

Penningpolitisk rapport

September 2024



Rättelse 25 september 2024

s. 12: Diagram 3, höger bild. Euroområdet kompletterat med data för september.

s. 37: Referens till diagram 26 flyttad till nästa mening.

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 fyra 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 24 september 2024.

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 välavvägd. 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 åtta penningpolitiska möten per år. Vid fyra av dessa möten publiceras en Penningpolitisk rapport med prognoser. Vid resterande fyra möten återges direktionens bedömningar och motiv till direktionens penningpolitiska beslut i ett kortare underlag, en Penningpolitisk uppdatering. Knappt en vecka efter varje penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det går att se hur de olika direktionsledamöterna argumenterade.

Innehållsförteckning

	Penningpolitiska överväganden	5
1	Det ekonomiska läget	11
1.1	Realekonomin och inflationen i omvärlden	11
1.2	Finansiella förhållanden	15
1.3	Svensk realekonomi	22
	ANALYS – Mikrodata ger insikter om hur företagen ändrar sina priser	24
1.4	Svensk inflation	27
2	Utsikterna de kommande åren	31
2.1	De ekonomiska utsikterna i omvärlden	32
2.2	De ekonomiska utsikterna i Sverige	33
	FAKTA – Budgetpropositionen 2025	36
2.3	Inflationsutsikterna i Sverige	37
	FAKTA – KPIF vid alternativa antaganden om energipriser	40
3	Penningpolitisk analys	42
3.1	Penningpolitiken i Sverige	43
3.2	Osäkerhet, risker och alternativscenarier	47
	FAKTA – Styrräntan förändras ofta gradvis	54
	ANALYS – Effekter av penningpolitiken	56
	Prognostabeller	59

Penningpolitiska överväganden

Inflationstrycket har sjunkit under året och bedöms nu vara förenligt med en inflation kring 2 procent. Riksbanken har gradvis lättat på penningpolitiken under året, genom att både sänka styrräntan och kommunicera att ytterligare sänkningar väntas framöver. En låg och stabil inflation och sjunkande räntor bidrar till en återhämtning i ekonomin.

Sedan i våras har det skett en tydlig förskjutning av riskbilden för inflations- och konjunkturutsikterna. Risken för att inflationen ska bli alltför hög har successivt minskat. Samtidigt ser återhämtningen ut att gå något trögare än väntat. Att konjunkturen stärks är viktigt i sig, men också en förutsättning för att inflationen ska kunna stabiliseras nära målet. Styrräntan bedöms därför kunna sänkas i en snabbare takt än vad Riksbanken tidigare kommunicerat.

Direktionen har beslutat att sänka styrräntan med 0,25 procentenheter till 3,25 procent. Om inflations- och konjunkturutsikterna står sig kan styrräntan sänkas även vid de två återstående mötena i år. Prognosen för styrräntan avspeglar att en sänkning med 0,5 procentenheter vid något av de närmaste mötena kan bli aktuell. Den indikerar också att en eller två ytterligare sänkningar kan ske under första halvåret 2025. Dessa förändringar innebär tillsammans en relativt stor förskjutning av penningpolitiken i mer expansiv riktning, vilket kommer att förbättra hushållens ekonomi och underlätta för företagen att investera.

Men inflations- och konjunkturutsikterna är osäkra. Det finns risker kopplade till bland annat återhämtningen i den svenska ekonomin, den geopolitiska oron och kronans växelkurs, som kan leda till en annan utveckling av inflationen och utformning av penningpolitiken.

Utvecklingen i omvärlden

Tecknen är allt tydligare på att arbetsmarknaden i USA mattas av, trots en stark BNP-tillväxt. Arbetslösheten har stigit det senaste året, om än från en låg nivå. BNP-tillväxten hålls dock ännu uppe av hushållens starka konsumtionsefterfrågan. Inflationen sjunker och var i augusti 2,5 procent, mätt med KPI. Hyror bidrar fortfarande mycket till inflationstakten, medan bidraget från andra faktorer har mattats av betydligt. PCE-inflationen, som är det mått som Federal Reserve fokuserar mest på, har en lägre vikt för hyror och var i juli ungefär 0,5 procentenheter lägre än KPI-inflationen.

