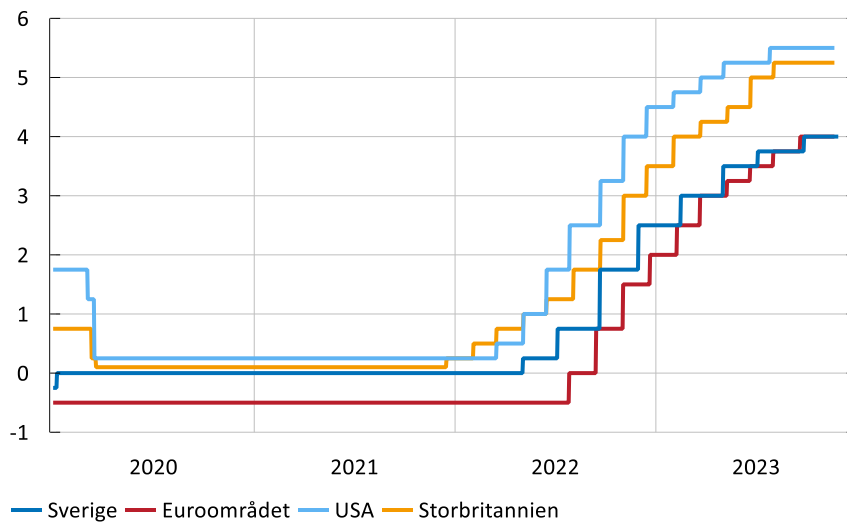


Anm. Avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för Storbritannien och USA.

Källor: Eurostat, SCB, U.S. Bureau of Labor Statistics och U.K. Office for National Statistics.

Diagram 2. Styrräntor

Procent



Källor: Bank of England, ECB, Federal Reserve och Riksbanken.

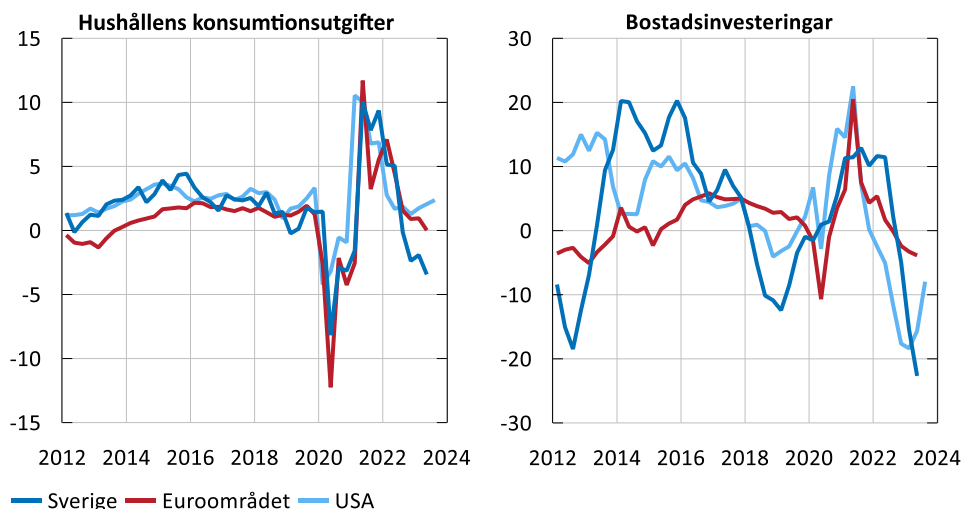
Den realekonomiska utvecklingen i omvärlden har följt samma mönster som tidigare under året, med starkare tillväxt i USA än i euroområdet. Samtidigt visar arbetsmarknaderna i båda regionerna fortsatt motståndskraft, även om det finns tecken på en viss avmattning. Överlag är utvecklingen i linje med Riksbankens prognos (se ytterligare beskrivning i kapitel 3).

Den svaga svenska tillväxten börjar ge avtryck på arbetsmarknaden

Även i Sverige har den realekonomiska utvecklingen varit i linje med Riksbankens prognos. Tillväxten är låg, mycket på grund av att efterfrågan dämpas av räntekänsliga delar i ekonomin, som hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna (se diagram 3). Under inflationsuppgången har Riksbanken höjt styrräntan i något mindre utsträckning än centralbankerna i euroområdet och USA. Men trots det har de svenska hushållens efterfrågan dämpats betydligt mer (se vänstra bilden i diagram 3). Detta speglar deras höga räntekänslighet. Men även i andra delar av ekonomin, som exportsektorn, mattas efterfrågan i spåren av en svagare konjunktur även i omvärlden.

Diagram 3. Hushållens konsumtionsutgifter och bostadsinvesteringar

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB, Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics och OECD.

Precis som i euroområdet och USA har arbetsmarknaden i Sverige länge lyckats stå emot den sjunkande tillväxten.³ Sysselsättningen har under en tid utvecklats starkare än i Riksbankens prognoser. Men nu har allt fler tecken börjat synas på att konjunkturläggningen ger avtryck på den svenska arbetsmarknaden. Sysselsättningen är fortfarande på en historiskt hög nivå, men arbetslösheten har börjat stiga, samtidigt som indikatorer pekar på en viss fortsatt uppgång den närmaste tiden (se vidare beskrivning i kapitel 3).

Inflationstrycket dämpas i den svenska ekonomin men är alltjämt för högt

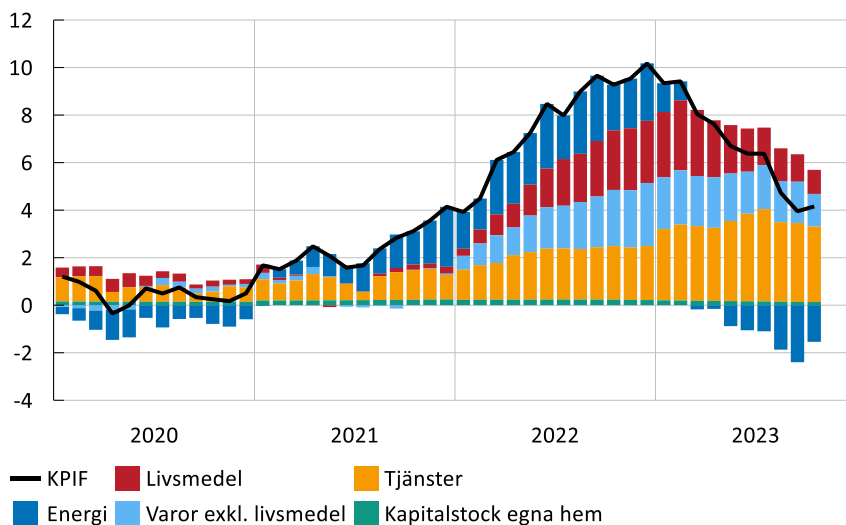
Det finns tydliga indikationer på att inflationstrycket dämpas i den svenska ekonomin. Mätt med KPIF exklusive energi uppgick inflationen i oktober till 6,1 procent, vilket kan jämföras med 6,9 procent i september och toppnivåerna kring 9 procent i början av året.

KPIF-inflationen har fallit snabbare, från toppnivåerna kring 10 procent i slutet av 2022 till 4,2 procent i oktober. Skillnaden mellan de olika inflationsmåten framgår ännu tydligare om vi tittar på vad som bidrar till prisökningarna (se diagram 4). Vi ser då att energipriserna sedan en tid ger ett kraftigt negativt bidrag, medan övriga komponenter fortfarande ger stora positiva bidrag till den totala inflationen. Det gäller särskilt tjänstepriserna.

³ Se exempelvis fördjupningen "Stark arbetsmarknad i Sverige och omvärlden" i *Penningpolitisk rapport*, juni 2023, Sveriges riksbank.

Diagram 4. Bidrag till KPIF-inflationen

Årlig procentuell förändring (KPIF) respektive procentenheter

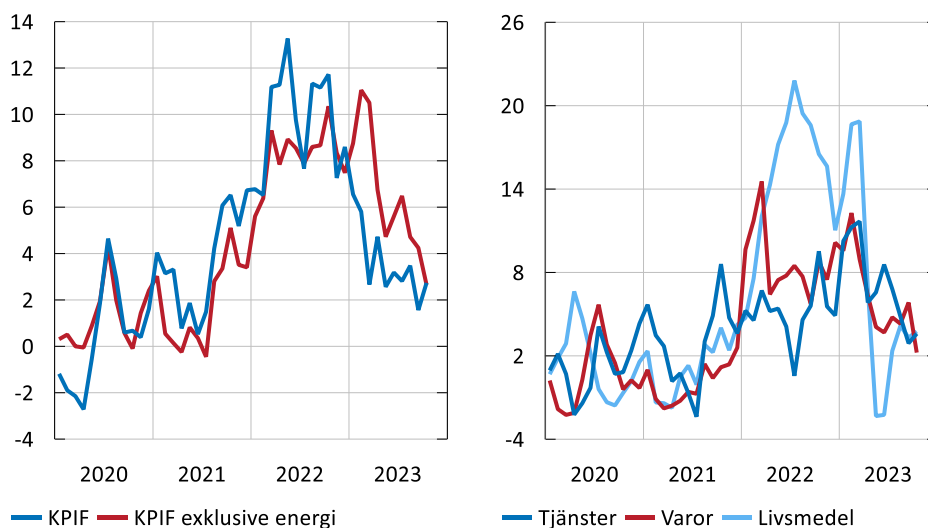


Källor: SCB och Riksbanken.

Ett sätt att få en bild av prisutvecklingen här och nu är att titta på förändringar under en kortare period än 12 månader. Diagram 5 visar tremånaders prisförändringar, uppräknade till årstakt. Den vänstra bilden visar en jämförelse mellan KPIF och KPIF exklusive energi. Mönstret liknar det för tolv månaderstalen men skiljer sig också i vissa avseenden. Ökningstakten i KPIF nådde en toppnivå redan i mitten av förra året, för att sedan sjunka kraftigt till en nivå något över inflationsmålet. Ökningstakten i KPIF exklusive energi är mer trögrörig och nådde sin topp i början av innevarande år för att därefter sjunka, till ungefär samma nivå som KPIF-inflationen som helhet, alltså något över 2 procent. För både tjänster och varor har också ökningstakterna minskat mycket från de högsta nivåerna (se högra bilden i diagram 5). Den här utvecklingen ger anledning till optimism men behöver fortsätta för att inflationen ska sjunka tillbaka mot målet i rimlig tid. En ytterligare diskussion av kortsiktiga prisökningstakter finns i kapitel 3.

Diagram 5. KPIF och KPIF exklusive energi samt priser på tjänster, varor och livsmedel

Tremånadersförändring, uppräknad årstakt i procent, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken.

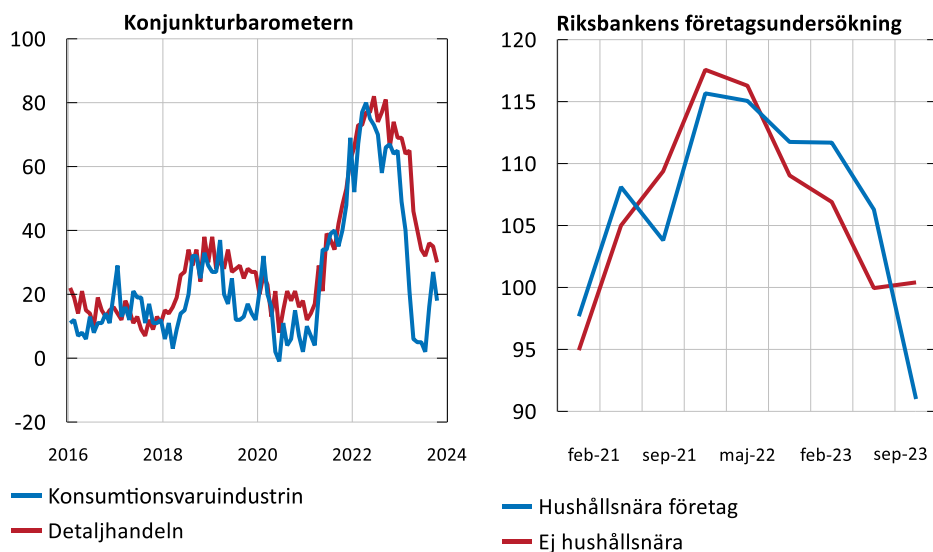
Företagens prisplaner är en annan viktig indikator för inflationstrycket i ekonomin. Mätningar av dessa görs i både Konjunkturinstitutets barometer och Riksbankens egen företagsundersökning.

Enligt barometern är prisplanerna bland företag i detaljhandeln fortfarande något högre än normalt (se vänstra bilden i diagram 6). Riksbankens företagsundersökning visar en mer markant förändring i prisplanerna hos de hushållsnära företagen (se högra bilden i diagram 6). När inflationen började stiga i Sverige ökade också andelen hushållsnära företag som planerade att höja priserna. Men i de två senaste undersökningarna har denna andel sjunkit påtagligt. I den senaste undersökningen var andelen företag som planerar att höja priserna det närmaste året lägre än andelen företag som planerar att sänka dem.

Det finns ett par tänkbara förklaringar till skillnaderna mellan barometern och Riksbankens företagsundersökning. För det första avser barometern prisplanerna på tre månaders sikt, medan företagsundersökningen avser planerna det kommande året. Och för det andra omfattar barometern betydligt fler företag än företagsundersökningen. Även om bilden inte är helt entydig kan det sammanfattningsvis konstateras att företagen nu ganska tydligt har justerat ner sina prisplaner.

Diagram 6. Företagens prisplaner i Sverige

Netttotal (vänster), index, medelvärde = 100 och standardavvikelse = 10 (höger)



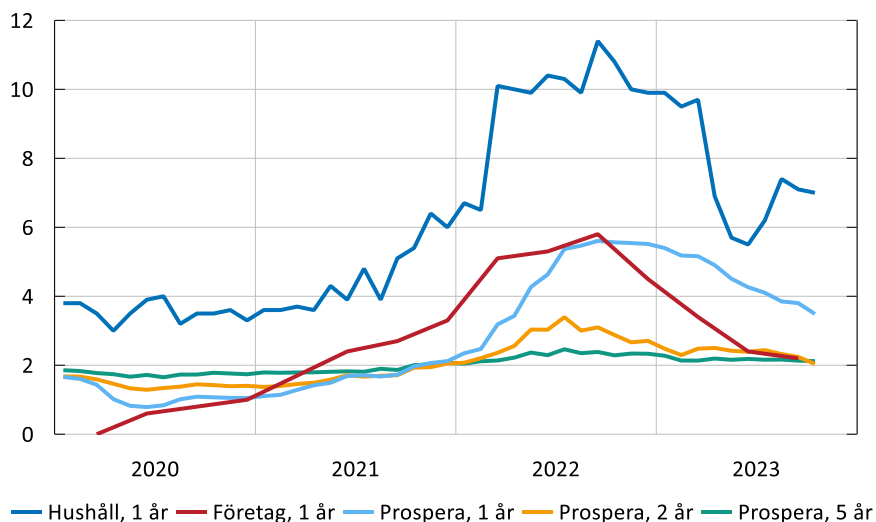
Anm. Frågan handlar om hur företagen planerar att förändra priserna de närmaste tre månaderna (vänster) respektive de närmaste 12 månaderna (höger). Nettotalen anger hur många företag som planerar att höja sina priser minus hur många som planerar att sänka dem. Standardiserade värden (höger). Ej hushållsnära företag avser industri- och byggföretag, samt de företag som huvudsakligen säljer tjänster till företag. Hushållsnära företag avser handeln och de företag som huvudsakligen säljer tjänster till hushåll.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

De långsiktiga inflationsförväntningarna har varit stabila även under de senaste åren då inflationen nått tvåsiffriga nivåer (se diagram 7). Det är ett tecken på att inflationsmålet åtnjuter hög trovärdighet. Förväntningarna på kort sikt steg under 2021 och 2022 i takt med den uppmätta inflationen, men sjunker sedan en tid tillbaka. På ett års sikt är både företagens och penningmarknadsaktörernas förväntningar nära 2 procent. Hushållens förväntningar tenderar att ligga över den faktiska inflationen, vilket bland annat kan reflektera att hushållen tenderar att ta fasta mer på priser som stiger än de som är oförändrade eller faller (se diagram 7).

Diagram 7. Inflationsförväntningar

Procent



Anm. Kvartalsdata för företag, månadsdata för övriga. Prospera avser penningmarknadens aktörer.

Källor: Kantar Prospera och Konjunkturinstitutet.

Kronans utveckling ökar osäkerheten kring inflationsutvecklingen

Sedan september har kronans växelkurs stärkts en del, men den är fortfarande mycket svag i ett historiskt perspektiv. Riksbanken bedömer att företagen under perioden med hög inflation har fört över kostnadsökningar, exempelvis från el och insatsvaror, till konsumentpriser i en större utsträckning än tidigare. Det gäller sannolikt även kostnader för importerade varor som härrör från den svaga kronan. I en jämförelse med euroområdet sjunker den underliggande inflationen långsammare i Sverige, vilket sannolikt har att göra med att kronan försvagats mot euron (se fördjupningen "Kronans genomslag på inflationen tycks vara ovanligt stort").⁴

Om kronan blir svagare än förväntat framöver, samtidigt som genomslaget på inflationen är stort, ökar risken för att inflationen inte sjunker tillbaka i linje med Riksbankens prognos. Det skulle kunna motivera en mer åtstramande penningpolitik.⁵ Osäkerheten kring kronans kurs och dess effekt på inflationen är sammantaget mycket stor.

1.2 Fortsatt åtstramande penningpolitik

Styrräntan hålls oförändrad på 4 procent

Inflationen i omvärlden har sjunkit ytterligare sedan september och närmar sig centralbankernas mål. Den underliggande inflationen sjunker dock i långsammare

⁴ Se även faktarutan "Växelkursens genomslag när inflationen är hög" i *Penningpolitisk rapport*, juni 2023, Sveriges riksbank.

⁵ Se även avsnitt 1.4, "Alternativa scenarier för inflationen och penningpolitiken" i *Penningpolitisk rapport*, juni 2023, Sveriges riksbank.

takt. Även i Sverige sjunker inflationen, ungefär i linje med Riksbankens tidigare bedömning. Penningpolitiken har dämpat efterfrågan i svensk ekonomi och bidrar till att inflationstrycket har dämpats. De senaste månaderna har konsumentpriserna ökat i en långsammare takt än tidigare och företagen planerar inte längre att höja priserna lika mycket. Arbetsmarknaden försvagas från ett starkt utgångsläge.

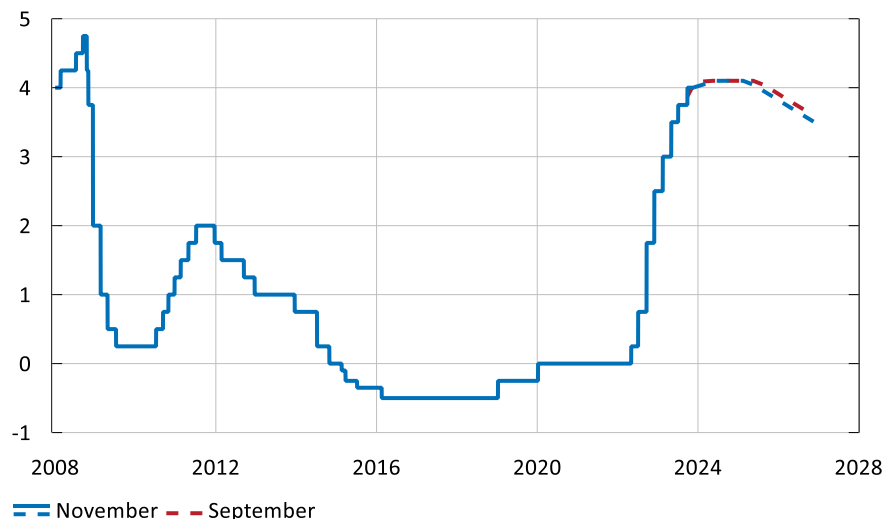
Men inflationen är fortfarande för hög och det kvarstår risker att den inte ska sjunka tillräckligt snabbt framöver. Priserna på tjänster ökar i en snabb takt och bidrar mycket till den totala inflationen. Därtill är kronan fortsatt omotiverat svag, vilket håller uppe prisökningstakten på varor.

Sammantaget behöver styrräntan därför vara kvar på en åtstramande nivå för att inflationen ska fortsätta att falla. Direktionen bedömer att det nu är lämpligt att lämna styrräntan oförändrad på 4 procent, men har beredskap att höja den ytterligare om inflationsutsikterna försämras.

Prognosen för styrräntan indikerar att den kan komma att höjas ytterligare i början på nästa år och att penningpolitiken behöver vara åtstramande en relativt lång period för att inflationen ska falla tillbaka och stabiliseras nära målet på 2 procent (se diagram 8). Osäkerheten fortsätter dock att vara stor, och ny information och hur den bedöms påverka konjunktur- och inflationsutsikterna kommer att vara avgörande för utformningen av penningpolitiken. Att inflationen och penningpolitiken kan utvecklas på ett annat sätt än i prognosen illustreras av de alternativa scenarierna i avsnitt 1.4.

Diagram 8. Riksbankens styrränta

Procent



Anm. Helledragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Utfall är dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken.

Under det senaste året har inflationen nått sin högsta nivå på över 30 år. En hög inflation påverkar hela ekonomin negativt men är särskilt besvärlig för hushåll med

små marginaler.⁶ Därför fäster Riksbanken stor vikt vid att få tillbaka inflationen till målet inom rimlig tid. En låg och stabil inflation underlättar för hushåll och företag att planera framåt och skapar goda förutsättningar för arbetsmarknadens parter att fortsätta att använda inflationsmålet som ankare i lönebildningen. Att inflationen sjunker mot målet möjliggör en återgång till reallöneökningar och ökar köpkraften för hushållen.

Försäljningarna av statsobligationer fortsätter

Som komplement till höjningarna av styrräntan och ett led i att normalisera Riksbankens balansräkning fortsätter Riksbanken att sälja statsobligationer i enlighet med beslutet i juni. En ökad mängd säkra och lätt omsättningsbara tillgångar på den svenska marknaden kan underlätta för utländska aktörer att investera i svenska tillgångar och dessutom förbättra de finansiella marknadernas funktionssätt. Detta kan sammantaget bidra till en starkare krona och förbättra Riksbankens möjligheter att dämpa inflationen.

Försäljningarna har hittills fungerat väl med god efterfrågan från marknadsaktörer. Räntorna på svenska statsobligationer fortsätter samtidigt att vara låga i förhållande till den förväntade styrräntan. Mot bakgrund av detta överväger Riksbanken att öka försäljningstakten ytterligare. Ett beslut om detta kan komma att fattas i samband med det penningpolitiska mötet i januari.

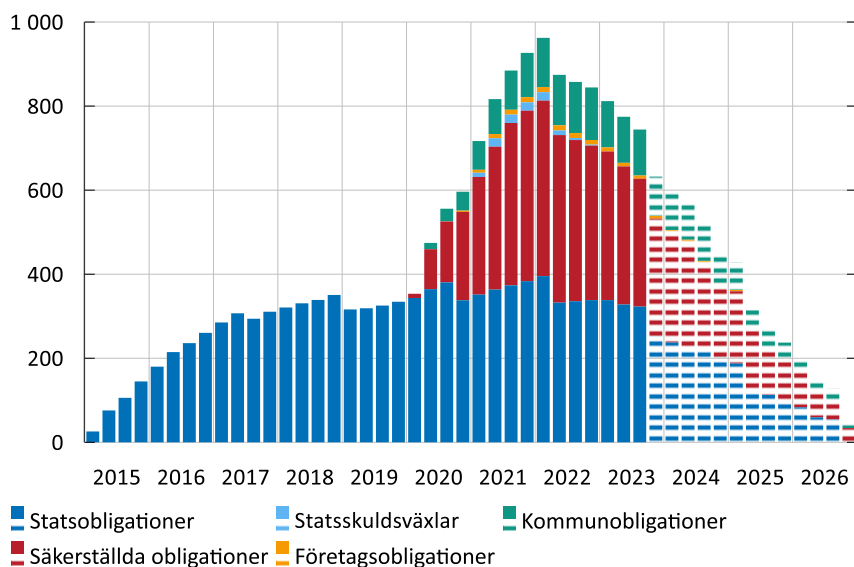
Riksbanken har inga planer på att börja sälja sina innehav av icke-statliga obligationer. Om penningpolitiken skulle behöva justeras framöver bedöms förändringar av styrräntan vara det mest lämpliga verktyget.

Förfall och försäljningar innebär att Riksbankens innehav av värdepapper sjunker snabbt de närmaste åren (se diagram 9). Under nästa år planerar Riksbanken att återkomma till vad som utgör en lämplig nivå på värdepappersinnehavet på lång sikt och mer i detalj hur en sådan portfölj bör vara sammansatt.

⁶ Se A. Breman (2023), "Hushåll drabbas olika när inflationen är hög – men alla påverkas negativt och därför måste den ner", inlägg vid konferensen "Aggregate and distributional effects of high and volatile inflation", anordnad av den Europeiska centralbanken.

Diagram 9. Riksbankens innehav av värdepapper

Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Streckade staplar är en framskrivning av Riksbankens värdepappersinnehav som bygger på förfall samt besluten att inga tillgångsköp görs efter 2022 och att statsobligationer säljs till ett nominellt värde om 5 miljarder SEK per månad.

Källa: Riksbanken.

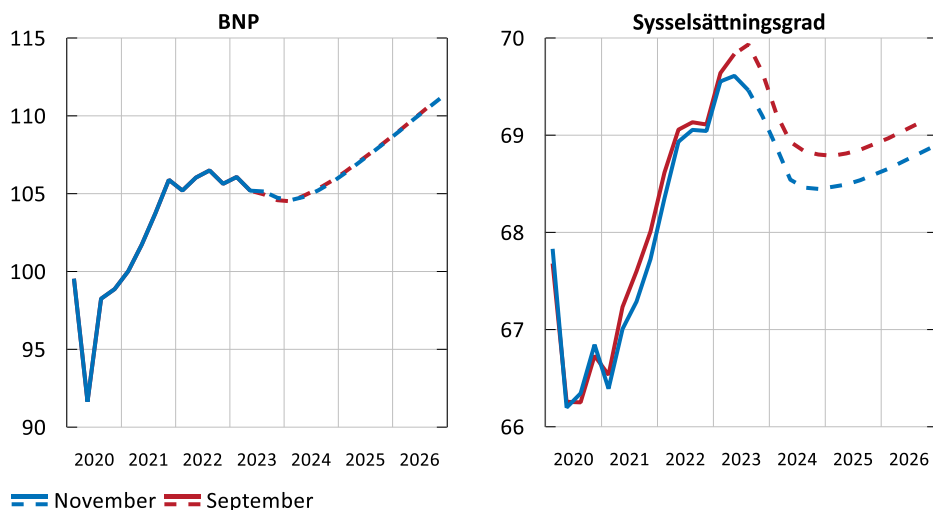
Inflationen sjunker mot målet när konjunkturen mattas av

Det finns tydliga tecken på att efterfrågan i den svenska ekonomin bromsar in, som ett resultat av de genomförda höjningarna av styrräntan. BNP väntas fortsätta att sjunka en tid framöver (se diagram 10). Som nämndes tidigare har tecknen på att konjunkturavmattningen nått arbetsmarknaden blivit tydligare, och sysselsättningsgraden bedöms framöver vara något lägre än i den senaste prognosen i september. Men det är viktigt att ha i åtanke att nedgången på arbetsmarknaden är måttlig och sker från ett starkt utgångsläge.

Utöver effekten av de stigande räntorna dämpas efterfrågan även av en mycket svag utveckling av reallönerna i år. Den lägre aktiviteten i den svenska ekonomin bidrar tillsammans med en förväntad förstärkning av kronans växelkurs till att inflationen sjunker mot målet under loppet av nästa år (se diagram 11). Precis som i tidigare prognoser väntas inflationen mätt med målvariabeln KPIF hamna nära målet något tidigare än den underliggande inflationen mätt med KPIF exklusive energi. Prognoserna beskrivs närmare i kapitel 3.

Diagram 10. BNP och sysselsättningsgrad i Sverige

Index, 2019 kv4 = 100, säsongsrensade data (vänster) respektive procent av befolkningen, 15–74 år, säsongsrensade data (höger)

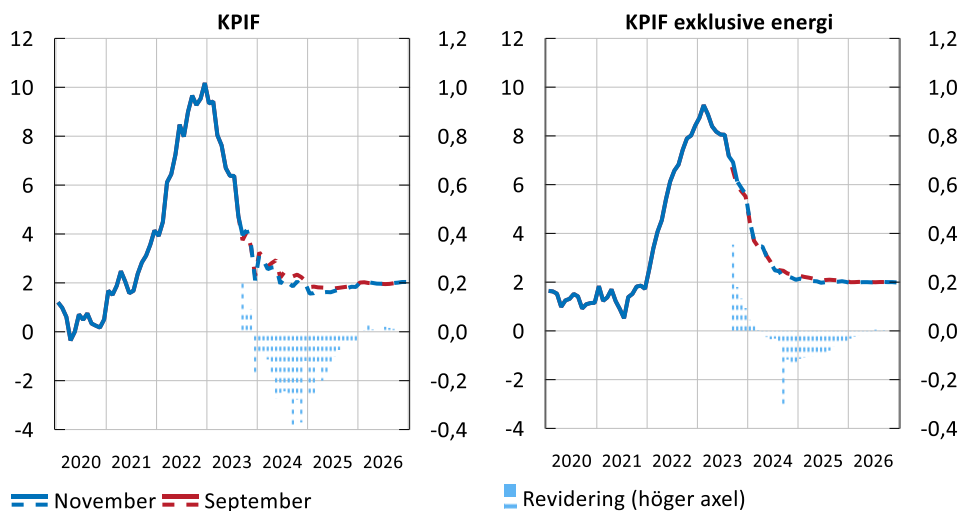


Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Sysselsättningsgraden har länkats om och reviderats av SCB för det tidsseriebrott som uppstod i AKU i januari 2021 för perioden 2005-december 2020. Även utfall efter 2021 har reviderats till följd av vissa upprättningar av statistiken.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 11. KPIF och KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring (vänster axel) respektive procentenheter (höger axel)



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

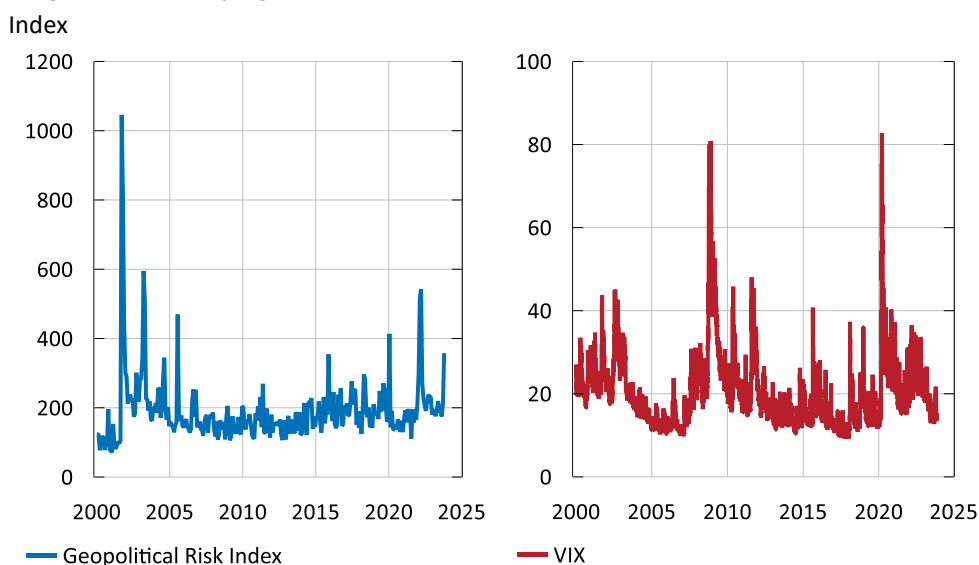
Källor: SCB och Riksbanken.

1.3 Konjunkturutsikterna är fortsatt osäkra

Flera faktorer gör konjunkturutvecklingen i omvärlden och Sverige osäker. I förlängningen kan de faktorerna även påverka de svenska inflationsutsikterna och Riksbankens penningpolitik.

Det finns en betydande risk för förnyade utbudsstörningar i den globala ekonomin. Sådana störningar skulle kunna inträffa som en följd av exempelvis ökad geopolitisk oro och klimat- och väderrelaterade problem. Sedan september har det utbrutna kriget mellan Israel och Hamas bidragit till att öka de geopolitiska riskerna i världsekonomin. Olika mått på sådana risker har följaktligen stigit (se vänstra bilden diagram 12). De humanitära effekterna är fruktansvärda men effekterna på världsekonomin har än så länge varit begränsade. Mått på finansiell oro i form av exempelvis VIX-index för aktiemarknaden har hittills inte påverkats särskilt mycket (se höger bild i diagram 12). Oljepriset har inte heller påverkats än så länge. Men om konflikten skulle eskalera och omfatta fler länder kan de ekonomiska konsekvenserna bli mer betydande. Exempelvis skulle oljepriset kunna stiga kraftigt, vilket kan höja inflationen globalt. En utökad konflikt skulle även kunna påverka kritiska transportvägar i regionen som Suez-kanalen. I en sådan situation skulle även effekterna på de finansiella marknaderna kunna bli större.

Diagram 12. Mått på global risk



Anm. Konverterat till månadsdata (vänster), dagsdata (höger).

Källor: Matteo Iacoviello och Chicago Board Options Exchange.⁷

En geopolitisk osäkerhetsfaktor som redan har haft stora konsekvenser för världsekonomin är den ryska illegala invasionen av Ukraina i slutet av februari förra året. En tydlig effekt blev att priserna på energi och livsmedel steg kraftigt. Sedan dess har priserna på dessa varor fallit tillbaka. Men de skulle kunna stiga kraftigt igen om

⁷ Se <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>

konflikten ökar i styrka och problemen med transporter från Ukraina till övriga Europa förvärras.

En risk som successivt ökat i styrka de senaste åren rör hållbarheterna i statsfinanserna i omvärlden. I samband med pandemin sjösattes stora finanspolitiska stödåtgärder som i sin tur medförde stora budgetunderskott och ökande statsskulder i många länder. Samtidigt har det globala ränteläget stigit kraftigt de senaste åren, vilket gör det svårare att finansiera statsskulderna. Den senaste tiden har den internationella diskussionen mest kretsat kring USA, men även flera länder i euroområdet skulle kunna stöta på utmaningar med att finansiera sin statsskuld framöver. Det skulle kunna medföra risker för tillväxten i omvärlden av två huvudsakliga skäl. För det första kan behovet av finanspolitiska åtstramningar öka, och för det andra kan förtroendet hos ekonomins aktörer påverkas, vilket ytterligare skulle försvåra upplåningen. I det här sammanhanget är det värt att notera att de offentliga finanserna i Sverige är mycket starka, vilket minskar behovet av finanspolitisk åtstramning och också förbättrar förutsättningarna för Riksbankens penningpolitik.

Det finns också ett antal osäkerhetsfaktorer som omgärdar de svenska konjunktutsikterna. En sådan rör de svenska hushållens konsumtionsefterfrågan. Som beskrivits tidigare har konsumtionen redan påverkats ganska kraftigt av de stigande räntorna. Men trots att räntebindningstiderna är korta har hushållens boräntor i stocken av låntagare ännu inte påverkats fullt ut av de hittills genomförda räntehöjningarna, och hushållen påverkas också indirekt av bostadsrättsföreningarnas skulder som har en längre räntebindningstid (se kapitel 2 för en närmare beskrivning). Om hushållen inte har tagit höjd för det finns en risk att konsumtionen kommer att utvecklas oväntat svagt framöver. Å andra sidan byggde hushållen under pandemin upp ett sparkapital som de nu kan använda för att i viss utsträckning hålla konsumtionen uppe.⁸ Men eftersom det saknas aktuella data över fördelningen av hushållens tillgångar och sparande är det svårt att bedöma hur stor denna effekt är.

Hushållens benägenhet att använda sitt sparande och konsumera påverkas också av utvecklingen på arbetsmarknaden. Den svenska arbetsmarknaden har länge stått emot nedgången i efterfrågan väl. En tänkbar förklaring till det är att företagen hållit i arbetskraften, med lärdomarna av återhämtningen efter pandemin i färskt minne, då det var svårt att få tag på personal. Men det kan också hänga ihop med att nedgången i konjunkturen inte förväntas bli särskilt djup eller långvarig. Men nu syns alltså tecken på att arbetsmarknaden försvagas. Riksbankens prognos är visserligen att försvagningen blir relativt liten, men om efterfrågan sjunker mer än förväntat skulle företagen snabbt kunna ändra sitt beteende och i stället börja säga upp personal. Det skulle i sin tur kunna dämpa efterfrågan ännu mer genom att hushållen ökar sitt försiktighetssparande, på grund av oro för att bli av med jobbet. I så fall kan den svenska konjunkturen och arbetsmarknaden utvecklas svagare än i Riksbankens prognos.

Det stigande ränteläget har också skapat stor osäkerhet på bostadsmarknaden. Efter det kraftiga fallet under fjolåret har priserna inte förändrats så mycket i år, men fallit

⁸ Se fördjupningen "Hushållens sparande ökade tydligt under pandemin" i *Penningpolitisk rapport*, september 2023, Sveriges riksbank.

något de senaste månaderna. Riksbankens prognos innebär att priserna faller ytterligare något den närmaste tiden för att därefter stabiliseras och så småningom börja stiga igen. Men utvecklingen är mycket svårbedömd. Det är framför allt hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna som skulle kunna påverkas om bostadspriserna utvecklas annorlunda än i Riksbankens prognos.

En risk som Riksbanken länge varnat för är den kommersiella fastighetssektorn, där vissa högbelånade bolag hamnat i problem i spåren av det stigande ränteläget. Men det finns stora skillnader mellan bolagen inom sektorn; vissa har starka balansräkningar och relativt goda förutsättningar att hantera stigande räntor, medan andra högt skuldsatta bolag är mer utsatta. Riksbankens analyser tyder på att de svenska bankerna har tillräckligt med kapital för att hantera betydande problem i fastighetssektorn. Men om ännu fler fastighetsbolag hamnar i svårigheter skulle förtroendet för banksystemet kunna försämrats och inverka på bankernas finansieringsvillkor, vilket skulle kunna påverka deras förmåga och vilja att tillhandahålla krediter. I ett sådant scenario skulle även realekonomin kunna påverkas negativt. Riksbanken anser därför att de svenska storbankerna bör sikta på att ha en betryggande marginal ner till de formella kapitalkraven.⁹

Som nämndes tidigare är utvecklingen av den framtida kronkursen mycket osäker. Några av de faktorer som skulle kunna få kronan att avvika från Riksbankens prognos har att göra med de risker kring konjunkturutsikterna som diskuterats i det här avsnittet. Exempelvis skulle såväl en ökad geopolitisk oro i omvärlden som försämrade konjunkturutsikter i Sverige även kunna orsaka en oväntat svag krona framöver.

1.4 Alternativa scenarier för inflationen och penningpolitiken

Scenarierna i det här avsnittet syftar till att beskriva hur penningpolitiken kan påverkas om inflationstrycket blir högre eller lägre än i Riksbankens prognos. Riksbanken har det senaste året publicerat ett flertal scenarier där inflationen blir oväntat hög eller låg av flera olika skäl, exempelvis växelkursens utveckling, förändrade råvarupriser eller företagens prissättning. Syftet med scenarierna är att illustrera att utvecklingen är osäker, att peka på osäkerhetsfaktorer som Riksbanken för närvarande har särskilt fokus på och att försöka indikera hur den penningpolitiska planen kan behöva förändras om osäkerhetsfaktorerna materialiseras.

I det här avsnittet diskuteras två scenarier för inflationen: ett där den blir högre och ett där den blir lägre än i huvudscenariot.¹⁰ Det första scenariot där inflationen blir oväntat hög utgår från företagens prissättning. Där antas att företagen ökar sina marginaler för att upprätthålla sin lönsamhet. Då blir inflationen oväntat hög, men BNP-nivån utvecklas svagare än väntat. Det andra scenariot är kopplat till de risker för

⁹ Se *Finansiell stabilitet 2023:2*, Sveriges riksbank.

¹⁰ Scenarierna baseras på simuleringar i Riksbankens makroekonomiska modell MAJA, precis som de som publicerades i den penningpolitiska rapporten i april, juni och september.

en svagare efterfrågan som diskuterades i avsnitt 1.3. I scenariot blir både BNP-nivån och inflationen lägre än i huvudscenariot.

Till skillnad från tidigare publicerade scenarier det senaste året visar vi här enbart utvecklingen då penningpolitiken anpassas till de nya förutsättningarna i scenarierna och försöker föra inflationen tillbaka till målet inom rimlig tid.

Företagen höjer sina marginaler och inflationen blir oväntat hög – penningpolitiken stramas åt ytterligare

Vi ser för närvarande tecken på att företagens kostnader ökar i långsammare takt än tidigare. Som beskrevs tidigare har företagens prisplaner inte samma fokus på pris-höjningar som när inflationen var som högst i slutet av förra året. Men det är svårt att veta vad som händer framöver. I det här scenariot antas att företagen inte anpassar priserna i enlighet med kostnaderna utan i stället ökar sina marginaler. Det gör att inflationen blir oväntat hög den närmaste tiden.

Det högre inflationstrycket i scenariot illustreras till viss del av den röda linjen i den vänstra bilden i diagram 13, där inflationen blir högre trots en stramare penningpolitik. Men det högre inflationstrycket avspeglas inte enbart i högre inflation än väntat utan också i att indikatorer, som exempelvis företagens prisplaner, vänder upp på ett oväntat sätt.

Det finns starka skäl för penningpolitiken att reagera med en högre styrränta om inflationstrycket visar sig bli oväntat högt. En tänkbar penningpolitisk respons visas i den röda linjen i den högra bilden i diagram 13. Genom att i ett tidigt skede inleda räntehöjningar under första halvåret nästa år försöker Riksbanken dels dämpa efterfrågan så att företagen inte kan höja priserna som planerat, dels undvika att den högre inflationen ger upphov till så kallade andrahandseffekter som höjer inflationsförväntningarna. På så vis undviks också att lönebildningen påverkas i någon väsentlig omfattning, och inflationen kan närma sig målet under prognosperioden. Det illustreras av den röda linjen i den vänstra bilden i diagram 13.

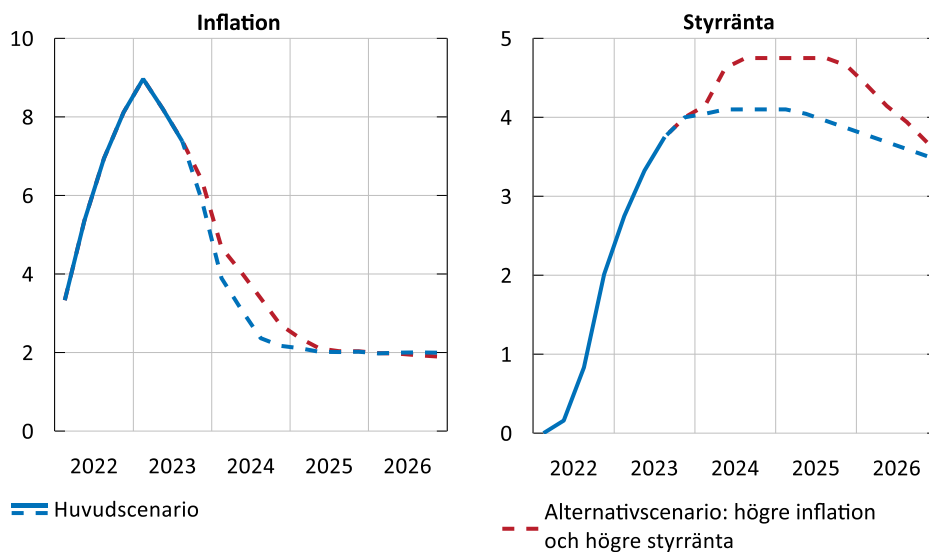
BNP utvecklas något svagare när företagens marginaler blir oväntat höga. Det beror på att företagen gör ett aktivt val att producera mindre volymer till högre priser. På så vis kan höjda marginaler sägas vara en typ av utbudsstörning.¹¹ Om Riksbanken höjer styrräntan dämpas realekonomin ytterligare, så att BNP-nivån blir lägre och arbetslösheten högre. Den lägre BNP-nivån jämfört med huvudscenariot visas i den röda linjen i diagram 14. Men jämfört med att inte snabbt reagera med penningpolitiken och i stället behöva höja styrräntan i ett senare skede är de långsiktiga realekonomiska kostnaderna små.¹²

¹¹ I scenariot med högre inflation i den penningpolitiska rapporten i september diskuterades effekten av globala utbudsstörningar, som kan härröra från geopolitisk oro eller klimat- och väderrelaterade faktorer.

¹² Detta illustrerades i scenariot med högre inflation i den penningpolitiska rapporten i september.

Diagram 13. Scenario med högre inflation än i huvudscenariot

Årlig procentuell förändring (vänster) respektive procent (höger)

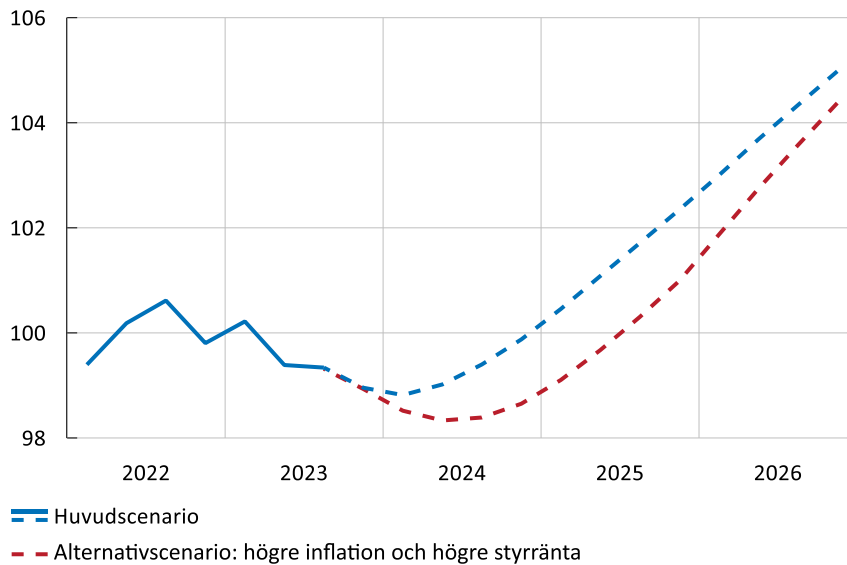


Anm. Inflationen avser KPIF exklusive energi. Heldragen linje avser utfall, streckade linjer avser scenarier.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 14. BNP i scenariot med högre inflation

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckade linjer avser scenarier.