I euroområdet är arbetslösheten fortfarande låg, trots en svag BNP-tillväxt. Förhållandet mellan tillväxten och utvecklingen på arbetsmarknaden skiljer sig alltså en del mellan euroområdet och USA. Men inflationen har fallit i både euroområdet och USA de senaste månaderna. I augusti sjönk HIKP-inflationen i euroområdet till 2,2 procent. Nedgången förklaras främst av en lägre ökningstakt i energipriser. Ökningstakten i tjänstepriserna är fortfarande relativt hög och lönerna stiger alltjämt snabbt i flera länder.

Penningpolitiken i omvärlden är nu inne i en fas där de flesta centralbankerna sänker räntorna. ECB sänkte sin styrränta ytterligare en gång i september till 3,5 procent, men signalerade en viss försiktighet när det gäller fortsatta räntesänkningar. Federal Reserve sänkte i september sin styrränta med 0,5 procentenheter och var tydlig med att det kan bli fler räntesänkningar i närtid.

Marknadsaktörerna förväntar sig fler räntesänkningar. Enligt prissättningen på räntemarknaden förväntas ECB sänka räntan med knappt 1,5 procentenheter och Federal Reserve med drygt 1,5 procentenheter till mitten av nästa år.

Helhetsbedömningen är att den globala ekonomin utvecklas något svagare än väntat. Det påverkar Sverige främst genom svagare exportefterfrågan. Samtidigt har utsikterna för att inflationen ska stabilisera sig på en låg och stabil nivå förbättrats, vilket ytterligare minskar riskerna för att höga importpriser leder till en för hög inflation i Sverige.

Utvecklingen i Sverige

Återhämtningen i den svenska ekonomin ser ut att bli något fördröjd. BNP sjönk något under andra kvartalet jämfört med det första. Den svenska ekonomin har i stort sett inte vuxit alls sedan slutet av 2021 och befinner sig sedan en tid tillbaka i en mild lågkonjunktur. Trots att hushållens disponibla inkomster och reallöner ökar och förväntningarna om framtiden har stärkts tydligt under året har konsumtionen fortsatt att utvecklas svagt.

Arbetsmarknaden avspeglar det svaga konjunkturläget. Arbetslösheten har stigit trendmässigt sedan slutet av 2022. Utfallen under sommarmånaderna tillsammans med indikatorer som varsel och lediga platser tyder på en svag utveckling på arbetsmarknaden ännu en tid.

Konjunkturen väntas förbättras under nästa år. Den inhemska efterfrågan är drivkraften bakom den förväntade återhämtningen i den svenska ekonomin. Hushållens konsumtion väntas växa snabbare mot slutet av året och under nästa år, i takt med att reallönerna stiger, räntorna sjunker och finanspolitiken blir mer expansiv. Arbetslösheten väntas vända nedåt igen nästa år när efterfrågan ökar.

Inflationstrycket bedöms vara förenligt med en inflation kring 2 procent. I augusti sjönk inflationen mätt med KPIF till 1,2 procent. Låga energipriser pressade ned inflationen, och mätt med KPIF exklusive energi uppgick den till 2,2 procent i augusti. Ökningstakten i KPIF exklusive energi mätt som tre- eller sexmånadersförändring uppräknad till årstakt har varit nära 2 procent sedan inledningen av året. Även om

energipriserna förväntas dämpa inflationen under ytterligare ett antal månader, bedöms effekten vara tillfällig och gradvis klinga av.

Löneökningarna har avtagit under året, men reallönerna stiger när inflationen faller.

I juni steg lönerna med 4,0 procent, vilket är ungefär 0,5 procentenheter lägre än i början av året. Nedväxlingen i löneökningstakten avspeglar profilen i de avtal som förhandlades fram i början av förra året. Den lägre inflationen innebär att reallönerna trots detta åter har börjat stiga.