Källor: SCB och Riksbanken.

Lägre efterfrågan driver ner inflationen snabbare – räntan börjar sänkas tidigare

En tänkbar anledning till att inflationen kan bli lägre än i huvudscenariot är att efterfrågan utvecklas svagare än väntat. Avsnitt 1.3 beskrev några tänkbara anledningar till att det skulle kunna bli så, som kan härröra både från omvärlden och från inhemska förhållanden. Om efterfrågan blir lägre än väntat skulle det innebära både att real-ekonomin utvecklas svagare och att inflationen blir lägre än i huvudscenariot. Det beror bland annat på att det skulle bli svårare för företagen att höja priserna när efterfrågan försvagas.

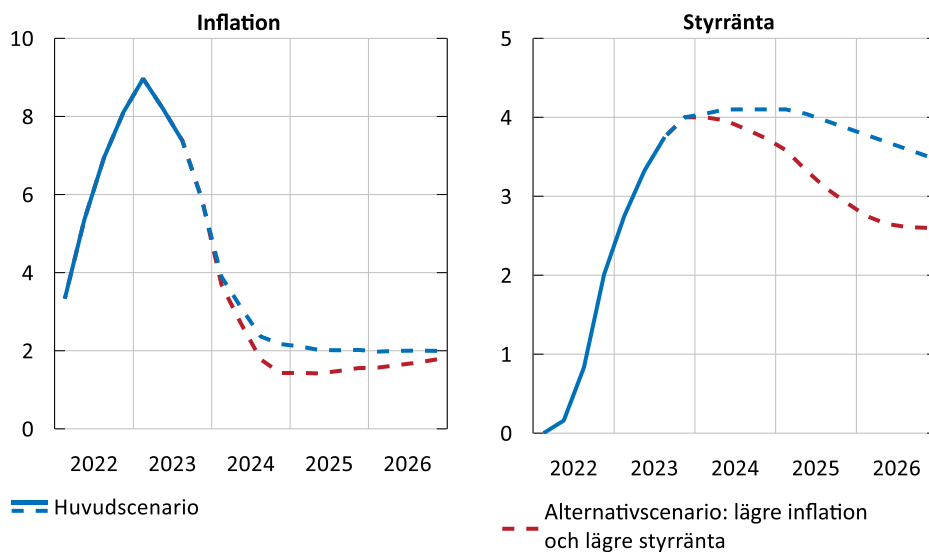
Den röda linjen i den högra bilden i diagram 15 visar en tänkbar penningpolitisk reaktion på den svagare efterfrågeutvecklingen och lägre inflationen. Att real-ekonomin och inflationen förändras i samma riktning, det normala vid störningar i efterfrågan, förenklar på ett sätt den penningpolitiska avvägningen: det talar entydigt för en mindre åtstramande penningpolitik än i huvudscenariot.

Men i dagens situation kompliceras avvägningen ändå av att inflationen under en period har legat högt över målet och fortfarande gör det. Riksbanken har vid flera tillfällen det senaste året kommunicerat att en lägre inflation än väntat är ett betydligt mindre problem än en oväntat hög inflation. Även om scenariot innebär att real-ekonomin och inflationen ”drar penningpolitiken i samma riktning”, är det troligt att Riksbanken inte omedelbart skulle börja sänka räntan. Därför antas att räntesänkningar i stället inleds först i mitten av nästa år. Den alternativa penningpolitiken illustreras av den röda linjen i den högra bilden i diagram 15.

Att räntan sätts på en lägre nivå än i huvudscenariot gör att inflationen hålls uppe och hamnar i närheten av målet, vilket framgår av den röda linjen i den vänstra bilden i diagram 15. Den lägre räntan dämpar också fallet i efterfrågan, och BNP-nivån närmar sig huvudscenariot under prognosperioden. Det framgår av den röda linjen i diagram 16.

Diagram 15. Scenario med lägre inflation än i huvudscenariot

Årlig procentuell förändring (vänster) respektive procent (höger)

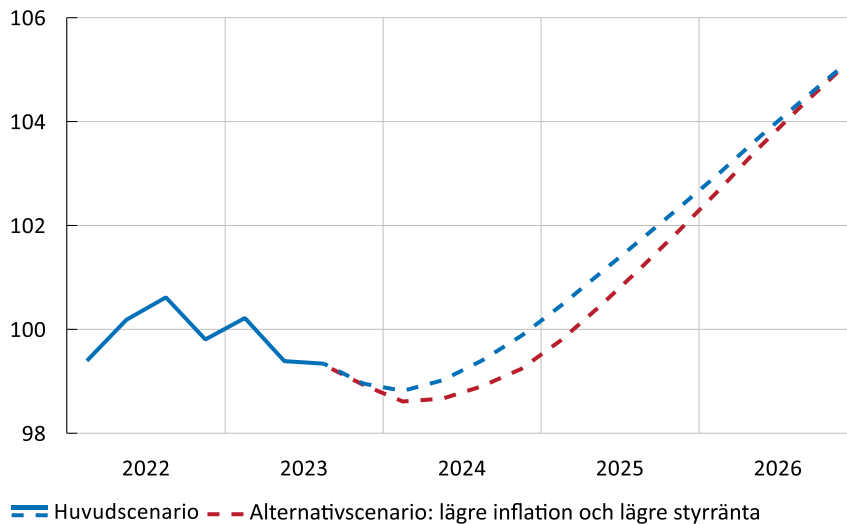


Anm. Inflationen avser KPIF exklusive energi. Heldragen linje avser utfall, streckade linjer avser scenarier.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 16. BNP i scenariot med lägre inflation

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckade linjer avser scenarier.

Källor: SCB och Riksbanken.

2 Högre räntor dämpar utlåningen

Efter en period av styrräntehöjningar låter nu många centralbanker penningpolitiken verka genom att behålla styrräntorna på nuvarande nivåer. Marknadsaktörer förväntar sig inga ytterligare höjningar från ECB eller Federal Reserve. Styrräntorna förväntas av marknadsaktörer i stället börja sänkas det närmaste året. Centralbankerna har dock kommunicerat att vaksamheten kring inflationen fortsatt är hög, att sänkningar inte ska förväntas i närtid och att ytterligare höjningar inte kan uteslutas. Kronan har stärkts och är i nuläget något starkare än vid det penningpolitiska beslutet i september, men är alltjämt svagare än normalt.

Styrräntehöjningarna i Sverige har fått relativt snabbt och kraftigt genomslag till hushållen eftersom många hushåll är högt skuldsatta och har korta räntebindningstider. Det högre ränteläget är också kännbart för företagen, men de utlåningsräntor som företagen möter varierar ganska mycket beroende på vilken bransch de tillhör. De högre räntorna har också lett till att hushållens och företagens efterfrågan på krediter är mycket låg. Transmissionen av Riksbankens penningpolitik till de räntor som hushållen och företagen möter bedöms fungera väl.

2.1 Stora rörelser i räntor och i kronan

Många centralbanker behåller styrräntorna på nuvarande nivåer

De flesta centralbanker har, liksom Riksbanken, höjt sina styrräntor snabbt sedan inledningen på förra året (se diagram 17 och tabell 1).¹³ Styrräntorna är på åtstramande nivåer och takten i styrräntehöjningarna har växlat ner sedan i våras. Många centralbanker låter nu penningpolitiken verka genom att behålla styrräntorna på nuvarande nivåer, och de kommunicerar att vaksamheten kring inflationen fortsatt är hög. Dörren lämnas öppen för fortsatta höjningar medan räntesänkningar inte alls diskuteras i kommunikationen.

Efter tio möten med höjningar i rad beslöt den europeiska centralbanken (ECB) i oktober att hålla styrräntan oförändrad. Beslutet motiverades med att nuvarande nivå på styrräntor anses vara tillräckligt åtstramande för att nå inflationsmålet om de behålls på befintlig nivå under tillräckligt lång tid. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed) beslutade också vid sitt möte i början av november att behålla intervallet för styrräntan oförändrat. Centralbankschefen Powell kommunicerade

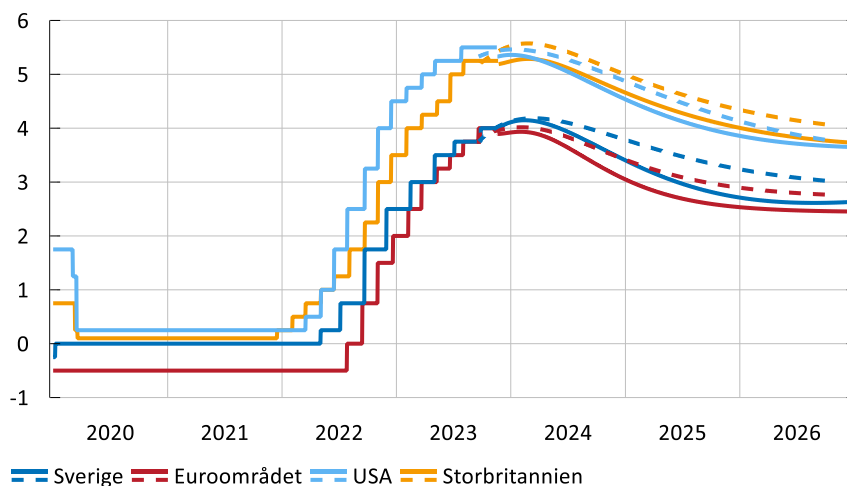
¹³ Ett undantag bland tongivande internationella centralbanker är den kinesiska centralbanken som tvärt emot lättar på penningpolitiken för närvarande. Orsaken är den inhemska ekonomiska och finansiella utvecklingen. Utöver det har företrädare för Bank of Japan signalerat att penningpolitiken kan komma att stramas åt framöver.

under presskonferensen att Fed befinner sig i en position där de behöver gå försiktigt fram och noga bedöma utsikterna för ekonomisk aktivitet och inflation i ljuset av inkommande data. Även den norska och den brittiska centralbanken lämnade styrräntan oförändrad vid sina möten i början av november. Den norska centralbanken har fortsatt att kommunicera att det kan vara lämpligt med ytterligare en räntehöjning vid sitt nästa möte i december. Varken ECB eller Fed gjorde några ändringar i hur de hanterar neddragningen av sina värdepappersinnehav (se tabell 1). Bank of England har dock ökat takten i hur de låter sina värdepappersinnehav minska (se faktarutan "Kvantitativ åtstramning" för en beskrivning av Riksbankens minskning av värdepappersinnehaven).

Enligt prissättningen av terminskontrakt på korta penningmarknadsräntor har marknadsaktörer skiftat ned sina förväntningar på styrräntorna sedan det penningpolitiska mötet i september. Styrräntetoppen väntas i många fall vara nära och inom ett år förväntar sig marknadsaktörer lägre styrräntor (se diagram 17).

Diagram 17. Styrräntor och styrränteförväntningar enligt marknadsprissättningen

Procent



Anm. Diagrammet visar styrräntor samt marknadsbaserade förväntningar på framtida styrräntor. Heldragna linjer avser förväntningar 2023-11-21. Streckade linjer avser förväntningar strax före det penningpolitiska beslutet i september.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken.

Tabell 1. Penningpolitiken i omvärlden

	Styrränta i början av 2022	Aktuell styrränta	Förväntad styrränta i slutet av juni 2024	Status på värdepappers-innehaven
ECB	-0,50	4,00	3,7	Kompenserar för en del av förfallen i en av tillgångsportföljerna ¹⁴
Federal Reserve	0-0,25	5,25-5,50	5,0	Kompenserar för en del av förfallen
Bank of England	0,25	5,25	5,0	Påbörjade försäljningar under hösten 2022
Norges Bank	0,50	4,25	4,4	Har inte köpt tillgångar i penningpolitiskt syfte
Bank of Canada	0,25	5,00	4,7	Avtrappning i takt med förfall
Riksbanken	0	4,00	3,9	Påbörjade försäljningar i april 2023

Anm. Procent. Styrräntan i början av 2022 avser den effektiva styrräntan 2021-12-31. Förväntad styrränta i slutet av juni 2024 enligt marknadsprissättningen 2023-11-21 avrundad till närmaste tiondels procent. För förväntad styrränta i Norge används Norges Banks senast publicerade penningpolitiska rapport från 2023-09-21.

Källor: Bloomberg, nationella centralbanker och Riksbanken.

Stora rörelser i längre marknadsräntor

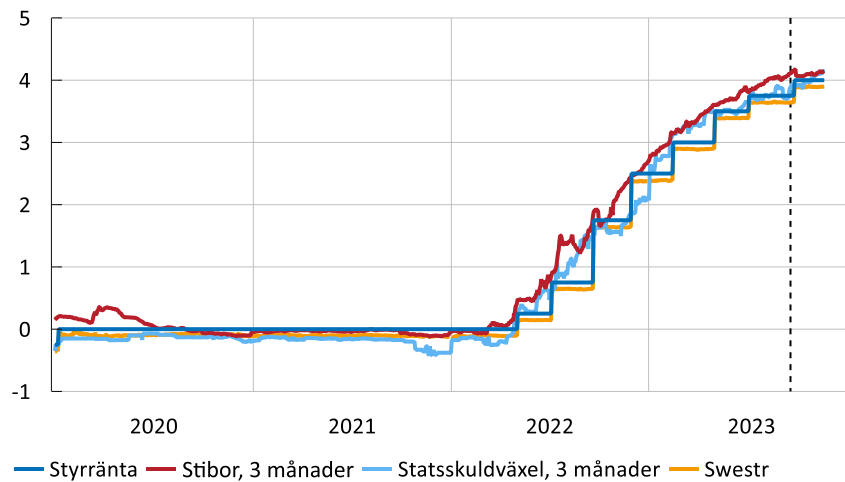
Sedan centralbankerna började höja styrräntorna har höjningarna fått genomslag i de korta och långa marknadsräntorna. Även i Sverige har korta och långa marknadsräntor stigit som följd av den åtstramande penningpolitiken (se diagram 18 och diagram 19).

Under sommaren och hösten fortsatte marknadsräntor med långa löptider att stiga i USA och flera andra länder (se diagram 19). Ränteuppgången har generellt varit större i USA än i Europa. Sedan det penningpolitiska mötet i september har rörelserna i långa marknadsräntor sammantaget varit stora. Den första tiden efter mötet steg räntorna tydligt men de senaste veckorna har de fallit igen i flertalet länder. Orsakerna bakom utvecklingen i de amerikanska långräntorna analyseras i faktarutan "Stora rörelser i amerikanska långräntor".

¹⁴ ECB valde att avsluta kompensationsköpen för tillgångsportföljen APP (Asset Purchase Programme) från och med juli 2023. Kompensationsköpen för centralbankens andra tillgångsportfölj PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) planeras att fortsätta åtminstone till och med slutet av 2024.

Diagram 18. Riksbankens styrränta och korta marknadsräntor

Procent

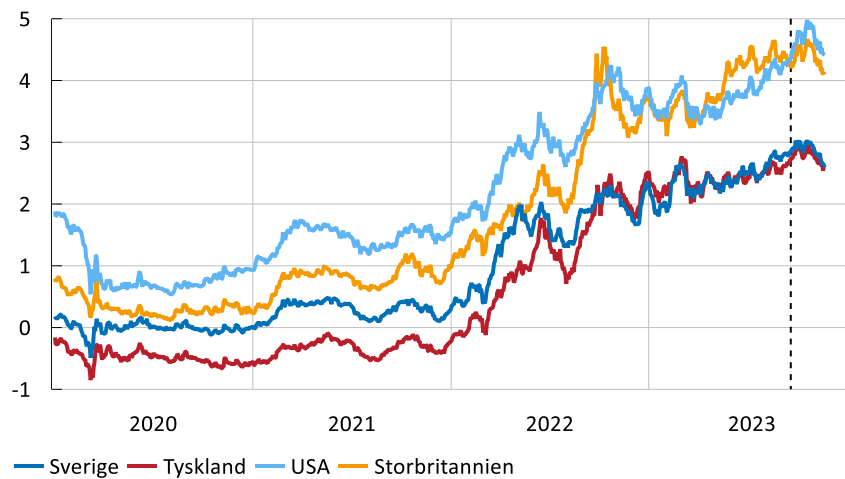


Anm. Swestr blev tillgänglig för faktisk användning som referensränta från och med den 1 september 2021. Dessförinnan används data för de historiska skattningarna för Swestr som Riksbanken har tagit fram och publicerat. Swestr sjunker mycket kraftigt den sista bankdagen varje år, noteringar som utelämnats i detta diagram. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i september.

Källor: SFBF, Refinitiv och Riksbanken.

Diagram 19. Statsobligationsräntor, 10 års löptid

Procent



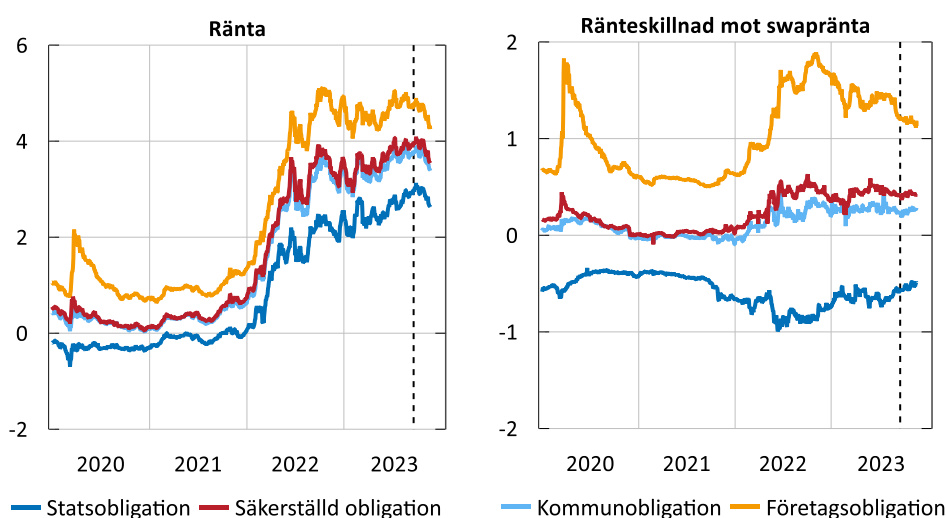
Anm. Räntor avser nollkupongräntor för Sverige, Tyskland och Storbritannien samt benchmarkräntor för USA. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i september.

Källor: Bank of England, Deutsche Bundesbank, Refinitiv, U.S. Treasury och Riksbanken.

Även i Sverige har räntor på längre löptider stigit i år, bland annat på grund av stigande förväntningar om framtida styrräntor på medellång sikt (se diagram 19). Räntor på obligationer med löptider på 5 år har också stigit tydligt under året, men även dessa räntor har sjunkit något de senaste veckorna (se diagram 20). Skillnaden mellan räntor på obligationer som har högre kreditrisk än statsobligationer och så kallade swapräntor ökade under 2022 (se diagram 20).^{15, 16} Dessa ränteskillnader har i olika grad bestått sedan dess. De senaste månaderna har ränteskillnaden för företagsobligationer minskat tydligt.

Diagram 20. Svenska räntor för olika obligationsslag, 5 års löptid

Procent (vänster) och procentenheter (höger)



Anm. Beräknad nollkuponränta. Företagsobligationer avser obligationer för företag med kreditbetyg motsvarande Investment grade. Säkerställda obligationer avser säkerställda obligationer utgivna av Stadshypotek och kommunobligationerna är utgivna av Kommuninvest i Sverige AB. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i september.

Källor: Bloomberg, Refinitiv och Riksbanken.

De högre marknadsräntorna har även pressat globala aktiemarknader. När räntehöjningarna inleddes i början av 2022 föll börserna initialt för att mot slutet av förra året börja återhämta sig. Rörelserna på aktiemarknaden har sedan i somras varit stora. Fram till slutet av oktober föll aktiemarknaden för att därefter stiga tydligt. Aktiemarknaden i USA och euroområdet har sammantaget fallit med drygt fem procent sedan första januari 2022. Den svenska aktiemarknaden har generellt utvecklats ännu svagare och har under samma period förlorat ungefär en femtedel av sitt värde.

¹⁵ Riksbanken använder även begreppet riskfyllda obligationer för obligationer med högre kreditrisk än statsobligationer. Med det avses till exempel, säkerställda obligationer, kommunobligationer och företagsobligationer.

¹⁶ Ränteswappar avser vanligtvis den förväntade genomsnittliga nivån för Stibor med 3 månaders löptid vilken brukar ligga mycket nära styrräntan i tider då riskerna inom banksystemet är låga. Se faktarutan "Vad är en swapränta?" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2023, Sveriges riksbank.

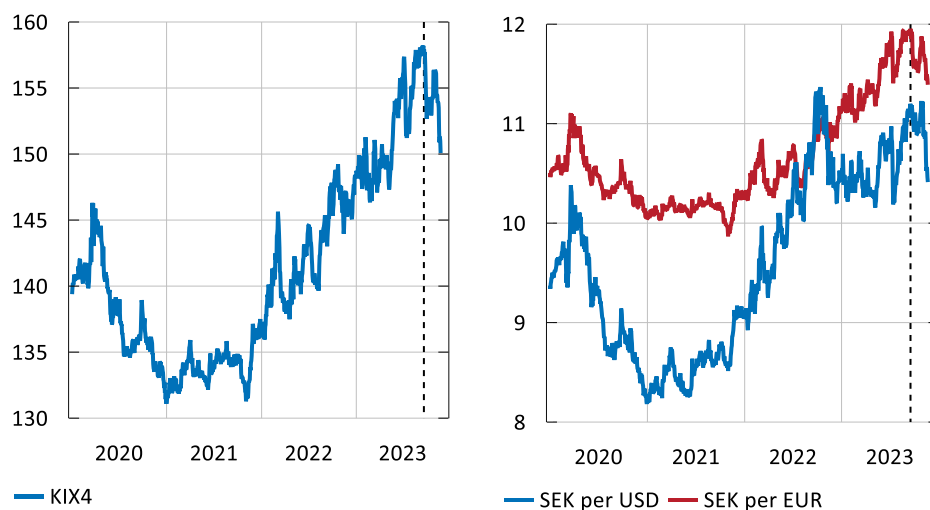
Kronan har stärkts men är fortfarande på svaga nivåer

Sedan början av 2022 har kronan försvagats med ungefär 10 procent, mätt med KIX4 (se diagram 21). Under motsvarande period har också kronans växelkurs sammantaget utvecklats svagare än Riksbankens prognoser (se fördjupningen ”Kronan kommer att stärkas på sikt” i *Penningpolitisk rapport* från september för tänkbara orsaker till denna utveckling).

I samband med det penningpolitiska mötet i september stärktes kronan tydligt mot euron och dollarn och kronkursen har sedan dess fortsatt uppvisa stora rörelser. Kronan stärktes ytterligare i samband med att utfall för den amerikanska arbetsmarknaden och inflationen publicerades i november. De stora rörelserna i samband med dessa händelser illustrerar vilken stor betydelse skeenden i omvärlden har för kronans växelkurs. Sammantaget har kronan under denna period stärkts med ungefär 5 procent mätt med KIX4 men den är fortfarande kvar på svaga nivåer.

Diagram 21. Nominell växelkurs mot KIX4-index samt mot dollar och euro

Index, 1992-11-18 = 100 (vänster) respektive dagliga noteringar (höger)

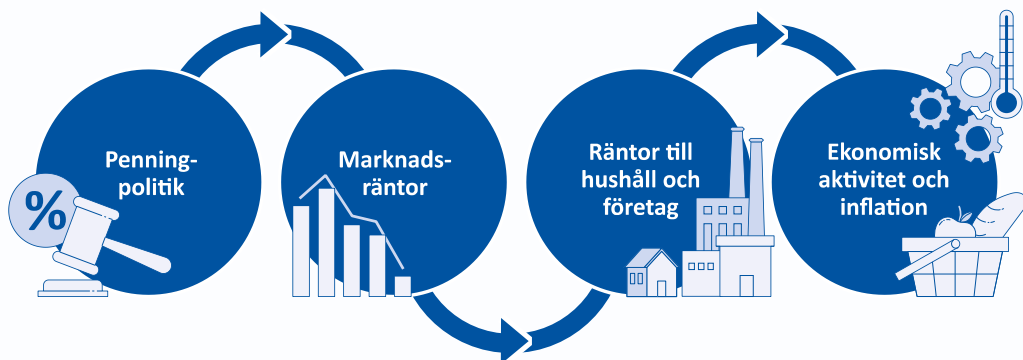


Anm. KIX4 (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot den amerikanska dollarn, euron, det brittiska pundet och den norska kronan. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i september.

Källor: Macrobond Financial AB och Riksbanken.

Transmissionen – från penningpolitik till inflation¹⁷

Styrräntan har en direkt effekt på korta marknadsräntor, som räntorna på interbanklån och statsskuldväxlar. Men förväntningar kring den framtida styrräntan påverkar även utvecklingen av marknadsräntor med längre löptider, som räntorna på statsobligationer, säkerställda obligationer och företagsobligationer. Vissa marknadsräntor påverkar bankernas finansieringskostnader och därigenom också räntorna till hushåll och företag. Dessa räntor påverkar i sin tur konsumtionen och investeringarna och i slutändan inflationen.



2.2 Låg efterfrågan på krediter hos hushåll och företag

Utlånings- och inlåningsräntor har fortsatt stiga

Bankerna finansierar sig genom att ge ut obligationer och andra värdepapper, genom inlåning från allmänheten samt med eget kapital. Inlåningen från hushåll och icke-finansiella företag utgör knappt 40 procent av de svenska storbankernas totala finansiering.¹⁸ Resterande del består framför allt av säkerställda obligationer som utgör den största finansieringskällan för svenska bolån. Vilka räntor som bankerna erbjuder på lån till hushåll och företag beror till stor del på vad det kostar att finansiera lånen. Under året har räntorna på säkerställda obligationer och inlåningsräntor fortsatt att stiga och bidragit till att bankernas finansieringskostnader ökat (se diagram 20 och diagram 22). Sammantaget har detta bidragit till att utlåningsräntor till hushåll och företag har ökat snabbt.

Inlåningsräntorna på bland annat lönekonton har dock höjts betydligt långsammare än styrräntan. Detta har lett till att hushållen har börjat flytta pengar till sparkonton, antingen i samma bank eller till en konkurrerande bank, då dessa erbjuder en högre ränta än de flesta avistakonton.¹⁹ Detta beteende kan öka konkurrensen mellan

¹⁷ Faktarutan beskriver i korthet hur penningpolitiken påverkar inflationen via de räntor som hushåll och företag möter. Men penningpolitiken fungerar även via andra kanaler. En viktig sådan är effekten penningpolitiken har på inflationsförväntningarna, som i sin tur påverkar pris- och lönebildningen. Exempel på ytterligare kanaler är växelkursen och hushållens förmögenheter. Se: <https://www.riksbank.se/sv/penningpolitik/vad-ar-penningpolitik/sa-paverkar-penningpolitiken-inflationen/> för en mer detaljerad beskrivning av transmissionsmekanismen.

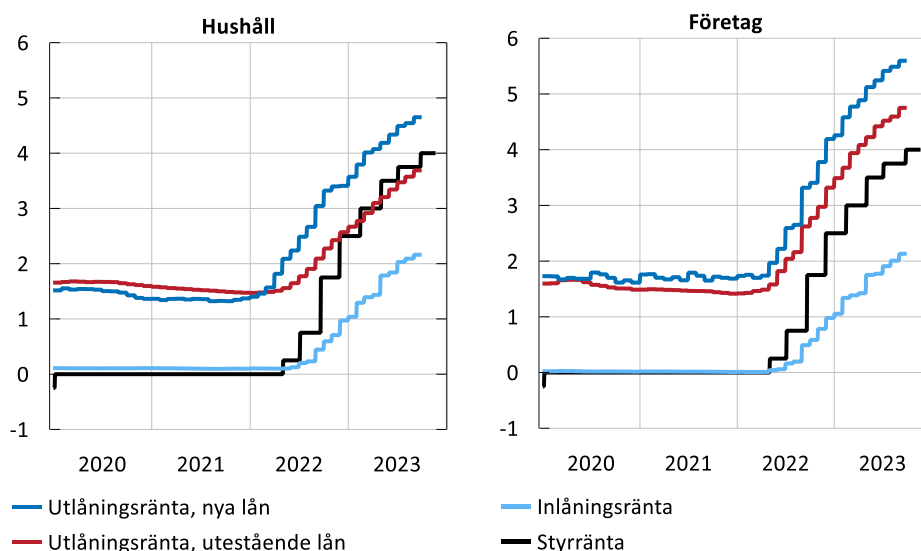
¹⁸ Se fördjupningen "Inlåningen i svenska banker varierar i flyktighet" i *Finansiell stabilitetsrapport*, 2023:2, Sveriges riksbank.

¹⁹ Avistakonton avser konton med inlåning utan överenskommen löptid, uppsägningstid eller betydande restriktioner i uttagsvillkoren. Detta inkluderar exempelvis lönekonton och sparkonton med fria uttag. I den här gruppen av konton återfinns även ISK, depåer samt övriga konton.

banker om allmänhetens inlåning och bidra till att bankerna höjer inlåningsräntorna mer.

Diagram 22. Styrränta samt genomsnittliga in- och utlåningsräntor på nya lån respektive utestående lån

Procent



Anm. Volymviktade medelvärden av in- respektive utlåningsräntor på samtliga löptider. För hushåll avses räntor på lån från monetära finansiella institut, bolånekreditinstitut och alternativa investeringsfonder. Hushållens utlåningsränta avser lån för bostadsändamål. För företag avses lån från monetära finansiella institut. Nya lån avser även omförhandlade lån.

Källor: SCB och Riksbanken.

De svenska hushållens upplåning växer historiskt långsamt

Jämfört med många andra länder har svenska hushåll relativt kort räntebindningstid på sina bolån.²⁰ Ungefär 90 procent av lånevolymen har en återstående bindningstid på två år eller mindre. Andelen hushåll med rörliga lån har också ökat den senaste tiden vilket sannolikt kan förklaras av de ovanligt små ränteskillnaderna mellan lån med korta och långa bindningstider.²¹ Detta gör att styrräntehöjningarna snabbare påverkar hushåll i Sverige jämfört med många andra länder.

Den genomsnittliga räntan på nya och omförhandlade lån har ökat från ungefär 1,4 procent i januari 2022 till drygt 4,7 procent i september 2023. Detta motsvarar ett genomslag av styrräntehöjningarna på omkring 80 procent vilket är i linje med det historiska genomslaget. Den penningpolitiska transmissionen till hushållens bolåneräntor bedöms därför fungera väl. För totala stocken av utestående bolån har den genomsnittliga räntan stigit från ungefär 1,5 procent till ungefär 3,7 procent under

²⁰ Se faktarutan "Penningpolitikens genomslag till räntekänsliga sektorer i europeiskt perspektiv" i *Penningpolitisk rapport*, september 2023, Sveriges Riksbank.

²¹ Se fördjupningen "Allt fler hushåll väljer rörlig ränta" i *Finansiell stabilitetsrapport*, 2023:1, Sveriges Riksbank.

samma period. Denna ränta har inte ökat i samma utsträckning som styrräntan på grund av att det fortsatt finns hushåll som inte behövt omförhandla sina bolån och därför ännu inte påverkas av det högre ränteläget. I takt med att bolånen omförhandlas kommer den fulla förväntade effekten av styrräntehöjningarna i den totala bolånestocken synas först 2025.²²

I takt med att styrräntan och bolåneräntorna höjts har tillväxttakten i hushållens bankupplåning minskat till historiskt låga nivåer (se diagram 23). Omsättningen på bostadsmarknaden har också sjunkit, vilket innebär att det är färre hushåll som tar nya bolån. Därtill innebär prisfallet på bostadsmarknaden att storleken på lånen som hushållen tar tenderar att vara mindre (se kapitel 3).

Kredittillväxten bland företagen fortsätter att dämpas

Svenska företag finansierar sig främst genom banklån. Andelen banklån med räntebindningstider på ett år eller mindre är större för företag än för hushåll, vilket gör att även företag nås av styrränteförändringar snabbt.²³ Den genomsnittliga räntan på nya och omförhandlade lån har stigit från ungefär 1,7 procent till ungefär 5,6 procent, vilket innebär att räntan har stigit i ungefär samma utsträckning som styrräntan (se diagram 22). Transmissionen till företagsräntorna är därmed god och i linje med sitt historiska mönster.

Sedan början av 2022 har företagens genomsnittliga ränta på utestående lån stigit från ungefär 1,4 procent till ungefär 4,7 procent. Det finns dock skillnader beroende på vilken bransch företagen tillhör. Till exempel har den genomsnittliga ränta som bostadsrättsföreningar betalar ökat relativt lite sedan 2022, eftersom deras lån har längre räntebindningstid än många andra företag. I fastighetsbranschen har de genomsnittliga räntorna ökat snabbare (se diagram 24). Skillnaderna inom fastighetsbranschen är dock stora där såväl räntebindningstider på befintliga lån och villkor för nya lån varierar.²⁴ Detta gör att även spannet för de utlåningsräntor som företagen nu betalar varierar stort.

Det senaste året har ökningen i företagens totala upplåning mattats av betydligt. Avmattningen är bred och gäller för samtliga branscher. Den årliga tillväxttakten i bankupplåningen uppgick till 4,0 procent i september. Företagens finansiering via utgivning av räntebärande värdepapper fortsätter att minska (se diagram 23). Högre räntekostnader och sjunkande investeringar bidrar till den lägre kredittillväxten.²⁵

²² Denna bedömning är betingad på att styrräntan ligger kvar på dagens nivå.

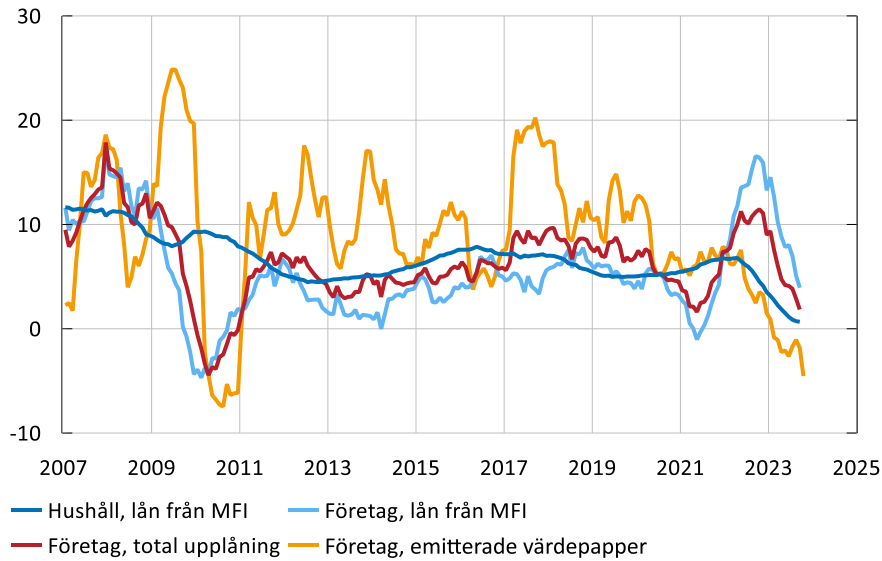
²³ Andelen av icke-finansiella företag som har en återstående räntebindningstid på ett år eller mindre har varit omkring 83 procent under 2023, *Finansmarknadsstatistik*, september 2023, SCB.

²⁴ Se faktarutan "Tudelning i den kommersiella fastighetssektorn" i *Penningpolitisk rapport*, september 2023, Sveriges Riksbank.

²⁵ Se *Finansiell stabilitetsrapport*, 2023:1, Sveriges Riksbank.

Diagram 23. Hushållens och företagens upplåning

Årlig procentuell förändring

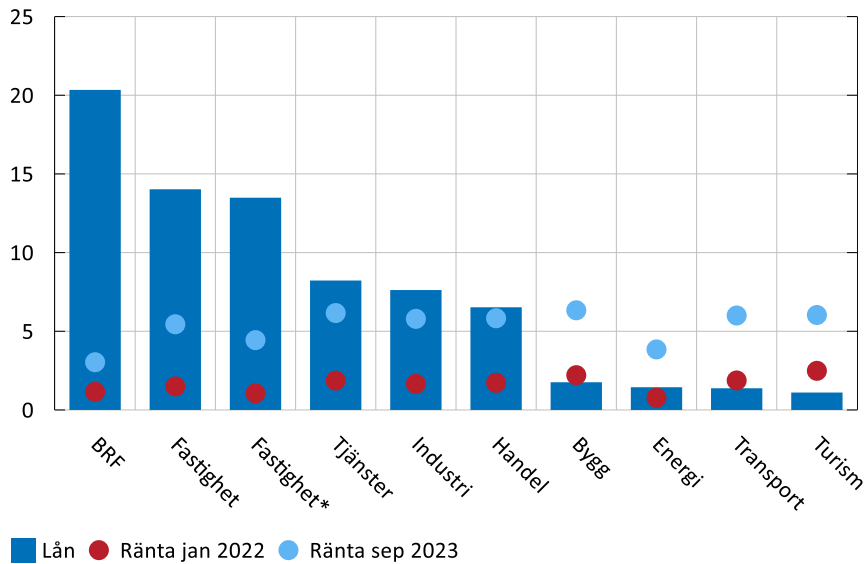


Anm. Monetära finansiella instituts (MFI) utlåning till hushåll och icke-finansiella företag justerad för omklassificeringar samt köpta och sålda lån. De icke-finansiella företagens emitterade värdepapper är valutajusterade. Lån från MFI utgör cirka två tredjedelar av den totala utlåningen till företag medan emitterade värdepapper utgör cirka en tredjedel.

Källa: SCB.

Diagram 24. Banklån och räntor på banklån i olika branscher

Procent respektive procentuell andel av bankernas företagslån



Anm. Diagrammet visar genomsnittlig ränta för alla utestående banklån per januari 2022 och per september 2023. Fastighet* avser kommersiella fastigheter som förvaltar hyresbostäder.

Källor: SCB och Riksbanken.

FAKTA – Riksbankens kvantitativa åtstramning

Många centralbankers balansräkningar har expanderat kraftigt efter den finansiella krisen. En viktig orsak till det är omfattande värdepappersköp. Dessa har varit ett viktigt komplement till låga styrräntor när penningpolitiken behövt bli mer expansiv.²⁶ Nu, när penningpolitiken i stället behöver vara åtstramande, har centralbanker höjt styrräntorna och gradvis börjat minska sina värdepappersinnehav. Processen med minskning av värdepappersinnehav kallas ofta för ”kvantitativ åtstramning”, (på engelska *Quantitative Tightening*, QT). Den kan ske antingen passivt genom att obligationer förfaller eller i kombination med aktiva försäljningar. För en sammanfattning av hur värdepappersminskningen sker i olika centralbanker, se tabell 2.²⁷

Tabell 2. Sammanfattning av centralbankers förändringar i värdepappersinnehav

	Avslutade nettoköp	Passiv minskning via förfall	Aktiva försäljningar
ECB*	Juli 2022	Delvis från mars 2023, helt från juli 2023	-
Federal Reserve	Mars 2022	Delvis från juni 2022	-
Bank of England	December 2021**	Helt från mars 2022	Inleddes oktober 2022
Bank of Canada	November 2021	Helt från april 2022	-
Reserve Bank of Australia	Februari 2022	Helt från maj 2022	-
Reserve Bank of New Zealand	Juli 2021	Helt från juli 2022	Inleddes juli 2022
Riksbanken	December 2021	Delvis från juli 2022***, helt från januari 2023	Inleddes april 2023

Anm. *Avser APP-portföljen. Nettoköp till PEPP-portföljen avslutades mars 2022 och innehavets storlek kommer att behållas intakt t o m slutet av 2024. **Bank of England köpte tillfälligt statsobligationer till följd av marknadssituationen i september 2022 med kraftigt stigande räntor som medförde att brittiska tjänstepensionsföretag drabbades av likviditetsstress. ***Riksbanken slutade köpa statsskuldsväxlar som ersatte förfall från slutet av april 2022.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken.

Riksbanken genomförde förhållandevis stora värdepappersköp, dels under perioden med låg inflation 2015-2017, dels i samband med pandemin 2020-2021 (se diagram 9).²⁸ Utökningen av innehavet avslutades vid årsskiftet 2021/22. I november

²⁶ Se B. Andersson, M. Beechey Österholm och P. Gustafsson (2022), ”Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022”, Riksbanksstudie nr 2, för en diskussion kring detta.

²⁷ I vilken takt värdepappersinnehavet minskar beror främst på genomsnittlig löptid på tillgångarna samt om och i vilken utsträckning det pågår köp som kompenserar för förfallen. Aktiv försäljning bidrar till att snabba på processen genom att obligationer avvecklas innan förfall. Strategin för hur och i vilken takt värdepappersminskningen sker skiljer sig åt mellan olika centralbanker.

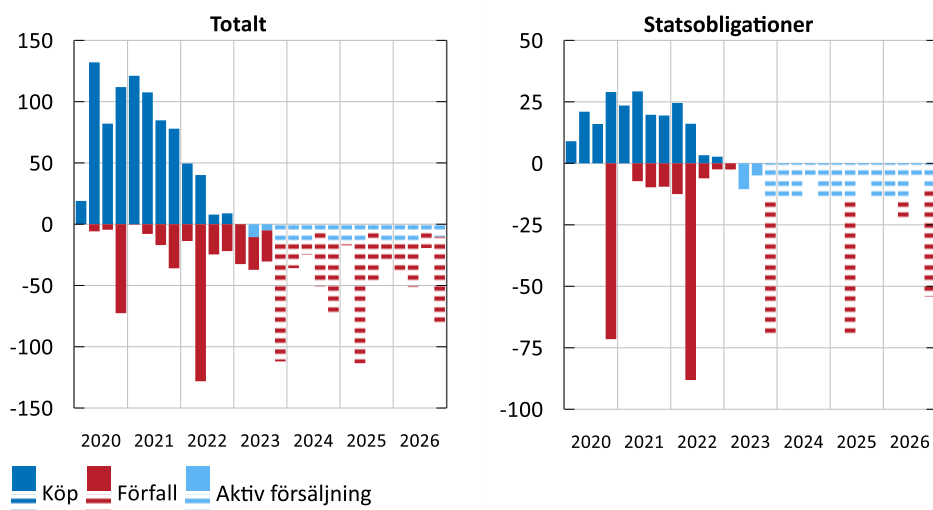
²⁸ 2018–2019 var värdepappersinnehavet ungefär oförändrat eftersom köpen under denna period kompenenserade för förfallen på obligationerna. Vid utgången av 2021, det vill säga vid tidpunkten då nettoköpen avslutades, uppgick Riksbankens värdepappersinnehav till ungefär 17 procent av BNP. Det är i linje med andra centralbanker i små öppna ekonomier som anges i tabell 2, vars värdepappersportföljer uppgick till ungefär 15–20 procent av respektive lands BNP när nettoköpen avslutades. Motsvarande siffra var 35–40 procent för de större centralbanker som anges i tabell 2.

2021 beslutade Riksbanken att köpen under 2022 skulle inriktas på att kompensera för kommande förfall så att innehavet skulle förbli ungefär oförändrat under året. Eftersom inflationen steg kraftigt i början av 2022 började Riksbanken höja styrräntan i april. Samtidigt beslutade direktionen att också minska återinvesteringar av förfall av obligationer så att innehavet minskade under året.²⁹ En ytterligare minskning beslutades i juni 2022. Återinvesteringarna av förfall upphörde helt vid årsskiftet 2022/2023, vilket innebar att innehavet började minska i takt med förfall.

I februari 2023 beslutade direktionen om aktiva försäljningar av statsobligationer med längre löptider till ett nominellt värde av 3,5 miljarder svenska kronor per månad. Beslutet innebar en snabbare avtrappning av innehavet. I juni 2023 beslutade direktionen att utöka de månatliga försäljningarna av statsobligationer till 5 miljarder. Diagram 25 illustrerar normaliseringen av värdepappersportföljen i detalj och visar att nedtrappningen av det totala innehavet främst sker genom förfall. De aktiva försäljningarna utgör dock en betydande andel av minskningen av statsobligationer. Om normaliseringen fortsätter i den nu beslutade takten beräknas innehavet av värdepapper uppgå till 45 miljarder kronor vid slutet av prognosperioden (se diagram 9).

Diagram 25. Förändring i Riksbankens innehav av värdepapper uppdelat i köp, förfall och aktiva försäljningar

Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

Det finns flera skäl till att centralbanker minskar sina värdepappersinnehav. För det första är det naturligt att innehavet förändras över tid beroende på den penningpolitiska inriktningen. Värdepappersköpen tenderar att pressa ned marknadsräntor medan aktiva försäljningar kan medföra högre marknadsräntor. Förändringar i värdepappersportföljen kan därmed komplettera den penningpolitiska inriktningen. Noterbart är dock att nedtrappningen sker i långsammare takt jämfört med köpen under de berörda perioderna. För det andra innebär QT att exponeringen mot olika typer av

²⁹ Beslutet innebar bland annat att innehavet av statsskuldsväxlar avvecklades helt genom förfall från 28 april 2022.

finansiella risker kan minskas. Dessutom kan ett minskat innehav bidra till att öka likviditeten på värdepappersmarknaden. Slutligen skapar QT utrymme att öka innehavet igen om det behövs längre fram.

Det finns få tidigare erfarenheter av QT. De fåtal studier som studerar frågan pekar på att avvecklingen av tillgångar verkar genom delvis andra kanaler än nettoköpen av värdepapper och att effekterna på marknadsräntor uppskattas vara små.³⁰ En viktig förklaring till det är att köpen innehöll en "signal" om styrräntors framtida nivå. Minskningen av innehavet är däremot en normalisering som inte ger någon sådan signal. Den sker också långsammare och under mer gynnsamma marknadsförhållanden. Sammantaget väntas effekterna av QT bli försumbara på de in- och utlåningsräntor som hushåll och icke-finansiella företag möter. Eftersom erfarenheterna är begränsade gör Riksbanken löpande utvärderingar och ändrar vid behov såväl volymer som villkor för fortsatt normalisering av balansräkningen.