Indikatorer tyder på en inflation nära målet. Prisplanerna bland företagen enligt Konjunkturinstitutets barometer är nära sina historiska genomsnitt. De långsiktiga inflationsförväntningarna är väl förankrade kring målet. Riksbankens analys av mikrodata tyder också på att företagen nu ändrar sina priser ungefär lika ofta som före inflationsuppgången. Det är ett tecken på att prissättningsbeteendet i varje fall för stunden har normaliserats.² Dessutom ökar producentpriserna i en måttlig takt.

Kronan är på ungefär samma nivå som vid den penningpolitiska uppdateringen i augusti. Riksbankens bedömning är att kronan är undervärderad och kommer att fortsätta att förstärkas de kommande åren. Växelkursprognoser är dock alltid förknippade med stor osäkerhet.

KPIF-inflationen väntas vara under 2 procent ytterligare ett antal månader. Det beror på de låga el- och drivmedelspriserna som för närvarande trycker ner inflationen. Mätt med KPIF exklusive energi väntas inflationen vara i närheten av målet både i närtid och på lite längre sikt.

Sedan i våras har det skett en tydlig förskjutning av riskbilden för inflations- och konjunkturutsikterna. Risken för att inflationen ska bli alltför hög har minskat väsentligt. Samtidigt har risken ökat för att återhämtningen i den svenska ekonomin dröjer längre än väntat. En tilltagande geopolitisk oro skulle kunna utlösa nya utbudsstörningar och leda till att inflationen stiger igen och att återhämtningen fördröjs ytterligare. Det finns även fortsatta frågetecken kring utformningen av den ekonomiska politiken i såväl USA som Europa.

Styrräntan sänks med 0,25 procentenheter till 3,25 procent

Riksbanken har gradvis lättat på penningpolitiken, i takt med att inflationsbilden har ljusnat. Styrräntan sänktes i maj och augusti, samtidigt som Riksbanken kommunicerade att fler sänkningar väntas under resten av året.

Räntesänkningarna har bidragit till lägre räntor för hushåll och företag. Sedan början av året har de rörliga bolåneräntorna till hushållen sjunkit ungefär lika mycket som styrräntan. Bolåneräntor med längre löptider har sjunkit mer än de rörliga, vilket till stor del avspeglar förväntningar om en lägre styrränta framöver. Företagen möter

² Se analysen "Mikrodata ger insikter om hur företagen ändrar sina priser".

också en lägre låneränta nu än i våras. Det är viktigt att räntesänkningarna även fortsättningsvis får ett förväntat genomslag på andra räntor i ekonomin, och Riksbanken följer utvecklingen noga.

Det finns goda förutsättningar för en återhämtning i den svenska ekonomin, men den ser ut att dröja något längre än väntat. Penningpolitiken har bidragit till att inflationen nu är nära målet. En låg och stabil inflation och sjunkande räntor förbättrar hushållens ekonomi och underlättar för företagen att investera. Trots en förväntan hos ekonomins aktörer om ljusare tider framöver syns ännu få tydliga tecken på en återhämtning i den svenska ekonomin. Att konjunkturen snart stärks är viktigt i sig, men också en förutsättning för att inflationen ska kunna stabiliseras runt målet.

Inflationen har under året uppvisat allt större tecken på att stabiliseras kring 2 procent. Till detta kommer att riskerna för en alltför hög inflation successivt har minskat. Ovanligt låga energipriser väntas leda till att KPIF-inflationen hamnar under 2 procent ytterligare ett antal månader innan den stabiliseras kring målet under loppet av nästa år. Men utvecklingen av energipriserna är väldigt osäker och kan leda till att KPIF-inflationen blir både högre och lägre än i prognosen.³