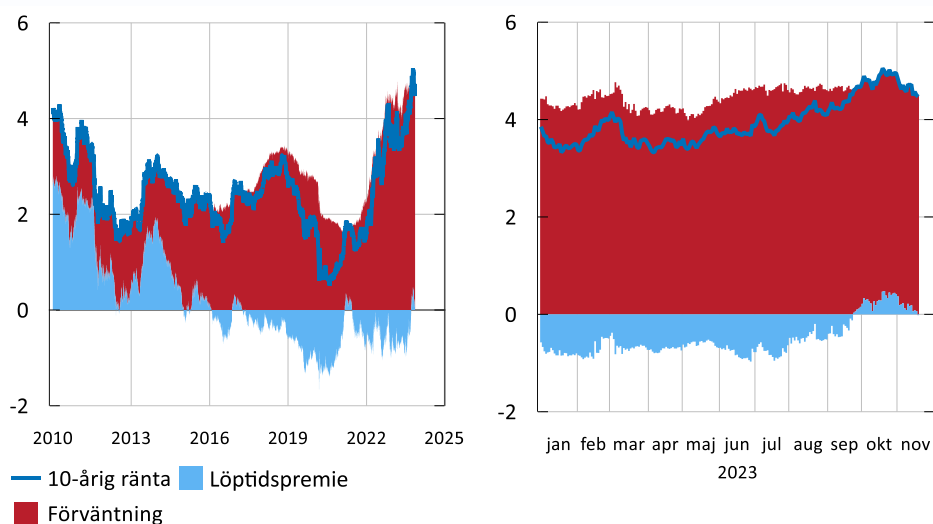
³⁰ Se A.L. Smith och V.J. Valcarcel (2022), "The Financial Market Effects of Unwinding the Federal Reserve's Balance Sheet," *Research Working Paper* RWP 20–23, Federal Reserve Bank of Kansas City. I en empirisk studie, om den amerikanska centralbankens QT under åren 2017–2019, visar författarna att det finns tydliga asymmetrier jämfört med köpen eftersom de har olika egenskaper. B. Wei (2022), "Quantifying "Quantitative Tightening" (QT): How Many Rate Hikes Is QT Equivalent To?," *Working Paper* 2022-08, Federal Reserve Bank of Atlanta, estimerar i ett antal scenarier hur QT påverkar statsobligationer med lång löptid. Effekten varierar beroende på marknadsförhållanden, hur avvecklingen av tillgångar sker och slutligen förändringar i utbudet av statsobligationer.

FAKTA – Stora rörelser i amerikanska långräntor

Under året har marknadsräntor med långa löptider uppvisat stora rörelser. Räntan på amerikanska 10-åriga nominella statsobligationer steg i oktober till över 5 procent (se diagram 19).³¹ Det var den högsta nivån sedan 2007. Även om en del av uppgången har reverserats under den senaste tiden ligger amerikanska räntor med långa löptider fortsatt på betydligt högre nivåer än vad de gjort de senaste åren. Det är inte bara i USA som marknadsräntor med långa löptider har stigit, utan uppgången har i olika utsträckning även skett i andra länder.

Diagram 26. Amerikansk 10-årig nominell statsobligationsränta och dekomponering i förväntningar och löptidspremie

Procent



Anm. Modellen visar den amerikanska 10-åriga statsobligationsräntan och dess dekomponering i förväntningar om korta räntor i framtiden och löptidspremie, båda i procentenheter. Se T. Adrian, R. Crump och E. Moench (2013), "Pricing the term structure with linear regressions", *Journal of Financial Economics* 110(1).

Källa: Federal Reserve Bank of New York

Flera faktorer kan identifieras som drivande bakom denna utveckling. Centralbankernas budskap om att räntor kommer att behöva vara högre under en längre period har fått ett tydligt genomslag på marknaden. Därtill har löptidspremien, den extra avkastning som är förenad med att investera i långfristiga värdepapper, ökat. Detta är ofta ett tecken på ökad osäkerhet på marknaden. Utvecklingen de senaste månaderna tyder på att det snarare är löptidspremien än förväntningar om högre styrränta som drivit uppgången. Att det är löptidspremien som driver uppgången i längre marknadsräntor är en slutsats som också stöds av modellresultat, exempelvis av modellen som gjorts på Federal Reserve Bank of New York.³² Enligt modellen uppgick löptidspremien på en 10-årig statsobligation i oktober till ungefär 0,5 procent

³¹ För en tidigare gjord analys, se även J. Alsterlind (2021), "Varför har de amerikanska långräntorna stigit?", *Ekonomiska kommentarer* nr 6, Sveriges riksbank.

³² Se Federal Reserve Bank of New York: Treasury Term Premia och T. Adrian, R. Crump och E. Moench (2013), "Pricing the term structure with linear regressions", *Journal of Financial Economics* 110(1).

från att ha varit negativ under en längre period (se diagram 26). De senaste veckorna har löptidspremien sjunkit något igen.

Generellt tenderar löptidspremien att stiga i tider av ekonomisk osäkerhet, där faktorer som vanligtvis påverkar en obligations avkastning, så som inflation, ekonomisk tillväxt eller centralbankers agerande, är svårare att förutspå. Det finns också forskning som visar att löptidspremien i en statsobligationsränta är kontra-cyklisk och tenderar att öka när ekonomin hamnar i en recession.³³ Sett ur ett längre historiskt perspektiv har dock löptidspremien varit positiv. Det var först mot slutet av 2010-talet som den blev negativ eller låg nära noll. Att långräntorna stigit, parallellt med en stigande löptidspremie, kan därför också tyda på en normalisering av löptidspremien till en positiv nivå i linje med sitt historiska mönster.

Faktorer som påverkar utbudet och efterfrågan på olika räntebärande värdepapper kan också bidra till att öka eller minska löptidspremien.³⁴ Nedgraderingen av amerikanska statens kreditbetyg och förväntningar om ett högre utbud av statsobligationer med långa löptider kan ha inverkat negativt på investeringsviljan och medfört att den minskat. Därtill har Federal Reserve, tillsammans med andra centralbanker, minskat eller helt upphört med sina tillgångsköp och drar i stället ner på sitt innehav. När utbudet av obligationer ökar tenderar priset på obligationer att sjunka och investerarna kräver därmed högre avkastning för att de ska vara villiga att hålla ytterligare obligationer i sina portföljer.

Sedan centralbankerna började strama åt ekonomin och höja räntorna har dessutom korrelationen mellan avkastningen på obligationer och aktier stigit och blivit positiv, en korrelation som annars brukar vara negativ. Detta kan betyda att investerare nu kräver högre ersättning för att investera i obligationer än vad de krävde tidigare, för att kompensera för den högre korrelationen och därmed ökade risken.

³³ Se T. Adrian, R. Crump och E. Moench (2013), "Pricing the term structure with linear regressions", *Journal of Financial Economics* 110(1).

³⁴ Se D. Vayanos och J.-L. Vila (2021), "A preferred-habitat model of the term structure of interest rates", *Econometrica* 89(1).

3 Inflationen sjunker och konjunkturen i Sverige och omvärlden mattas av

Den åtstramande penningpolitiken har bidragit till att inflationen nu tydligt är på väg ner i Sverige och omvärlden. Prisökningstakten på många varor och tjänster är dock fortfarande högre än normalt i Sverige. Jämfört med omvärlden har dessutom nedgången av den underliggande inflationen varit något trögare här. Men samtidigt har prisförändringar som mäts över kortare tidsperioder än ett år sjunkit snabbt. Det tyder på att inflationstrycket är lägre, och olika indikatorer pekar på att det kommer dämpas ytterligare framöver.

Inbromsningen i den svenska ekonomin blir samtidigt allt tydligare. Detsamma gäller för tillväxten i euroområdet som har dämpats i takt med att penningpolitiken har stramats åt under det senaste året. Ekonomin i USA är dock fortsatt stark. I många länder finns allt tydligare tecken på att arbetsmarknaden kyls av. Riksbanken bedömer ändå att konjunkturförsvagningen blir relativt kortvarig och att både produktion och sysselsättning stärks gradvis från och med andra halvåret nästa år.

3.1 Inflationen fortsätter ned i Sverige och omvärlden

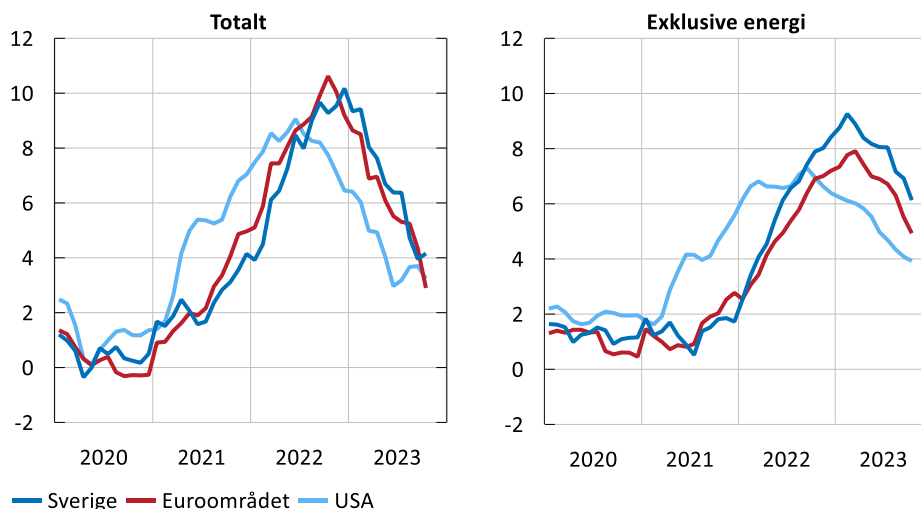
Successivt lägre inflationsutfall

I Sverige uppgick inflationen mätt med KPIF till 4,2 procent i oktober. Liknande mått för euroområdet och USA uppgick till 2,9 respektive 3,2 procent (se vänstra bilden i diagram 27). Lägre energipriser är en viktig orsak till att prisökningarna gått ner men även om man exkluderar de direkta effekterna av energipriserna har inflationen sjunkit, om än inte lika snabbt.³⁵ Ökningstakten i KPIF exklusive energi uppgick till 6,1 procent i oktober. Utvecklingen av motsvarande mått för euroområdet och USA liknar den i Sverige, men nedgången i inflationen har kommit längre där. Det gäller speciellt i USA där prisökningstakten steg tidigare och inflationen var hög redan mot slutet av 2021 (se högra bilden i diagram 27).

³⁵ Om man rensar för de direkta effekterna exkluderar man sådana index som mäter prisutvecklingen på framför allt drivmedel och elektricitet. Lägre energipriser leder på sikt också till en lägre prisökningstakt på övriga varor och tjänster.

Diagram 27. Inflationen i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring



Anm. Avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för USA.

Källor: Eurostat, SCB, U.S. Bureau of Labor Statistics och Riksbanken.

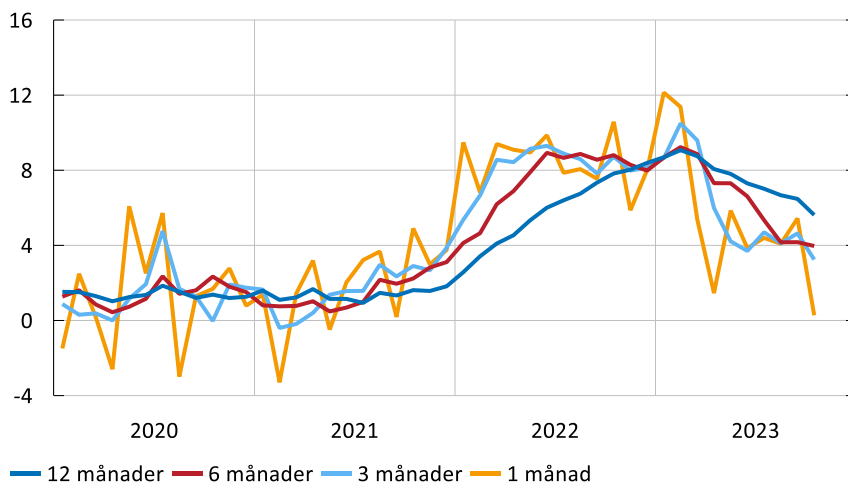
Att inflationen har dämpats blir ännu tydligare om man studerar prisförändringar som mäts över kortare tidsperioder än ett år. Diagram 28 visar säsongrensade prisförändringar på 1, 3, 6 och 12 månaders sikt uppräknat till årstakt för KPIF exklusive energi och utrikes resor. Prisökningstakten över 12 månader ligger högst, men har sjunkit gradvis under året. Prisförändringar över kortare tidsperioder har kommit ned snabbare och är nu på lägre nivåer. Inflationen har alltså dämpats oavsett vilken tids-horisont man studerar och om denna utveckling håller i sig så kommer även 12-månaderstalen fortsätta att sjunka gradvis.³⁶ Även i euroområdet och USA är tre-månadersförändringen för inflationen exklusive energi nu tydligt lägre än under våren 2023 (se diagram 29). I Sverige har prisökningstakten enligt detta mått varit högre än motsvarande mått i euroområdet och USA 2022 och 2023. Den senaste tiden har dock utvecklingen i Sverige närmast sig den i omvärlden och ligger nu även relativt nära vad som är förenligt med inflationsmålet.³⁷

³⁶ Säsongrensade data ska tolkas med försiktighet, eftersom de kan vara missvisande när man försöker tolka den historiska utvecklingen. Det gäller speciellt de sista observationerna i tidsserien.

³⁷ I USA hålls prisökningstakten också uppe av tidigare höjningar i boendekostnaderna. Riksbanken bedömer att effekterna av dessa kommer att fortsätta klinga av.

Diagram 28. KPIF exklusive energi och utrikes resor

Årlig procentuell förändring respektive 1-, 3- och 6-månadsförändring i uppräknad årstakt

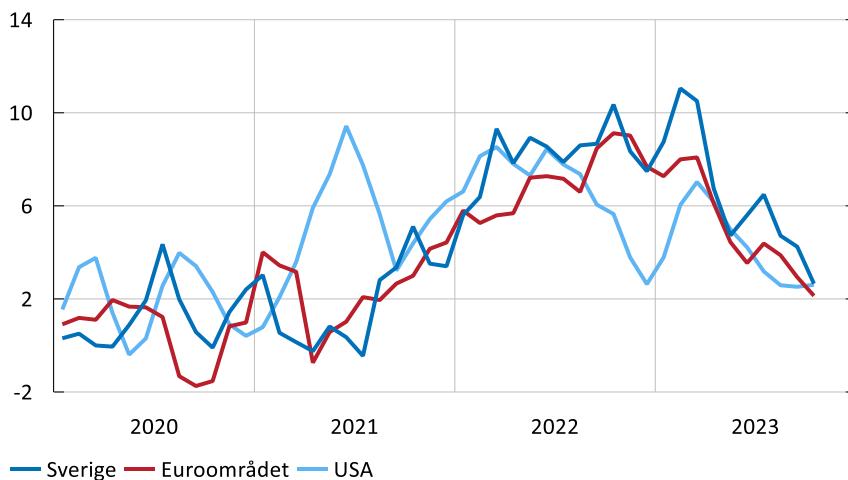


Anm. Säsongsrensade data.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 29. Inflationen exklusive energi

Tremånadersförändring i uppräknad årstakt, säsongsrensade data



Anm. Avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för USA.

Källor: Eurostat, SCB, U.S. Bureau of Labor Statistics och Riksbanken.

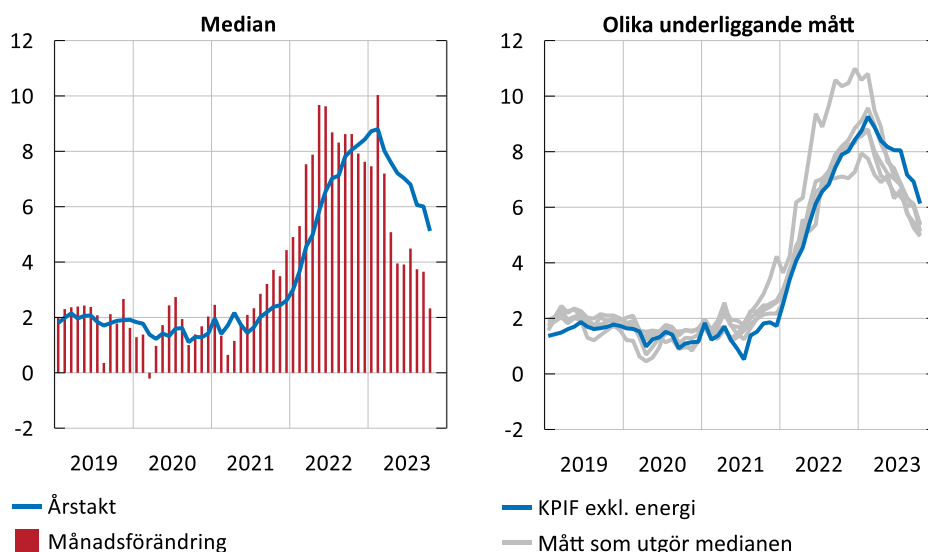
Ett sätt att beräkna mått på underliggande inflation är att ta bort vissa förutbestämda undergrupper i KPIF där prisvariationerna anses vara mer tillfälliga än i övriga undergrupper. KPIF exklusive energi är ett exempel på ett sådant mått. Ett annat sätt är att med hjälp av statistiska metoder försöka minska betydelsen av undergrupper i KPIF vars priser varierar kraftigt.

Liksom KPIF exklusive energi visar också andra mått på underliggande inflation att prisökningstakten har dämpats. Medianen av fem olika mått har vänt ned under den

senaste tiden (se vänstra bilden i diagram 30).³⁸ Även här ser man att prisförändringar över kortare tidsperioder än ett år, röda staplar, har dämpats successivt i Sverige under det senaste året och medianen uppgick till strax över 2 procent i oktober. Av de olika måtten som ingår i beräkningen av medianen är det sedan en tid tillbaka KPIF exklusive energi som ligger högst (se högra bilden i diagram 30).

Diagram 30. Mått på underliggande inflation i Sverige

Årlig procentuell förändring respektive månadsförändring i uppräknad årstakt



Anm. Röda staplar avser ett tre månaders medelvärde av säsongrensade månadsförändringar, i uppräknad årstakt. Linjer i båda bilderna avser årlig procentuell förändring.

Källor: SCB och Riksbanken.

Lägre prisökningstakt på livsmedel och övriga varor ...

Penningpolitiken har bidragit till att inflationen i Sverige har dämpats den senaste tiden men det finns skillnader i prisutvecklingen mellan olika undergrupper. Prisökningstakten på livsmedel har sjunkit i Sverige och omvärlden, även om de fortfarande är höga (se diagram 31). Nedgången beror på att efterfrågan är lägre, vilket har bidragit till ökad konkurrens. Det i sin tur har gjort det svårare för företag att fortsätta att höja priserna mycket. Dessutom är råvarupriserna nu lägre och produktionskostnaderna har dämpats.

Obalanserna mellan utbud och efterfrågan har mildrats och detta, tillsammans med samma faktorer som förklarar nedgången i ökningstakterna för livsmedelspriserna, kan även förklara varför prisökningstakten för övriga varupriser i Sverige och omvärlden bromsat in. I Sverige har inflationsnedgången varit något långsammare än i omvärlden, vilket sannolikt hänger samman med att kronan har försvagats och att

³⁸ I beräkningen av medianen ingår Trim85, Trim1 (eller viktad medianinflation), UND24, KPIFPC och KPIPV. Det går att läsa mer om dessa mått på Riksbankens hemsida: <https://www.riksbank.se/sv/statistik/makroindikatorer/underliggande-inflation/>.

importerade varor och tjänster har blivit dyrare (se fördjupningen ”Kronans genomslag på inflationen tycks vara ovanligt stort” i denna rapport).

... samtidigt som tjänstepriserna fortsätter att stiga relativt snabbt

Tjänstepriserna är den undergrupp som nu bidrar mest till den fortsatt höga KPIF-inflationen i Sverige (se diagram 4).³⁹ I USA, där ökningstakten i tjänstepriserna nu har sjunkit gradvis, bidrar stora hyreshöjningar till prisökningstakten medan ökningstakten i övriga tjänstepriser har fallit mer tydligt. I Sverige och euroområdet, där ökningstakten i tjänstepriserna inte har sjunkit så mycket än, är det i stället priser på andra tjänster som har fortsatt att stiga.⁴⁰ Att en stark efterfrågan är en sannolik förklaring till den svenska utvecklingen märks till exempel på de relativt snabba prisökningarna inom de tjänstebranscher som har klarat sig bra efter pandemin. Ett exempel är hotell- och restaurangbranschen. I Sverige har också effekten av stora pandemirelaterade viktjusteringar inom tjänsteprisaggregatet, framför allt på utrikes resor, drivit upp den årliga prisökningstakten under 2023. Den effekten har börjat klinga av nu, men om man rensar för den här viktjusteringen blir ökningstakten i tjänstepriserna ändå en hel procentenhet lägre (se diagram 35).⁴¹

Företagens prishöjningar kan antingen bero på att deras marginalkostnader ökat eller att de har ökat prispåslaget utöver kostnaderna.⁴² Enligt Konjunkturbarometern är det främst faktorer som kan sorteras in under begreppet kostnader som har bidragit till högre försäljningspriser inom tjänstesektorn under 2021-2023. De inhemska kostnaderna förklarar det mesta av uppgången i tjänstepriserna, men högre importkostnader har också bidragit. Faktorer som kan sorteras in under begreppet prispåslag, det vill säga bland annat efterfrågan, ger nu enligt företagens svar i barometern ett litet negativt bidrag. Dessa faktorer har dock spelat en mycket mindre roll för prisförändringarna de senaste åren enligt den här undersökningen (se diagram 32).

³⁹ När man jämför tjänstepriser bör man notera att både innehållet och vikten i det prisaggregatet skiljer sig åt mellan olika länder och regioner, vilket kan förklara skillnader i utvecklingen.

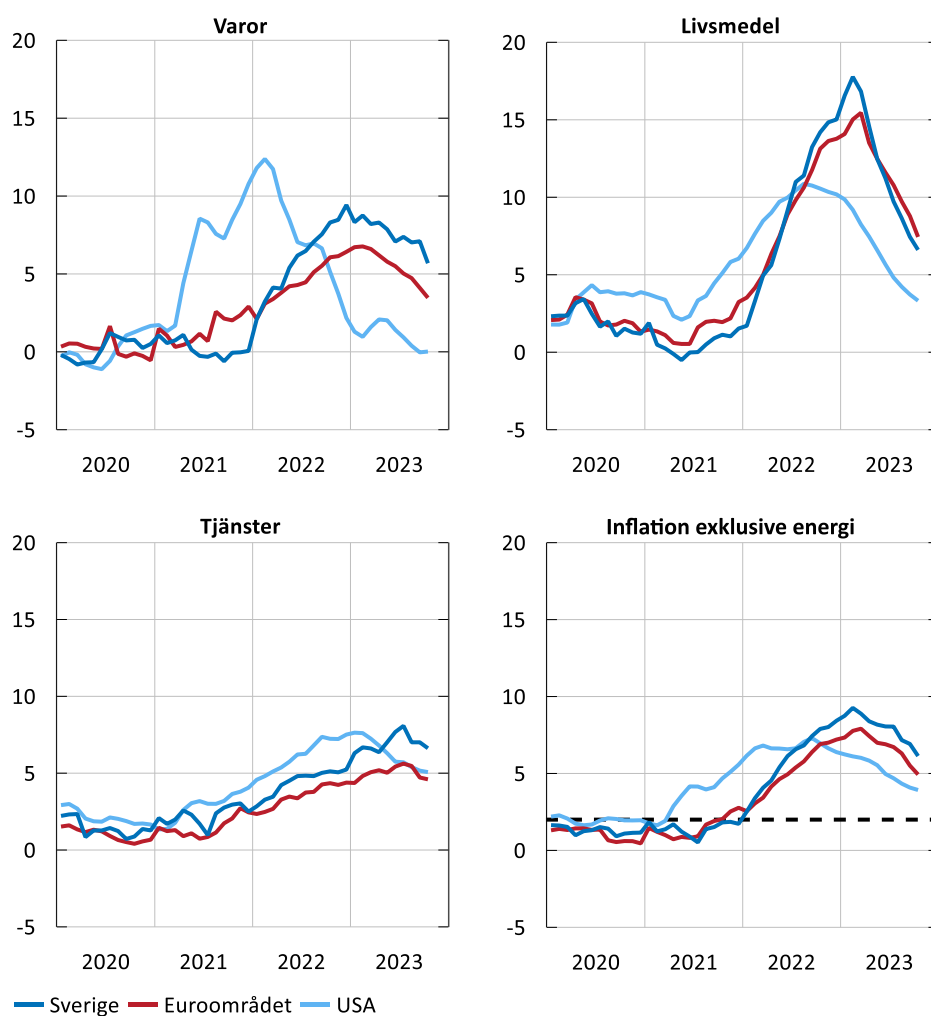
⁴⁰ I Sverige och euroområdet har boendekostnader en mindre vikt än i USA och de har inte heller stigit lika mycket.

⁴¹ Viktjusteringarna förklaras i sin tur av ändrade konsumtionsbeteenden under pandemin. Ett exempel är utrikes resor där tydliga säsongsvariationer i priserna över året i kombination med viktförändringar bidragit till en högre beräknad prisökningstakt i aggregatet tjänster under sommaren.

⁴² För en diskussion kring den här enkla teoriramen se fördjupningen ”Prisökningarna sprider sig i ekonomin”, *Penningpolitisk rapport*, juni 2023, Sveriges riksbank.

Diagram 31. Prisutveckling i Sverige och omvärlden

Årlig procentuell förändring

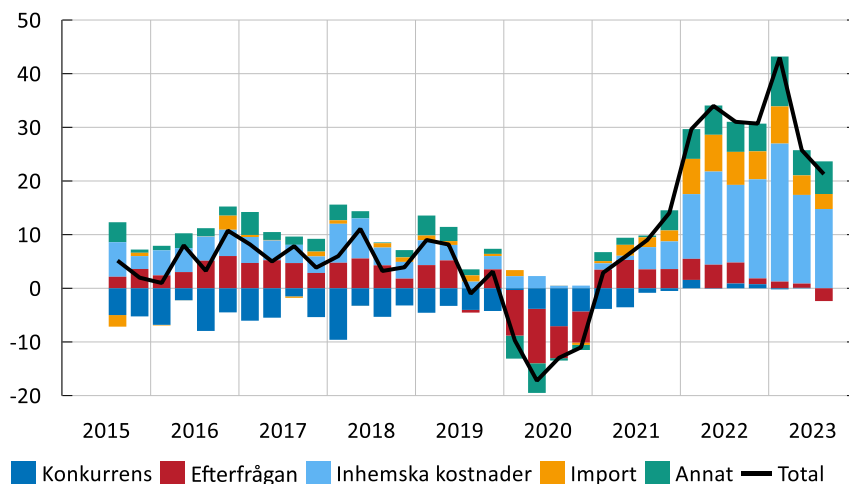


Anm. Avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för USA. Den svarta, streckade linjen markerar 2 procent.

Källor: SCB, Eurostat och U.S. Bureau of Labor Statistics.

Diagram 32. Drivkraften bakom prisförändringar bland företag i tjänstesektorn

Netttotal



Anm. Företagen i tjänstebranscherna svarar på om priserna har stigit eller sjunkit det senaste kvartalet och anger vilken faktor som varit den viktigaste för att förklara prisutvecklingen.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Inflationen dämpas ytterligare i Sverige och omvärlden

Inflationen väntas fortsätta att sjunka i år. Störningarna i världshandeln har klingat av sedan en tid tillbaka enligt olika indikatorer.⁴³ Flera råvarupriser är nu också tydligt lägre än under pandemin 2021 och efter Rysslands invasion av Ukraina våren 2022. En annan viktig bidragande orsak till att inflationen sjunker är nedgången i energipriserna, som är lägre idag än för ett år sedan.⁴⁴ Detta har antagligen också bidragit till att kostnads- och pristrycket mattats av i tidigare led i produktionskedjan, vilket bör ha påverkat andra konsumentpriser indirekt, till exempel inom livsmedelsindustrin.⁴⁵

Ökningstakten i producentpriserna för konsumtionsvaror har dämpats i flera länder. Det gäller även i Sverige där det främst är priserna på de importerade konsumtionsvarorna som har skapat en viss volatilitet i producentpriserna den senaste tiden. Därtill pekar svaren i enkätundersökningar från detaljhandeln på att andelen företag som planerar att höja sina priser sjunker gradvis, även om andelen fortfarande är högre än innan inflationen tog fart (se diagram 33).

I Riksbankens senaste företagsundersökning uppger flera företag, speciellt inom handeln, att de inte längre planerar att fortsätta höja försäljningspriserna. Bland övriga företag är osäkerheten större, men generellt uppger man att kostnadstrycket överlag har dämpats sedan i våras.⁴⁶

⁴³ Här avses olika indikatorer som speglar hur väl de globala leveranskedjorna fungerar.

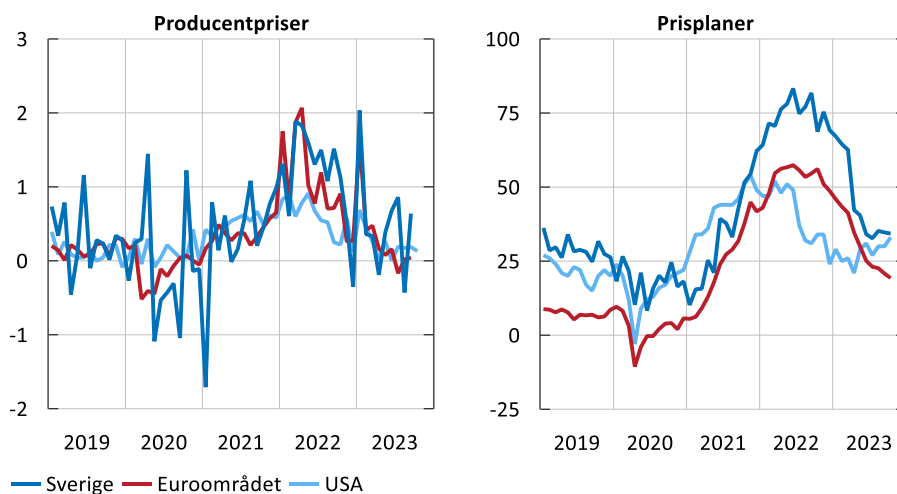
⁴⁴ Det gäller speciellt elpriser.

⁴⁵ Svängningar i energipriserna brukar påverka hela leveranskedjan inom livsmedelsindustrin, från gårdsproduktionen till transport och bearbetning, lagring och försäljning.

⁴⁶ Se "Vassare konkurrens pressar priserna", *Riksbankens företagsundersökning*, september 2023, Sveriges riksbank.

Diagram 33. Producentpriser för konsumtionsvaror och prisplaner

Månatlig procentuell förändring (vänster) och netttotal (höger)



Anm. Säsongsrensade data (vänster). Nettotalen anger hur många företag som planerar att höja sina priser minus hur många som planerar att sänka dem (höger).

Källor: SCB, Konjunkturinstitutet, Europakommissionen, Eurostat och U.S. Bureau of Labor Statistics.

Penningpolitiken leder till att inflationen sjunker och närmar sig målet nästa år

Efterfrågan dämpas nu i Sverige och omvärlden, till följd av de snabba penningpolitiska åtstramningarna, och detta bidrar till en successivt lägre inflation. Riksbanken bedömer att resursutnyttjandet i Sverige sjunker och blir lägre än normalt under 2024 och 2025. Löneavtalen och löneökningen utöver avtal tyder dessutom på att lönerna och arbetskostnaderna per producerad enhet kommer att stiga i en takt som, givet den ekonomiska utvecklingen i övrigt, är förenlig med att inflationen faller tillbaka mot målet (se avsnitt 3.2 i detta kapitel för en mer ingående beskrivning av den realekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden).

I och med att kostnadsökningarna blir lägre, efterfrågan svagare och inflationen i omvärlden faller snabbt väntas företagen inte fortsätta att höja priserna i lika mycket som tidigare. De långsiktiga inflationsförväntningarna ligger dessutom väl förankrade nära 2 procent, vilket tyder på att ekonomins aktörer har ett starkt förtroende för inflationsmålet. Riksbanken bedömer dessutom att kronan är undervärderad och kommer att stärkas gradvis de kommande åren, vilket också bidrar till att dämpa inflationen (se diagram 34).⁴⁷

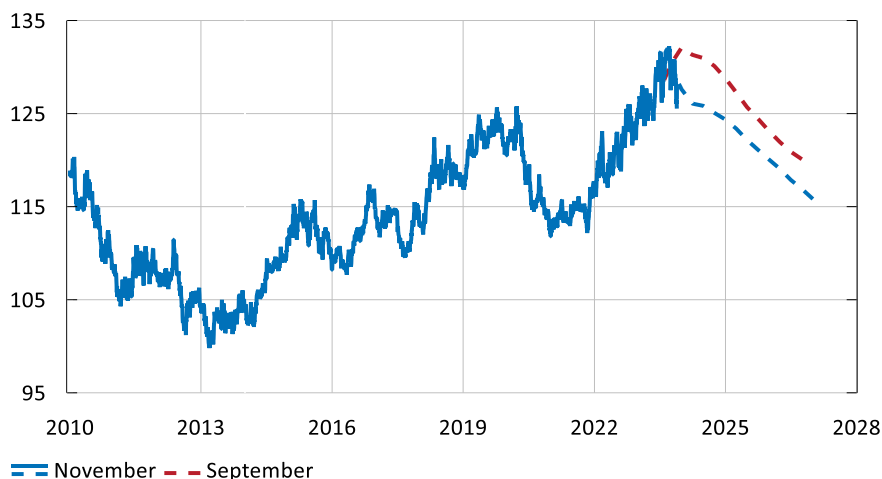
⁴⁷ Se fördjupningen "Kronan kommer att stärkas på sikt", *Penningpolitisk rapport*, september 2023, Sveriges riksbank.

Hyror och avgifter i bostadsrättsföreningar bedöms däremot fortsätta att öka ovanligt snabbt de närmaste åren, vilket har en motsatt effekt på prisökningstakten för tjänster. Ökningstakten i tjänstepriserna väntas ändå bli lägre i takt med att penningpolitiska åtstramningar och fortsatt låga realinkomster dämpar efterfrågan bland hushållen (se diagram 35).

Sammantaget bedöms detta innebära att inflationen mätt med både KPIF och KPIF exklusive energi fortsätter falla och hamnar nära 2 procent under andra halvåret 2024 (se diagram 36). Den månatliga procentuella förändringen i KPIF exklusive energi väntas vara något högre än normalt ytterligare några månader (se diagram 35). KPIF-inflationen väntas däremot falla snabbt, eftersom energipriserna ger ett negativt bidrag under större delen av prognosperioden. KPI-inflationen ligger högre än de andra inflationsmått under 2024 och 2025, eftersom bostadsräntorna ger ett positivt bidrag.

Diagram 34. Nominell växelkurs

Index, 1992-11-18 = 100

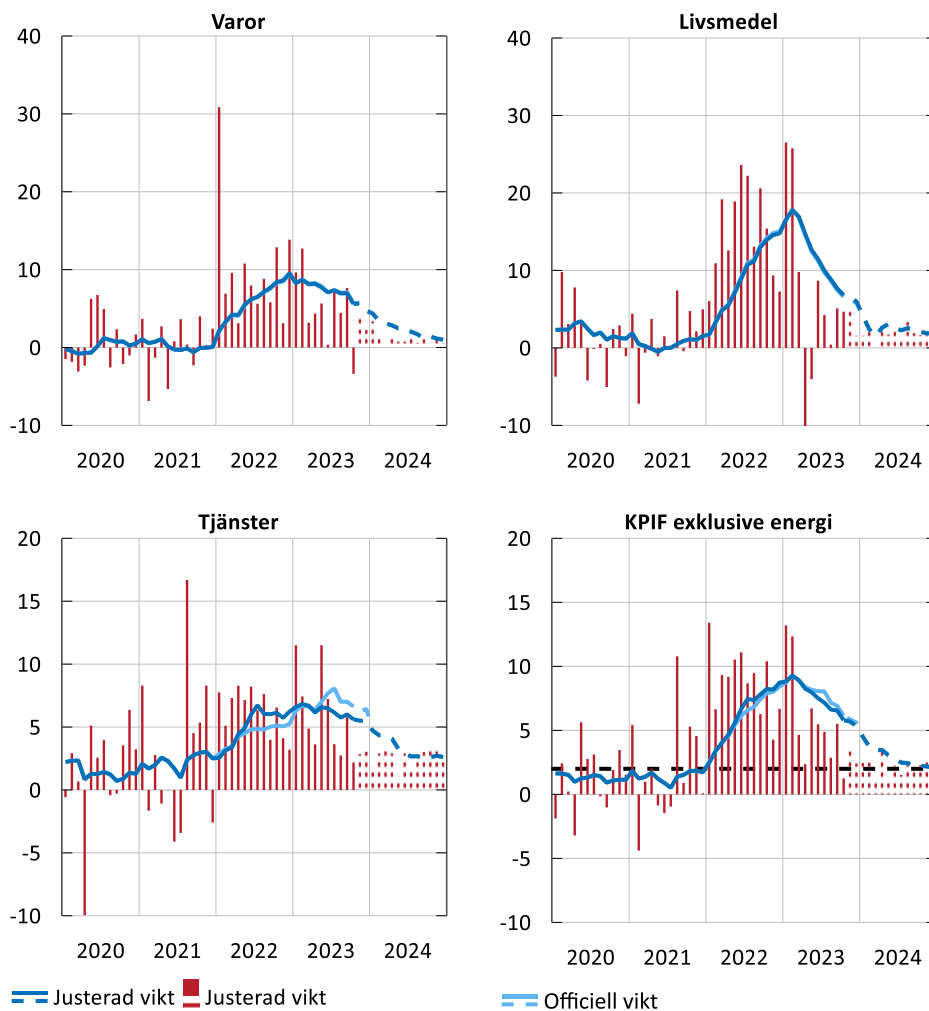


Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i 32 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Sedan den 28 mars 2022 är indexet beräknat mot 31 länder då den ryska rubeln exkluderats ur indexet. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser prognos.

Källa: Riksbanken.

Diagram 35. KPIF exklusive energi och undergrupper

Årlig procentuell förändring (linje) respektive månatlig procentuell förändring i säsongsrensats index uppräknade till årstakt (stapel)

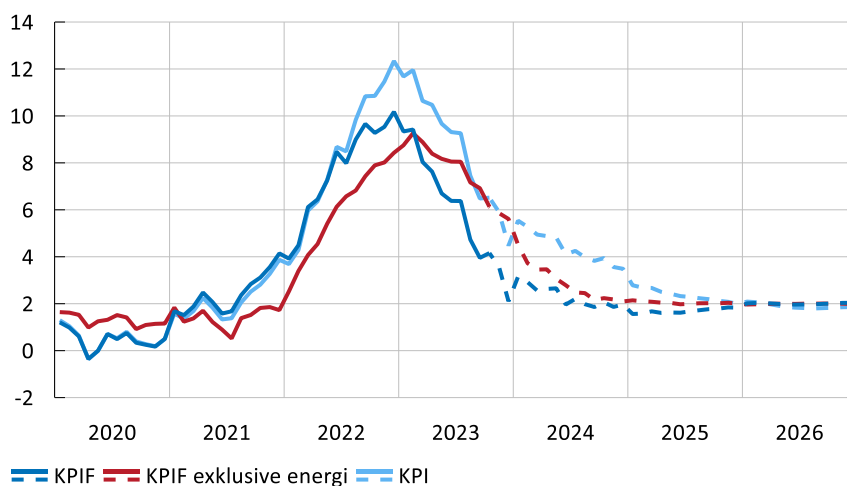


Anm. För att bättre kunna särskilja hur index påverkas av rena prisförändringar och sådana förändringar i index som uppstår på grund av den så kallade korgeffekten visas också ett justerat index i bilderna (mörkblå linjer). I det justerade indexet används 2023 års så kallade år- till- månad-vikter för hela perioden 2022–2024. Den svarta streckade linjen i nedre högra bilden visar 2 procent.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 36. KPIF, KPIF exklusive energi och KPI

Årlig procentuell förändring



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

3.2 Konjunkturer har mattats av i Sverige

Inbromsningen verkar gå snabbare i Sverige och euroområdet än i USA

Konjunkturutvecklingen har den senaste tiden varit svagare i Sverige och euroområdet jämfört med USA. I Sverige, som hade en stark återhämtning efter pandemin, sjönk BNP-tillväxten redan i mitten av 2022 medan den mattades av något senare i euroområdet. I USA har ekonomin däremot fortsatt att växa starkt (se diagram 37).

En viktig orsak till detta är att delar av den svenska ekonomin är mer räntekänslig. Hushåll och i viss mån företag, framför allt vissa fastighetsföretag, är högt skuldsatta och har en stor andel rörliga lån vilket gör att de snabbt nås av ränteförändringar (se avsnitt 2.2 i kapitel 2). Hushållens konsumtion har minskat tydligt i Sverige sedan räntehöjningarna inleddes 2022 och utvecklingen är svag både ur ett historiskt perspektiv och jämfört med andra länder.⁴⁸ Dessutom har bostadsinvesteringarna fallit markant eftersom räntehöjningarna successivt dels har dämpat efterfrågan på nya bostäder, dels har ökat bostadsbolagens finansieringskostnader (se diagram 3). Svensk export har däremot utvecklats relativt väl och bidragit till att hålla tillväxten uppe.

Sveriges BNP var oförändrad under tredje kvartalet i år, säsongrensat och jämfört med föregående kvartal, enligt preliminära utfall. Indikatorer visar att hushållens konsumtion utvecklades något starkare än tidigare kvartal och bidrog därmed positivt till BNP. Enligt preliminära siffror sjönk BNP i euroområdet med 0,1 procent under

⁴⁸ En del av sparandet kommer dock att kunna användas i år på samma sätt som ifjol, vilket bidrar till att hålla konsumtionen uppe trots att inkomstutvecklingen är svag. Bedömningen är att bufferten som skapades av överkottssparandet fortfarande är relativt intakt.

tredje kvartalet samtidigt som motsvarande siffra i USA var en uppgång med 1,2 procent. I USA bidrog inte minst hushållens konsumtion till den starka utvecklingen.

Det syns tecken på att arbetsmarknaden i Sverige har kylts av

Likt BNP blev återhämtningen på den svenska arbetsmarknaden stark efter pandemin. Och arbetsmarknaden har varit fortsatt stark till och med första halvåret i år trots den snabba åtstramningen av penningpolitiken. Det finns flera förklaringar till detta. En är att reallönerna har sjunkit i takt med att inflationen stigit. Det i sin tur har inneburit att kostnaden för arbetskraft har blivit lägre i förhållande till kostnaden för kapital, och detta kan ha bidragit till att stärka efterfrågan på arbetskraft. En annan förklaring kan vara att fler företag väljer att behålla sin arbetskraft trots att de förväntar sig lägre efterfrågan och produktion. Förklaringen kan vara att företagen vill undvika den situation som uppstod efter pandemin då det var svårt att rekrytera personal med rätt kompetens. Dessutom har den sysselsättningsintensiva tjänstesektorn haft en stark återhämtning efter pandemin och demografiska faktorer gör att efterfrågan på arbetskraft är god inom offentlig sektor, bland annat inom vården och omsorgen.⁴⁹

Men nu syns tecken på att arbetsmarknaden i Sverige har kylts av. Arbetslösheten enligt SCB:s arbetskraftsundersökningar (AKU) har stigit, även om utvecklingen är volatil och relativt svårtolkad (se diagram 38). Arbetslösheten enligt Arbetsförmedlingen steg också något ytterligare i oktober och uppgår nu till 6,5 procent. Varslen var fler i oktober än i september, och trenden har varit svagt stigande ett tag. Andra indikatorer, som antalet nyanmälda lediga platser, sjönk relativt mycket i oktober och pekar också på att den starka efterfrågan på arbetskraft har dämpats. Vidare har konkurserna ökat, men antalet anställda som har drabbats av dessa är fortfarande relativt litet.⁵⁰

Även i USA och euroområdet finns det nu tecken på att det börjar mattas av. I USA är arbetslösheten fortfarande låg, men steg något i utfallet för oktober samtidigt som sysselsättningsökningen blev något lägre än månaderna innan. I euroområdet är dock arbetslösheten kvar på de låga nivåer som nåddes under inledningen av 2023, mycket tack vare att sysselsättningen utvecklats väl (se diagram 38). Antalet vakanser har visserligen fortsatt att falla i både USA och euroområdet under året, men ligger fortfarande på höga nivåer. Det tyder på att efterfrågan på arbetskraft, trots en viss avkylning, ännu är hög. Det sammanvägda sysselsättningsindexet enligt S&P Global sjönk dock under 50 för euroområdet i oktober, vilket är första gången sedan i början på 2021. Utvecklingen inom euroområdet skiljer sig dock mellan länder. I exempelvis Tyskland, där industrisektorn går tydligt sämre än den svenska, är utvecklingen på

⁴⁹ Se fördjupningen "Stark arbetsmarknad i Sverige och omvärlden", *Penningpolitisk rapport*, juni 2023, Sveriges riksbank. Indikatorer i Konjunkturbarometern och svaren i enkätundersökningar från Svenskt Näringsliv och Unionen tyder också på det finns inslag av hamstring av personal på svensk arbetsmarknad nu.

⁵⁰ Under pandemin fick flera företag uppskov med skatten och det finns fortfarande företag som inte har betalat av den skulden. Den totala skulden har också ökat i år. Det här kan leda till att antalet konkurser stiger.

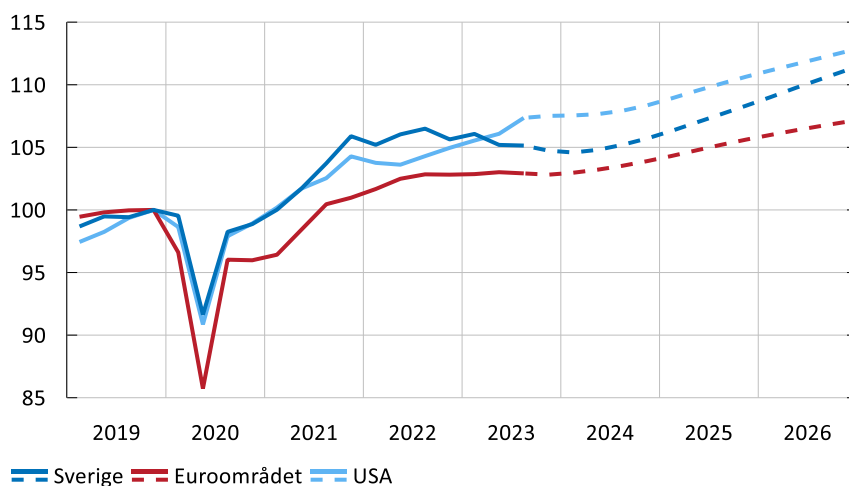
arbetsmarknaden betydligt svalare, med exempelvis stigande arbetslöshet, än i euro-områdets som helhet. Även i Frankrike har arbetslösheten stigit den senaste tiden.