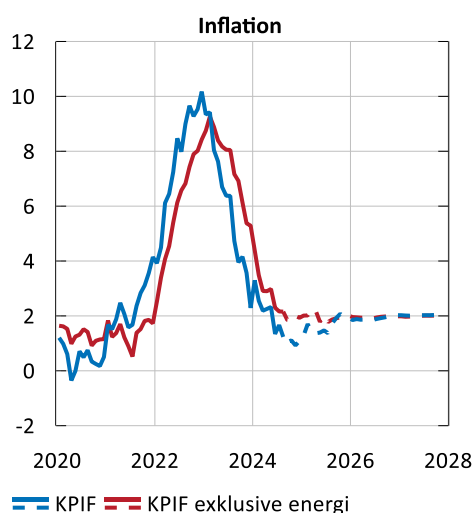
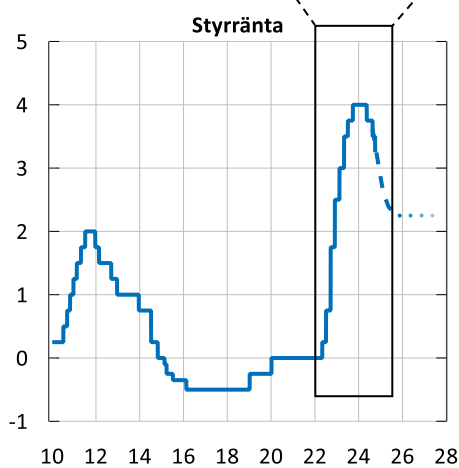
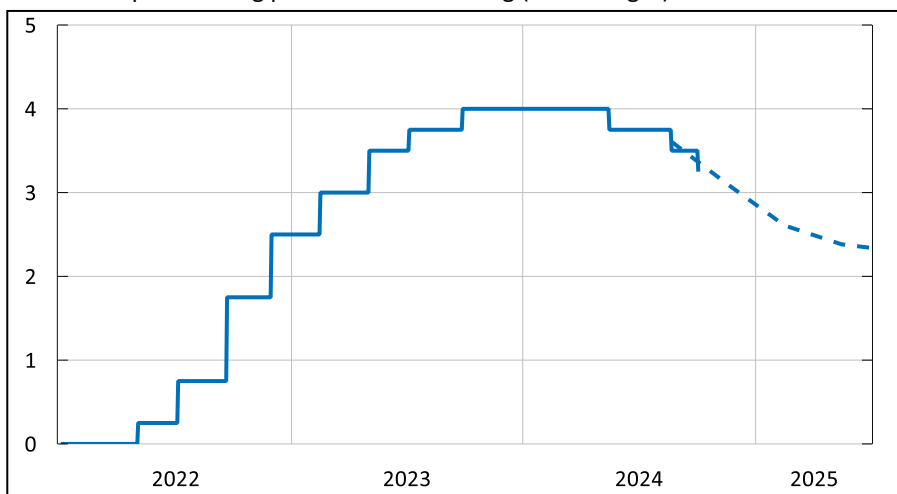
Styrräntan bedöms kunna sänkas i snabbare takt än tidigare kommunicerat. Direktionen har beslutat att sänka styrräntan med 0,25 procentenheter till 3,25 procent. Om inflations- och konjunkturutsikterna står sig kan styrräntan sänkas även vid de två återstående mötena i år. Prognosen för styrräntan avspeglar att en sänkning med 0,5 procentenheter vid något av de närmaste mötena kan bli aktuell. Den indikerar också att en eller två ytterligare sänkningar kan ske under första halvåret 2025 (se diagram 1). Dessa förändringar innebär tillsammans en relativt stor förskjutning i penningpolitiken i mer expansiv riktning, vilket kommer att förbättra hushållens ekonomi och underlätta för företagen att investera. Utgångspunkten fortsätter dock att vara att penningpolitiken anpassas gradvis.⁴

³ Se även faktarutan "KPIF vid alternativa antaganden om energipriser".

⁴ Se faktarutan "Styrräntan förändras ofta gradvis".

Diagram 1. Svensk styrränta och inflation

Procent respektive årlig procentuell förändring (nedre höger)



Anm. Heldragen linje avser utfall och streckade/prickade linjer avser Riksbankens prognos. Utfall för styrräntan är dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden. Den översta bilden visar prognosen för styrräntan på kort sikt och baseras på den långa räntebanan i det nedre vänstra diagrammet. Den prickade linjen markerar den stora osäkerhet som omgärdar prognosen för styrränta på längre sikt, vilket diskuteras vidare i kapitel 3. Inflationsprognosen bedöms vara förenlig med prognosen för styrräntan.

Källor: SCB och Riksbanken.

Prognosen för styrräntan

Prognosen för styrräntan visar den utveckling av styrräntan som under prognosperioden bedöms vara förenlig med de övriga prognoserna, bland dem den förväntade inflationsutvecklingen. Riksbanken redovisar styrränteprognosen över två tids-horisonter. Syftet är att tydliggöra att prognoserna för styrräntan blir mer osäkra längre fram i tiden.

Den övre bilden i diagram 1 visar direktionens bedömning av styrräntan de kommande tre kvartalen. Prognoserna för den ekonomiska utvecklingen på kort sikt baseras på mer information och är därmed mindre osäkra än prognoserna på längre sikt. Direktionen kan därför förutsäga de närmast kommande penningpolitiska besluten med något större säkerhet, även om dessa prognoser också är osäkra.

I den nedre vänstra bilden i diagram 1 visas räntebanan under hela prognosperioden. Styrräntan längre fram i prognosen blir mer osäker eftersom sannolikheten att nya störningar träffar ekonomin växer över tiden. Den prickade linjen lyfter fram denna osäkerhet.

1 Det ekonomiska läget

Inflationen har fortsatt att sjunka i omvärlden även om tjänstepriserna fortfarande ökar i relativ snabb takt. Många centralbanker, däribland ECB och Federal Reserve, har sänkt styrräntan en eller flera gånger och fler sänkningar väntas komma. I euroområdet ökade BNP under det första halvåret 2024 efter att ha varit i princip oförändrad sedan slutet av 2022. I USA har BNP-tillväxten länge varit stark, men det börjar komma tecken på en avmattning och arbetslösheten har stigit.

I Sverige var inflationen mätt med KPIF 1,2 procent i augusti till följd av låga energipriser. Mätt med KPIF exklusive energi var inflationen 2,2 procent. Företagens prisplaner och långsiktiga inflationsförväntningar tyder på att inflationstrycket kommer vara nära 2 procent framöver. Svensk BNP minskade något under det andra kvartalet och arbetsmarknaden är svagare än normalt, men indikatorer talar för att lågkonjunkturen är nära botten.

Transmissionen av Riksbankens penningpolitik till de räntor som hushåll och företag möter bedöms fungera väl. In- och utlåningsräntor har fortsatt att sjunka i takt med att Riksbanken har sänkt styrräntan och vi följer utvecklingen noga.

1.1 Realekonomin och inflationen i omvärlden

Stark tillväxt i USA, svagare i euroområdet

Efter att ha varit i princip oförändrad sedan slutet av 2022 har euroområdets BNP vuxit under det första halvåret i år. Under andra kvartalet steg BNP med 0,2 procent jämfört med första kvartalet (se diagram 3). Både hushållens konsumtion och i synnerhet fasta bruttoinvesteringar minskade dock, och tillväxten drevs framförallt av en positiv nettoexport. Tillväxten inom euroområdet skiljer sig tydligt åt mellan olika länder; i till exempel Tyskland föll BNP något under andra kvartalet medan den steg relativt mycket i Spanien. Indikatorer för näringslivet ger ett blandat intryck där till exempel inköpschefsindex inom tjänstesektorn indikerar tillväxt, om än marginellt, medan det ser svagare ut inom tillverkningsindustrin (se diagram 3). Konsumtions-tillväxten har hittills varit svag i många länder men stigande realinkomster talar för en något starkare konsumtion och tillväxt framöver.

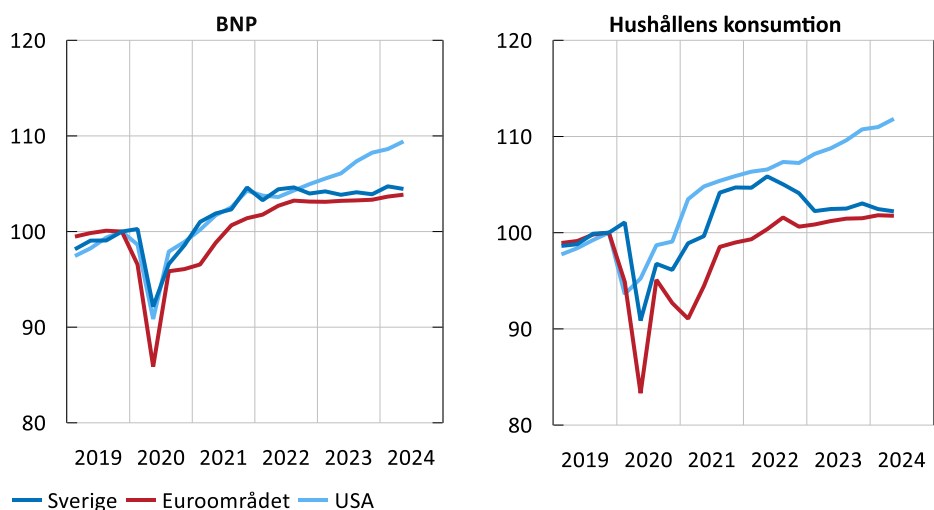
I USA steg BNP överraskande mycket det andra kvartalet, med 0,7 procent jämfört med det första kvartalet i år. Tillväxten berodde bland annat på en fortsatt stark utveckling av hushållens konsumtion (se diagram 3). Även i juli var hushållens

konsumtion fortsatt stark men till exempel inköpschefsindex talar för en svagare utveckling framöver (se diagram 3).

Tillväxten i Kina var marginellt lägre än väntat under det andra kvartalet vilket till stor del förklaras av svag inhemsk efterfrågan. Indikatorer som inköpschefsindex och särskilt konsumentförtroendet talar för att den inhemska efterfrågan kommer att utvecklas svagt.

Diagram 2. BNP och konsumtion i omvärlden

Index, 2019 kv4 = 100

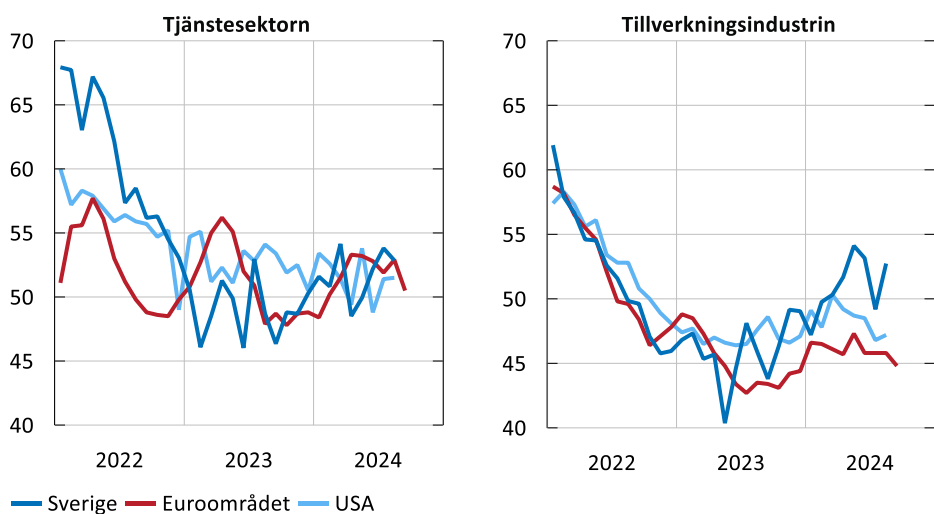


Anm. Säsongs- och kalenderkorrigerade data.

Källor: Eurostat, SCB och US Bureau of Economic Analysis.

Diagram 3. Inköpschefsindex inom tjänstebanscher och tillverkningsindustrier

Index



Anm. Inköpschefsindex är en konjunkturindikator där ett indextal över 50 indikerar tillväxt medan ett indextal under 50 innebär en nedgång.

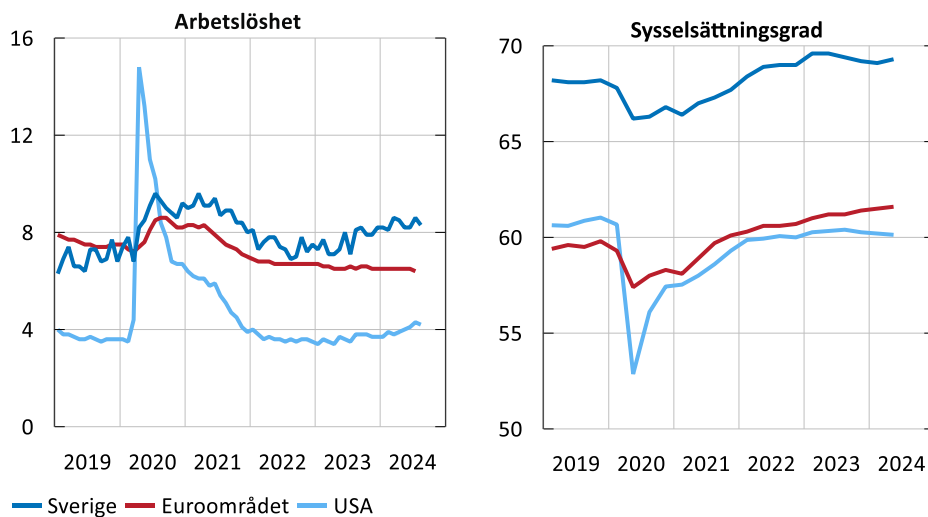
Källor: Institute for Supply Management, S&P Global och Swedbank.

Arbetsmarknaden börjar försvagas i USA

I euroområdet är arbetslösheten fortfarande låg och sysselsättningsgraden stiger (se diagram 4). Detta trots en period av relativt svag tillväxt och att företagens anställningsplaner fallit tillbaka sedan i vintras. Försvagningen av arbetsmarknaden i USA har blivit tydligare den senaste tiden. Sysselsättningsökningen enligt Nonfarm Payrolls har växlat ned tydligt, och den amerikanska arbetslösheten har stigit det senaste året, även om den föll marginellt i augusti till 4,2 procent. Dessutom har nyanställningar och frivilliga uppsägningar sjunkit till en låg nivå. I ett längre tidsperspektiv kan dock arbetslösheten i USA fortfarande betraktas som låg.

Diagram 4. Arbetslöshet och sysselsättningsgrad i omvärlden

Procent av arbetskraften (vänster) och procent av befolkningen (höger)



Anm. Säsongsrensade data. Arbetslöshet och sysselsättningsgrad bland personer i åldrarna 15–74 år för Sverige och euroområdet samt bland personer i åldrarna 16 år och äldre för USA. Källor: Eurostat, SCB och US Bureau of Labor Statistics.

Inflationen är på väg ned, men tjänsteprisinflationen är fortfarande hög

I augusti sjönk HIKP-inflationen i euroområdet till 2,2 procent. Nedgången kan till stor del förklaras av en lägre ökningstakt i energipriserna (se diagram 5). Sedan slutet av fjolåret har årstakten för ökningen av tjänstepriserna legat kring 4 procent vilket är tydligt högre än normalt (se diagram 6).⁵ Avtalade löneökningar i euroområdet dämpades under det andra kvartalet, men i flera länder stiger lönerna fortsatt i en relativt snabb takt vilket bidrar till att hålla upp ökningstakten i tjänstepriserna. Detta gäller bland annat i Tyskland.

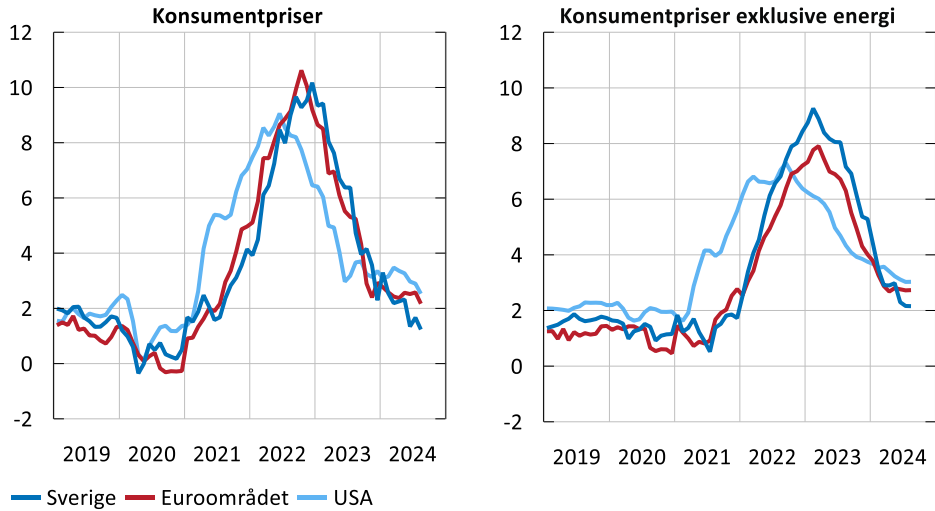
I USA har KPI-inflationen fortsatt att sjunka och var 2,5 procent i augusti. En anledning till detta är den lägre ökningstakten för energipriser men även att tjänstepriserna exklusive hyror och energi har ökat långsammare de senaste månaderna samtidigt

⁵ Genomsnittlig årlig förändring i tjänstepriserna sedan januari 2000 är 2,1 procent i euroområdet, 3,0 procent i USA och 2,3 procent i Sverige.

som ökningstakten i varupriserna har förblivit låg. Dessutom ökar övriga priser nu i en måttligare takt. Mätt med PCE var inflationen 2,5 procent i juli.⁶ Den amerikanska löneökningstakten har dämpats det senaste året. Dessutom har råvarupriserna fallit på världsmarknaden och i både euroområdet och USA har inflationsförväntningarna dämpats. Detta talar för ett lägre inflationstryck framöver.

Diagram 5. Konsumentpriser i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring



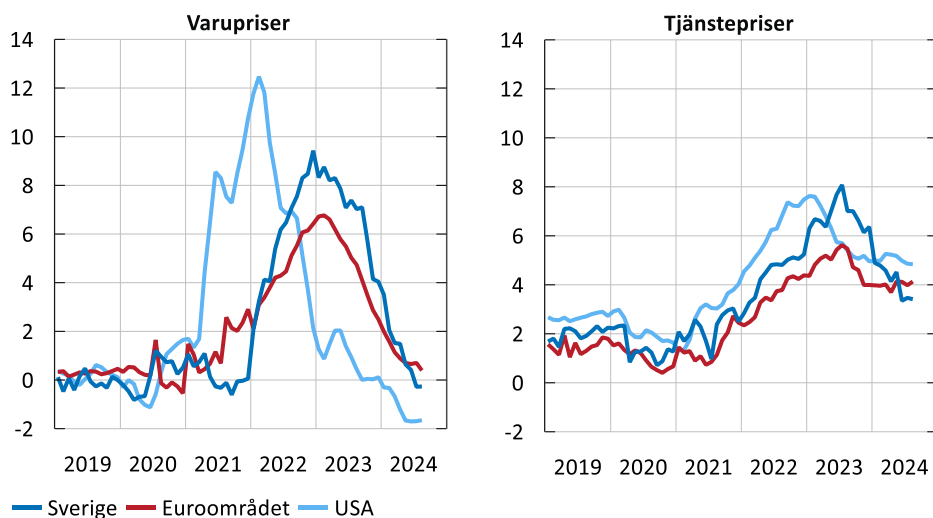
Anm. Avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet samt KPI för USA.

Källor: SCB, Eurostat och US Bureau of Labor