I Sverige steg löneökningstakten under första halvåret i år, men den är ändå tydligt lägre än i euroområdet och USA. Enligt vissa indikatorer har löneökningstakten dämpats gradvis i euroområdet trots en fortsatt stark arbetsmarknad. Detsamma gäller i USA, men där är nedgången i lönerna mer entydig enligt flera källor.

Mätt med BNP-gapet är resursutnyttjandet lägre än normalt i Sverige, medan sysselsättningsgapet tyder på att resursutnyttjandet fortfarande är högre än normalt (se diagram 39). Sammantaget tyder olika indikatorer på att resursutnyttjandet har sjunkit och att det nu är nära normala nivåer.⁵¹

Diagram 37. BNP i Sverige och omvärlden

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



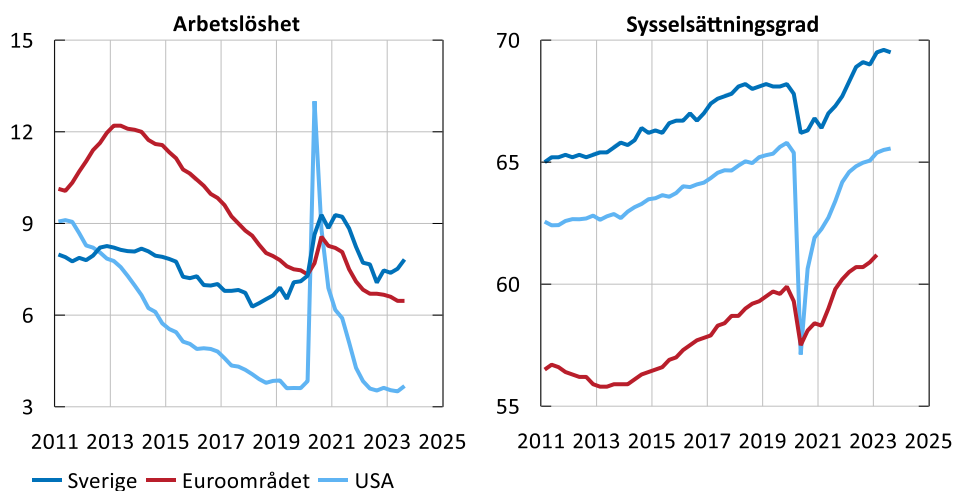
Anm. Helledragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Det sista utfallet för Sverige (2023 kv3) är baserat på det månatliga utfallet för SCB:s BNP-indikator till och med september.

Källor: Eurostat, SCB, U.S. Bureau of Economic Analysis och Riksbanken.

⁵¹ Sammanvägningen av indikatorer avser Riksbankens resursutnyttjandeindikator.

Diagram 38. Arbetslöshet och sysselsättningsgrad i Sverige, euroområdet och USA

Procent av arbetskraften (vänster) respektive procent av befolkningen 15–74 år (höger)

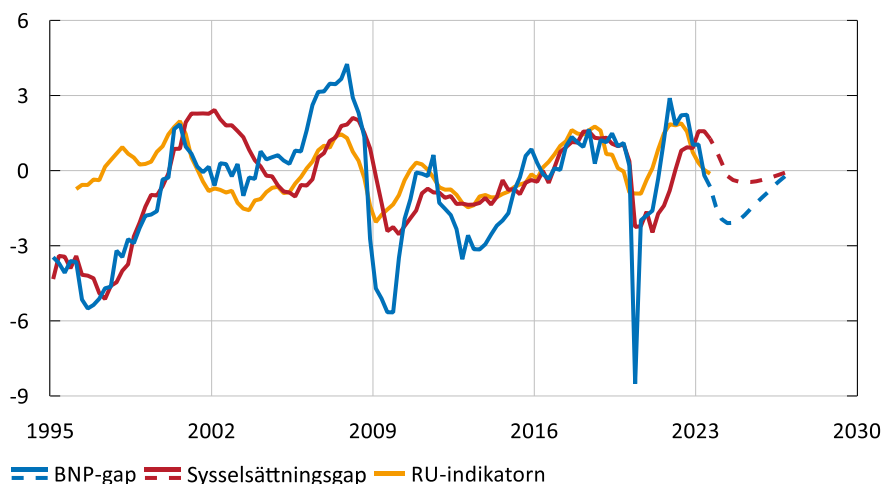


Anm. Arbetslöshet och sysselsättningsgrad bland personer 15–74 år för Sverige och euroområdet och 16 år och äldre för USA.

Källor: Eurostat, SCB, U.S. Bureau of Labor Statistics och Riksbanken.

Diagram 39. Mått på resursutnyttjandet i Sverige

Standardavvikelse respektive procent



Anm. Gapen avser BNP:s och sysselsättningens avvikelse från Riksbankens bedömda trender. RU-indikatorn är ett statistiskt mått på resursutnyttjandet, den är från första kvartalet 1996 till tredje kvartalet 2023 normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Indikatorer tyder på svagare konjunktur de närmaste kvartalen

Konjunkturen väntas fortsätta att försvagas under slutet av 2023 i både Sverige och euroområdet, och under inledningen av 2024 i USA när den åtstramande penningpolitiken får ett allt större genomslag och efterfrågan dämpas.

Framåtblickade förtroendeindikatorer i Sverige, till exempel Konjunkturbarometern, är på låga nivåer och indikerar att företagen inom framför allt handeln och tjänstesektorn har en relativt dyster syn på utvecklingen under det kommande kvartalet (se diagram 40). Hushållens konfidensindikator är på en låg nivå, men ligger fortfarande högre än bottennoteringen i oktober 2022.

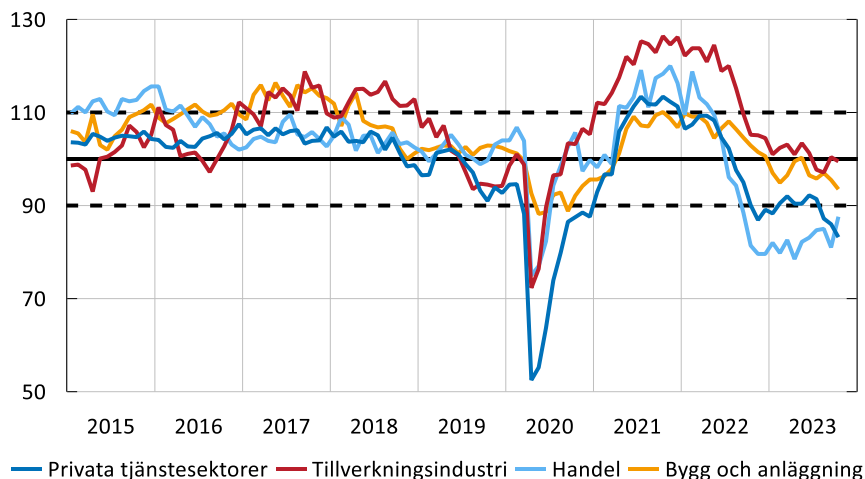
Näringslivets anställningsplaner pekar nu också på att man kommer att dra ned på personalstyrkan de närmaste månaderna. Detta, i kombination med andra arbetsmarknadsindikatorer som bedöms ha framåtblickande egenskaper, tyder på att arbetslösheten kommer att stiga de närmaste kvartalen och att sysselsättningen kommer att sjunka.

Även i Riksbankens senaste företagsundersökning bedömer företagen att aktiviteten i ekonomin kommer att fortsätta att mattas av och att det svaga konjunkturläget håller i sig det närmaste halvåret. Enligt företagens svar tycks också tudelningen i näringslivet bestå, där företag som säljer direkt till hushållen upplever en fortsatt mycket svag efterfrågan medan exportföretagen upplever förhållandena som bättre.⁵²

Även i USA och euroområdet ligger framåtblickande förtroendeindikatorer bland hushåll och företag på låga nivåer. När efterfrågan nu sjunker väntas utvecklingen på arbetsmarknaden dämpas ytterligare i omvärlden de närmaste kvartalen.

Diagram 40. Konfidensindikatorer i näringslivet

Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Anm. Den heldragna horisontella linjen illustrerar medelvärdet och de streckade horisontella linjerna illustrerar en standardavvikelse över och under medelvärdet. Konfidensindikatorerna beräknas som medelvärdet av nettotalen för ett antal frågor om till exempel orderstock, produktionsvolym, antalet anställda och försäljningsvolym.

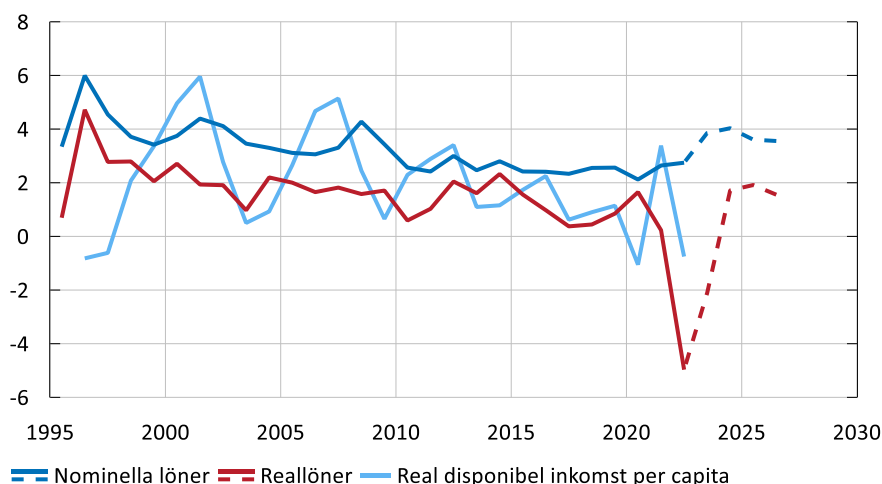
Källa: Konjunkturinstitutet.

⁵² Se "Vassare konkurrens pressar priserna", *Riksbankens företagsundersökning*, september 2023, Sveriges riksbank.

Trots att de nominella lönerna ökar i snabbare takt sjunker de reala lönerna även i år till följd av den höga inflationen. Hushållens reala disponibla inkomst per capita väntas också falla i år (se diagram 41). Nästa år, när inflationen väntas vara tillbaka kring målet, bedöms de reala lönerna stiga igen.

Diagram 41. Nominella och reala löner samt real disponibel inkomst per capita i Sverige

Årlig procentuell förändring



Anm. Reallönerna är beräknade som differensen mellan löneökningstakten och ökningstakten i KPIF. Real disponibel inkomst är beräknad med deflatorn för hushållens konsumtionsutgifter, som vanligen ökar i ungefär samma takt som KPIF. Heldragna linjer avser utfall, streckade linjer avser Riksbankens prognos.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

Konjunkturläget förbättras mot slutet av 2024

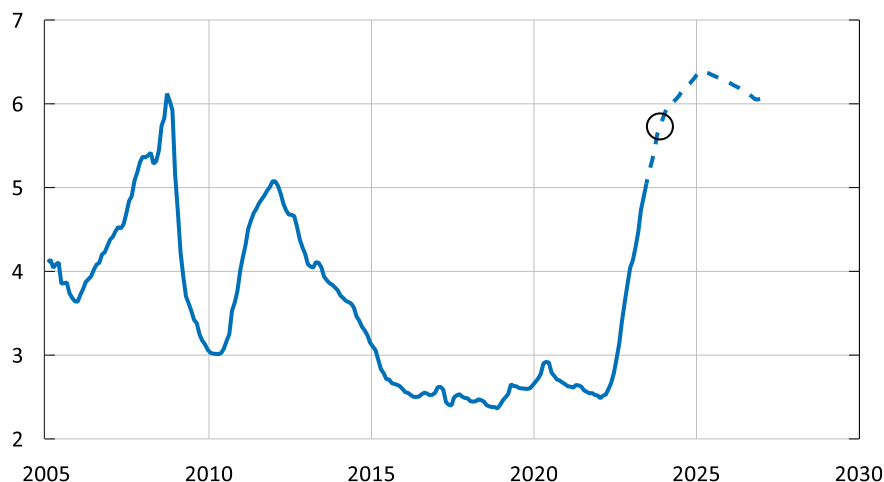
Efterfrågan i omvärlden stiger successivt från och med andra halvåret 2024 när inflationen är nära målet och hushållens reala inkomster stärks. BNP-nivån följer en brantare uppåtgående trend i euroområdet och USA under resten av prognosperioden (se diagram 37). I takt med att tillväxten i omvärlden tar fart bedöms också den svenska exporttillväxten öka under 2024.

Under 2024 väntas också aktiviteten i den svenska ekonomin tillta gradvis. Inflationen faller tillbaka och hushållens reala disponibla inkomster ökar, vilket medför ökad konsumtion. Hushållens sparande som andel av disponibel inkomst minskar gradvis under prognosperioden och planar ut på samma nivå som före pandemin.⁵³ Under hösten har den så kallade räntekvoten, hushållens ränteutgifter som andel av disponibel inkomst, fortsatt att öka till följd av att fler lån har förfallit och förnyats till en rörlig ränta. Under det närmaste året bedöms räntekvoten stiga ytterligare något för att sedan nå en topp i början på 2025 (se diagram 42).

⁵³ Se "Hushållens sparande ökade tydligt under pandemin", *Penningpolitisk rapport*, september 2023, Sveriges riksbank.

Diagram 42. Räntekvot

Hushållens ränteutgifter som andel av disponibel inkomst i procent



Anm. Räntekvot på månadsbasis, disponibel inkomst och skulder säsongrensade och frekvensomvandlade. MFI-ränta för samtliga utestående lån till hushåll enligt Finansmarknadsstatistiken. Disponibel inkomst och skulder från Nationalräkenskaperna respektive Finansräkenskaperna. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Cirkeln visar en bedömning av aktuell nivå.

Källor: SCB och Riksbanken.

Bostadsinvesteringarna väntas fortsätta att utvecklas svagt (se diagram 44) och tynger därmed tillväxten även 2024.⁵⁴ Dessa investeringar faller nu ovanligt kraftigt i relation till bostadspriserna och förväntas falla ytterligare. Detta beror bland annat på högre byggkostnader i kombination med lägre efterfrågan. Prisfallet på bostäder väntas bli knappt 15 procent jämfört med toppnoteringen i februari 2022. Mot slutet av 2024, när inflationen är lägre och hushållens reala disponibla inkomster ökar, väntas efterfrågan på bostäder stiga igen och så även bostadspriserna. Det i sin tur väntas också påverka bostadsinvesteringarna med en viss fördröjning (se diagram 44).

Den svenska arbetsmarknaden väntas stå emot BNP-nedgången relativt väl (se diagram 45). Sysselsättningsgraden sjunker tillbaka något från rekordhöga nivåer men väntas öka igen 2025. Arbetslösheten stiger under det närmaste året och toppar på strax över 8,5 procent, därefter sjunker den tillbaka igen. Resursutnyttjandet väntas sjunka och vara lägre än normalt 2024 och 2025, för att sedan normaliseras mot slutet av prognosperioden (se diagram 39).

Det finns dock en risk att försämringen på arbetsmarknaden kan bli större. Sysselsättningsgraden är väldigt hög i nuläget och det finns vissa indikationer på att företagen kan ha mer personal än de verkligen behöver. Den senaste tjugoårsperioden visar också att det kan gå väldigt snabbt när det väl vänder på arbetsmarknaden och utvecklingen måste därför följas noga.

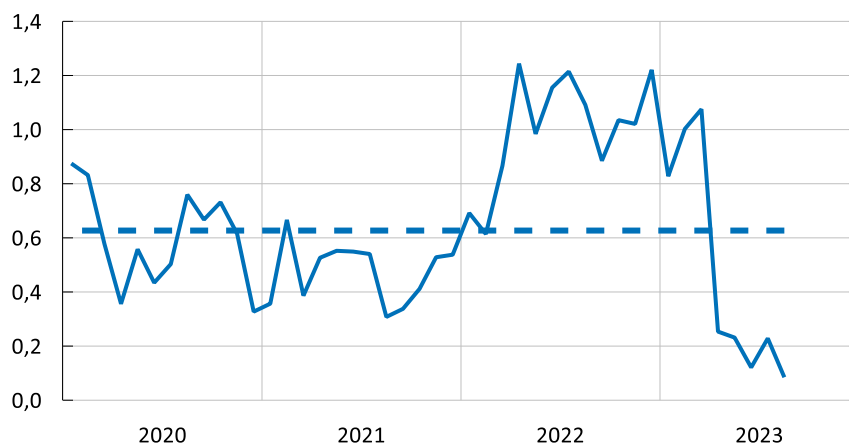
Löneökningstakten enligt konjunkturlönestatistiken väntas fortsätta stiga i Sverige och vara som högst i början av nästa år, vilket är i linje med hur profilen på löneavtalen ser

⁵⁴ Nybyggnationen av hyresrätter har bromsat in speciellt mycket.

ut. Löneavtalen, som i de flesta fall kommer att gälla till och med början av 2025, innebär att löneökningstakten i år och nästa år blir högre än under fjolåret.⁵⁵ Löneökningarna utöver avtal har dock hittills varit mycket låga ur ett historiskt perspektiv (se diagram 43). Arbetskostnaderna per timme, det vill säga summan av lönerna och arbetsgivaravgifterna, ökar med mellan 3,5 och 4 procent per år i linje med konjunkturlönerna. Produktiviteten väntas stiga gradvis från en mycket låg nivå och ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet sjunker därmed tillbaka och väntas öka med 2 procent mot slutet av prognosperioden.

Diagram 43. Löneökningar utöver avtal

Procentenheter



Anm. Streckad linje avser genomsnitt sedan 1997.

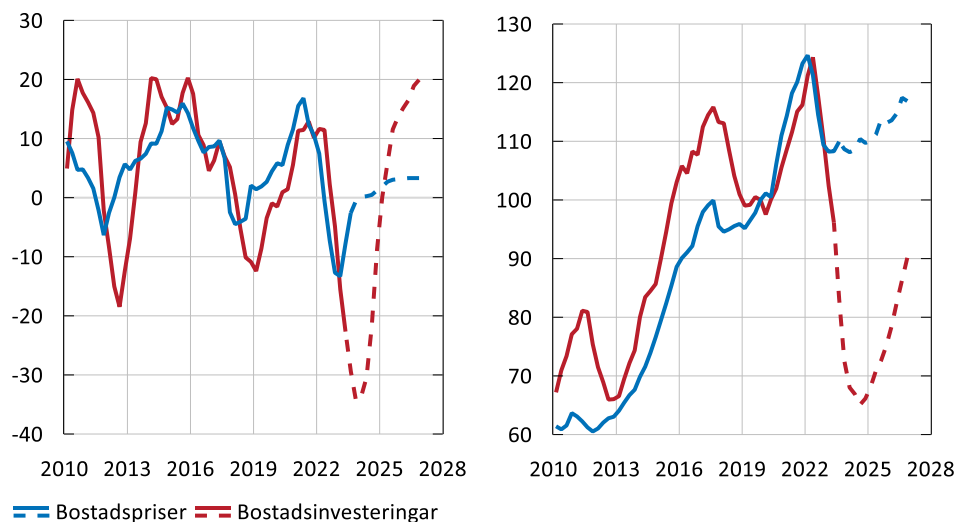
Källa: Medlingsinstitutet.

Finanspolitiken bedöms vara neutral i Sverige i dagsläget och inte påverka konjunkturen i någon större utsträckning, men det är mer osäkert hur den utvecklas mot slutet av prognosperioden. I euroområdet väntas finanspolitiken inte heller ge något betydande bidrag till tillväxten, medan den i USA antas vara något expansiv. Till skillnad från Sverige har i synnerhet USA fortsatt stora budgetunderskott.

⁵⁵ Avtalen baseras på industriavtalet som sträcker sig över två år och ger totalt 7,4 procent i löneökning, fördelat på 4,1 procent första året och 3,3 procent andra året. Avtalen inom övriga avtalsområden har tecknats på liknande nivåer.

Diagram 44. Bostadspriser och bostadsinvesteringar

Årlig procentuell förändring (vänster) respektive index 2019 kv4 = 100 (höger)

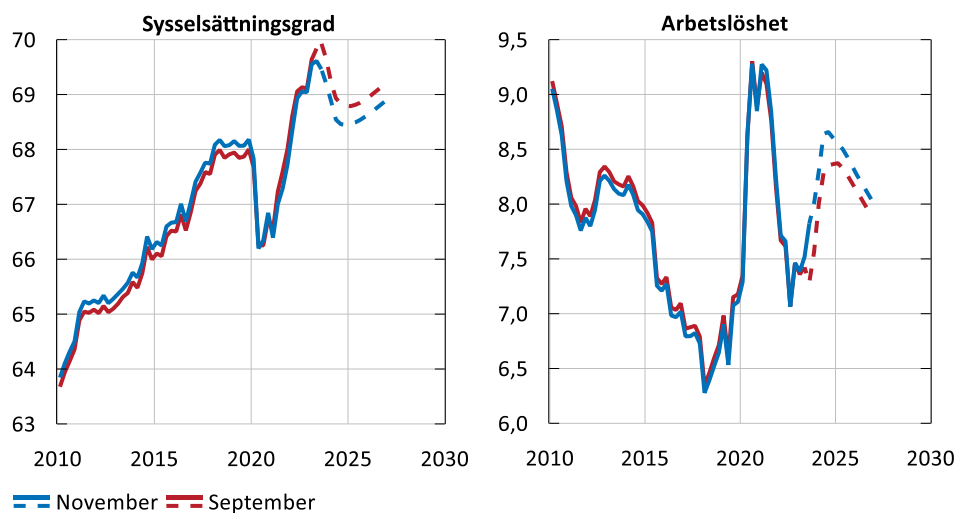


Anm. Bostadspriser avser prisindex HOX Sverige för bostadsrätter och villor. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Valueguard och Riksbanken.

Diagram 45. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet i Sverige

Procent av befolkningen (vänster) respektive procent av arbetskraften (höger), säsongsrensade data



Anm. 15–74 år. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Serierna har länkats om och reviderats av SCB för det tidsseriebrott som uppstod i AKU i januari 2021 för perioden 2005-december 2020. Även utfall efter 2021 har reviderats till följd av vissa upprättningar av statistiken.

Källor: SCB och Riksbanken.

FÖRDJUPNING – Kronans genomslag på inflationen tycks ha varit ovanligt stort

Inflationen har varit hög i både omvärlden och Sverige de senaste åren. Men den är nu något högre i Sverige än i genomsnittet i euroområdet. Bland undergrupperna i KPIF syns skillnaden tydligast i att varupriserna har ökat snabbare i Sverige. Det finns många faktorer som påverkar varuprisernas utveckling, till exempel energipriser och insatsvaror, men en viktig förklaring till att varupriserna har ökat snabbare i Sverige än i många andra länder är sannolikt att kronan har försvagats. Det finns dessutom tecken på att förändringen i växelkursen har påverkat konsumentpriserna ovanligt snabbt det senaste året, vilket är i linje med studier som pekar på att kostnadsförändringar får större genomslag på priserna när inflationen är hög än när den är låg.

Växelkursens försvagning har bidragit till inflationsuppgången

Mycket tyder på att företagens prissättningsbeteende har förändrats under de senaste åren med hög inflation. Exempelvis har sambanden mellan producentpriser och konsumentpriser, mellan energipriser och konsumentpriser och mellan växelkurs och inflation inte följt historiska mönster. Utbudsstörningar i efterdyningarna av pandemin och Rysslands invasion av Ukraina sammanföll med hög efterfrågan när samhället öppnade upp och hushållen hade ett högt sparande att använda för konsumtion. Obalans mellan utbud och efterfrågan gjorde att företagen kunde föra över höga kostnadsökningar i större utsträckning än vad vi har sett historiskt. En svagare krona är en av dessa faktorer. I denna fördjupning analyserar vi genomslaget av kronan på varupriser.

Växelkursen är en av många faktorer som påverkar inflationen eftersom den påverkar priset på det som importeras. Det är dock svårt att fastställa exakt hur stor effekt variationer i växelkursen har på inflationen, och genomslaget varierar dessutom över tid. Under de två senaste åren har kronan försvagats med runt 15 procent och Riksbanken bedömer att detta till viss del har bidragit till den höga inflationen i Sverige under denna period.⁵⁶

Vanligtvis brukar variationer i växelkursen ha måttliga effekter på inflationen. Riksbanken publicerade 2016 resultat från olika skattade modeller som sammantaget visade att en permanent försvagning av kronan med 10 procent brukar medföra en

⁵⁶ I oktober 2023 var kronan 16 procent svagare mot euron jämfört med oktober 2021. Motsvarande försvagning i KIX-termer var 13 procent.

ökning i inflationen med som mest cirka 0,5 procentenheter efter ungefär ett år.⁵⁷ I Riksbankens makroekonomiska modell MAJA är effekten av samma förändring i växelkursen 0,7, 0,3 respektive 0,2 procentenheter de första tre åren.⁵⁸ Dessa skattade genomslag, som beskriver genomsnittlig historisk effekt, är små med tanke på att mellan 25 och 30 procent av den privata konsumtionen består av import.⁵⁹

Om man utgår från dessa skattningar har de senaste årens kronförsvagning inte påverkat inflationen i någon större utsträckning. Skattningarna innebär att bidraget skulle ha varit som mest 0,3-0,4 procentenheter i början av 2023. Om man låter modellen MAJA förklara de senaste årens inflationsutveckling blir bidraget ungefär lika stort.⁶⁰ Detta är lite i förhållande till en total inflation som vissa månader uppgick till runt 10 procent (se diagram 1).

De svenska varupriserna ökar relativt snabbt

Inflationen är något högre i Sverige än i euroområdet och många andra europeiska länder (se diagram 27). Det är framför allt varupriserna, som utgör drygt 25 procent av KPIF, som har ökat snabbare i Sverige det senaste året (se diagram 46). Under det senaste året har ökningstakten avvikit från andra länder särskilt mycket i å ena sidan Sverige och Norge, som avviker uppåt, och å andra sidan Danmark, som avviker nedåt. Det som Sverige och Norge har gemensamt är att både den svenska och norska kronan har försvagats mot euron medan den danska kronan är knuten till euron. Detta indikerar att växelkursens utveckling kan ha bidragit till skillnaderna. Men att varupriserna ökar långsammare i Danmark än i euroområdet, trots samma växelkursutveckling, antyder samtidigt att andra faktorer kan vara väl så viktiga för varupriserna.

⁵⁷ Se fördjupningen "Växelkursens genomslag på inflationen" i *Penningpolitisk rapport*, december 2016, Sveriges riksbank. Notera att skattningarna gäller effekter på inflationen. Det är rimligt att förvänta sig att prisnivån på längre sikt stiger mer, men det är en utdragen anpassning.

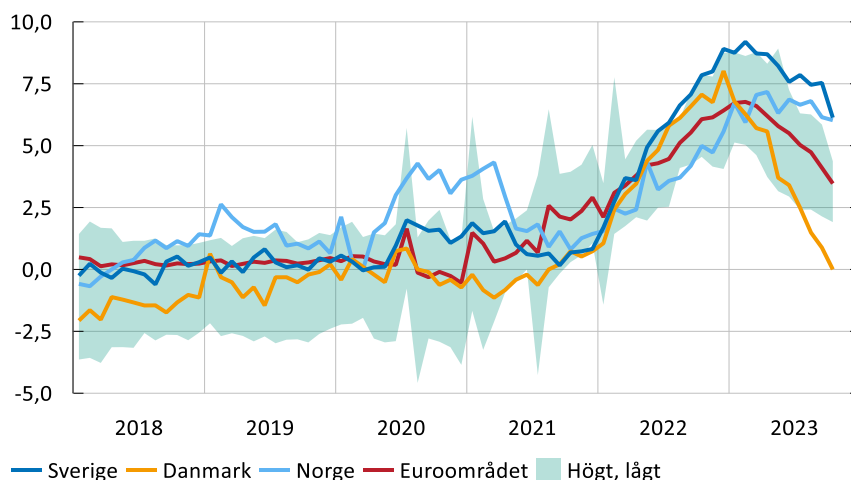
⁵⁸ Detta gäller när växelkursförändringen drivs av en förändring i riskpremien på svenska tillgångar. För en diskussion om vad som orsakat kronförsvagningen se fördjupningen "Kronan kommer att stärkas på sikt" i *Penningpolitisk rapport*, september 2023, Sveriges riksbank.

⁵⁹ Se tabell A2 i J. Hansson och J. Johansson, "Alternativa inflationsmått för penningpolitisk analys", *Penning- och valutapolitik*, 2007:3, Sveriges riksbank för uppskattningar av importinnehåll. Se även diskussion i M. Lindskog och H. Lovéus (2023), "Importpriser, arbetskostnader och vinster – vilken roll har de spelat i inflationsdynamiken?", *Staff memo*, september, Sveriges riksbank.

⁶⁰ Detta avser bidraget från förändringar i växelkursen som har orsakats av riskpremiestörningar i MAJA.

Diagram 46. Varupriser (exkl. livsmedel)

Årlig procentuell förändring



Anm. Intervallet visar de högsta och lägsta ökningstakterna i Spanien, Italien, Tyskland, Frankrike, Nederländerna, Belgien, Irland, Luxemburg, Portugal, Österrike och Finland.

Källa: Eurostat.

Kronans försvagning kan ha bidragit ovanligt mycket till inflationen under senare tid

Frågan om hur stort genomslag växelkursen fått på inflationen och om detta har förändrats har varit mycket i fokus den senaste tiden. Att det historiskt normala växelkursgenomslaget är mindre än importinnehållet i konsumtionen hänger samman med att många företag tenderar att jämna ut sina prisförändringar och låta vinstmarginalerna absorbera en del av svängningarna i växelkursen på kort sikt. Hur priserna rör sig beror på vad som orsakar förändringen i växelkursen och i vilken ekonomisk miljö den sker, och effekten på inflationen kan bli både större och mindre än vad som i genomsnitt varit fallet.⁶¹ Det finns studier som indikerar att genomslaget från kostnadsförändringar, såsom förändringar i växelkursen, är större när till exempel inflationen och efterfrågan är hög.⁶² Förutom växelkursförändringar är alltså genomslaget större även från förändringar i energipriser och andra insatsvarupriser i en sådan miljö.

Kronan har försvagats med omkring 15 procent mot euron sedan slutet av 2021 (se diagram 47). Det är inte första gången kronan försvagas i motsvarande utsträckning mot euron på kort tid. En liknande försvagning skedde till exempel mellan 2016 och 2019. Sedan början av 2022 har varupriserna i Sverige ökat omkring 5 procent mer än i euroområdet, men när kronan försvagades 2016 till 2019 steg svenska varupriser i ungefär samma takt som de i euroområdet (se diagram 47). Detta skulle kunna vara

⁶¹ Se V. Corbo och P. Di Casola (2020), "Drivers of consumer prices and exchange rates in small open economies", *Working Paper* No 387, Sveriges riksbank.

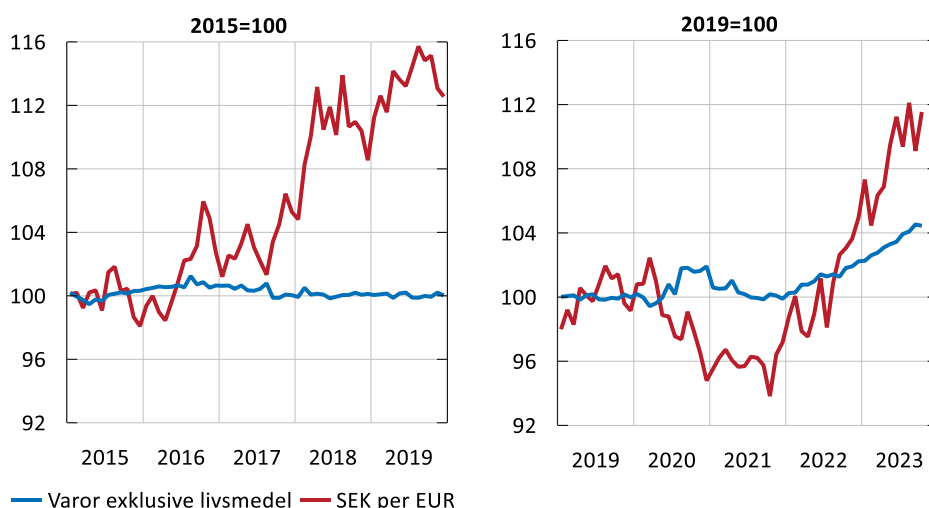
⁶² Se till exempel faktarutan "Växelkursens genomslag när inflationen är hög" i *Penningpolitisk rapport*, juni 2023, Sveriges riksbank och C. Borio, M. Lombardi, J. Yetman och E. Zakrajšek (2023), "The two-regime view of inflation", *BIS papers* No 133, Bank for International Settlements.

ett tecken på att företagen har vältrat över en större del av sina kostnader från växelkursförändringar till sina priser under det senaste året än vad man gjorde under perioden fram till 2019.

Importens andel i varupriserna är ungefär 50 procent, vilket är högre än i övriga delar av den privata konsumtionen (till exempel tjänster). Om företagen fullt ut vältrar över kostnadsökningarna som följer av en försvagning av kronan mot euron med 15 procent skulle därmed varupriserna öka 7,5 procent mer i Sverige än i euroområdet. Normalt tar dock en sådan anpassning lång tid. Att varupriser i Sverige nu har ökat omkring 5 procent mer än i euroområdet antyder därför att företagen snabbare än vanligt fört över merparten av sina kostnadsökningar från kronförsvagningen till konsumentpriserna. Notera att detta är en förenklad beräkning. I praktiken finns det många andra kostnader som kan utvecklas olika mellan länder, samtidigt som sammansättningen av hushållens konsumtion också skiljer sig. Men beräkningen kan ändå ge viss indikation på vilken effekt växelkursens utveckling har haft på varupriser.

Diagram 47. Relativ utveckling i varupriserna mellan Sverige och euroområdet och kronans växelkurs mot euron

Index över relativa prisnivåer respektive index



Anm. De blå linjerna visar relativt index för varupriserna exklusive livsmedel i HIKP mellan Sverige och euroområdet. I det vänstra diagrammet är basåret 2015 och i det högra 2019. De röda linjerna visar index för växelkursen SEK/Euro, med basår 2015 i det vänstra diagrammet och 2019 i det högra.

Källor: Eurostat och Riksbanken.

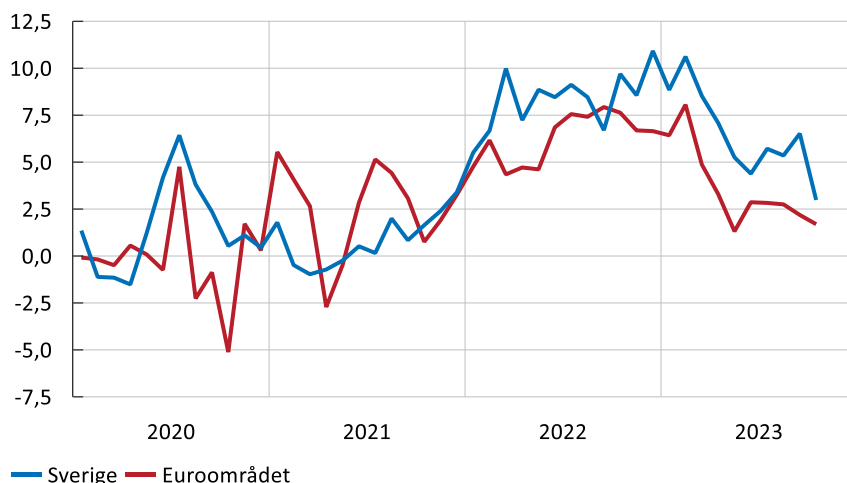
Växelkursgenomslaget bedöms bli mer normalt framöver

De närmaste åren bedöms efterfrågan i svensk ekonomi bli lägre än normalt och inflationen kring 2 procent. Att efterfrågan är svagare och inflationen lägre än de senaste åren talar för att växelkursens genomslag på inflationen återgår till det som varit normalt historiskt. Analysen indikerar också att vi redan har sett merparten av genomslaget från försvagningen av kronan och alltså inte behöver förvänta oss mer effekter av den försvagning som skett de senaste åren. Mer högfrekvent data över

varuprisutvecklingen ger visst stöd för detta. I diagram 48 ser vi exempelvis att tremånadersförändringen i varupriserna i Sverige närmast sig den i euroområdet.

Diagram 48. Varupriser

Tremånadersförändring, uppräknad årstakt i procent, säsongrensade data



Källa: Eurostat.

Denna slutsats är även förenlig med en analys gjord med Riksbankens modell MAJA. Om man i modellen antar att växelkursgenomslaget på senare tid har varit större än normalt ger modellen resultatet att bidraget från växelkursförsvagningen avtar snabbare framöver.⁶³ Prognosen för inflationen blir då lägre än om genomslaget hade varit normalt det senaste året.⁶⁴ Bedömningen av växelkursens effekter på inflationen framöver är dock mycket osäker och i prognosen för inflationen har Riksbanken räknat med ett genomslag i linje med det historiskt normala.

⁶³ Växelkursgenomslaget ökas genom att anta att importföretagen ser över sina priser oftare, vilket innebär att deras priser blir mer känsliga för förändringar i kostnaderna för insatsvaror. Förändringar i priserna på de varor de importerar som drivs av växelkursförändringar får då en snabbare och större effekt på konsumentpriserna.

⁶⁴ Om genomslaget har varit större så blir den svaga växelkursen en viktigare förklaring till inflationsuppgången i MAJA. Men modellen behöver då samtidigt lägga mindre vikt vid andra förklaringar till den höga inflationen. Och dessa förklaringar har bidragit till en högre persistens i inflationen jämfört med växelkursen. Därför innebär antagandet om ett större genomslag att inflationsprognosen blir lägre.

Prognostabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Styrränteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2023kv3	2023kv4	2024kv1	2024kv4	2025kv4	2026kv4
Styrräntan	3,75 (3,75)	4,00 (4,03)	4,04 (4,09)	4,10 (4,10)	3,87 (3,95)	3,51

Källa: Riksbanken.

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2022	2023	2024	2025	2026
KPIF	7,7 (7,7)	6,0 (5,9)	2,3 (2,5)	1,7 (1,8)	2,0
KPIF exkl. energi	5,9 (5,9)	7,6 (7,5)	2,9 (2,9)	2,0 (2,1)	2,0
KPI	8,4 (8,4)	8,6 (8,6)	4,4 (4,6)	2,4 (2,4)	1,9
HIKP	8,1 (8,1)	5,9 (5,9)	2,3 (2,6)	1,7 (1,9)	2,1

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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 3. BNP och efterfrågan

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2022	2023	2024	2025	2026
Hushållens konsumtion	1,9 (1,9)	-1,8 (-2,0)	0,9 (0,8)	2,3 (1,9)	2,8
Offentlig konsumtion	0,0 (0,0)	2,0 (2,0)	1,6 (1,6)	1,4 (1,3)	1,4
Fasta bruttoinvesteringar	6,2 (6,2)	-2,8 (-2,6)	-4,8 (-2,6)	2,3 (2,6)	5,9
Lagerinvesteringar*	1,1 (1,1)	-0,4 (-0,5)	-0,1 (-0,3)	0,0 (0,0)	0,0
Export	7,0 (7,0)	1,2 (1,2)	0,8 (0,3)	2,5 (2,1)	3,3
Import	9,3 (9,3)	-0,1 (-0,2)	0,1 (0,0)	2,8 (2,1)	4,1
BNP	2,8 (2,8)	-0,7 (-0,8)	-0,2 (-0,1)	1,9 (1,9)	2,8
BNP, kalenderkorrigerad	2,8 (2,8)	-0,5 (-0,6)	-0,2 (-0,1)	2,1 (2,1)	2,6
Slutlig inhemsk efterfrågan*	2,4 (2,4)	-1,1 (-1,1)	-0,5 (0,0)	1,9 (1,8)	3,1
Nettoexport*	-0,6 (-0,6)	0,7 (0,7)	0,4 (0,2)	0,0 (0,1)	-0,3
Bytesbalans (NR), procent av BNP	5,0 (5,0)	5,3 (5,4)	6,0 (5,6)	6,5 (6,2)	6,7

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 4. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2022	2023	2024	2025	2026
Folkmängd, 15-74 år	0,5 (0,3)	0,5 (0,5)	0,5 (0,5)	0,5 (0,5)	0,4
Potentiell sysselsättning	0,8 (0,8)	0,7 (0,7)	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)	0,6
Potentiellt arbetade timmar	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)	0,6 (0,6)	0,6 (0,6)	0,5
Potentiell BNP	1,6 (1,6)	1,6 (1,6)	1,5 (1,5)	1,5 (1,5)	1,7
BNP, kalenderkorrigerad	2,8 (2,8)	-0,5 (-0,6)	-0,2 (-0,1)	2,1 (2,1)	2,6
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	2,3 (2,3)	1,4 (1,9)	-1,0 (-1,0)	0,8 (0,7)	1,1
Sysselsatta	3,1 (2,7)	1,4 (1,7)	-0,8 (-0,7)	0,4 (0,3)	0,8
Arbetskraft	1,5 (1,2)	1,6 (1,6)	0,1 (0,2)	0,3 (0,4)	0,3
Arbetslöshet*	7,5 (7,5)	7,7 (7,4)	8,6 (8,3)	8,5 (8,3)	8,2
Sysselsättningsgap**	0,7 (0,6)	1,3 (1,6)	-0,2 (0,2)	-0,4 (-0,2)	-0,2
Tim-gap**	-0,3 (-0,3)	0,3 (0,8)	-1,3 (-0,8)	-1,1 (-0,7)	-0,6
BNP-gap**	1,8 (1,8)	-0,3 (-0,4)	-2,0 (-2,0)	-1,4 (-1,4)	-0,6

* Procent av arbetskraften

** Procentuell avvikelse från Riksbankens bedömda potentiella nivåer

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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 5. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

	2022	2023	2024	2025	2026
Timlön, KL	2,7 (2,7)	3,9 (3,9)	4,0 (4,0)	3,6 (3,4)	3,6
Timlön, NR	3,9 (4,0)	3,1 (3,2)	4,0 (4,0)	3,6 (3,4)	3,6
Arbetskostnad per timme, NR	3,4 (3,4)	3,4 (3,4)	4,0 (4,0)	3,6 (3,4)	3,6
Produktivitet	0,6 (0,5)	-1,8 (-2,4)	0,8 (0,9)	1,4 (1,5)	1,4
Arbetskostnad per producerad enhet	2,9 (3,0)	5,4 (6,0)	3,2 (3,0)	2,2 (1,9)	2,1

* 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.

Tabell 6. Internationella prognoser

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2022	2023	2024	2025	2026
Euroområdet	0,12	0,46	3,4 (3,4)	0,4 (0,4)	0,5 (0,6)	1,5 (1,8)	1,5
USA	0,15	0,08	1,9 (2,1)	2,4 (2,0)	1,2 (0,9)	1,8 (1,9)	1,9
Kina	0,19	0,10	3,0 (3,2)	5,4 (5,1)	4,6 (4,5)	4,3 (4,7)	4,0
KIX-vägd	0,75	1,00	3,2 (3,1)	1,3 (1,3)	1,4 (1,5)	2,0 (2,2)	2,0
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,5 (3,4)	3,0 (2,9)	2,9 (2,9)	3,2 (3,3)	3,1

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen för 2023 enligt IMF. KIX-vikter avser vikter i Riksbankens kronindex (KIX) för 2023. Prognosen för BNP i världen är baserade på IMF:s prognoser för PPP-vikter. Prognosen för KIX-vägd BNP baseras på ett antagande om att KIX-vikterna kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de senaste fem åren.

KPI	2022	2023	2024	2025	2026
Euroområdet (HIKP)	8,4 (8,4)	5,5 (5,6)	2,3 (2,8)	2,0 (2,0)	2,0
USA	8,0 (8,0)	4,1 (4,1)	2,5 (2,6)	2,3 (2,2)	2,3
KIX-vägd	8,4 (8,4)	5,7 (5,7)	3,2 (3,1)	2,6 (2,4)	2,4

	2022	2023	2024	2025	2026
Styrränta i omvärlden, procent	0,5 (0,5)	3,6 (3,6)	4,1 (4,0)	3,4 (3,3)	3,0
Råoljepris, USD/fat Brent	98,6 (98,6)	83,1 (83,0)	81,7 (84,4)	77,7 (79,4)	74,6
Svensk exportmarknad	8,5 (8,3)	1,0 (0,3)	1,9 (1,8)	3,1 (3,0)	3,1

Anm. Styrränta i omvärlden avser en sammanvägning av styrräntor i USA, euroområdet, Norge och Storbritannien. I euroområdet har dagslåneräntan ESTR ersatt EONIA som referensränta sedan 2022-01-01.

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

Tabell 7. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2022	2023	2024	2025	2026
Riksbankens styrränta	0,8 (0,8)	3,5 (3,5)	4,1 (4,1)	4,0 (4,0)	3,6
10-årsränta	1,5 (1,5)	2,5 (2,5)	2,9 (3,1)	3,0 (3,2)	3,0
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	121,1 (121,1)	127,7 (128,8)	125,3 (130,3)	121,7 (125,1)	117,4
Offentligt finansiellt sparande, procent av BNP	1,1 (1,1)	0,1 (0,1)	-0,7 (-0,8)	-0,6 (-0,6)	-0,4

Anm. Riksbankens preliminära analys per sista september 2023 indikerar att Riksbanken skulle behöva ett kapitaltillskott på närmare 80 miljarder kronor för att få det egna kapitalet återställt till grundnivån enligt den nya riksbankslagen. Om kapitalbehovet blir i linje med den preliminära analysen och riksdagen godkänner kapitaltillskottet bedöms det offentligfinansiella sparandet 2024 försvagas med ytterligare 1,2 procentenheter.

Källor: SCB och Riksbanken.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK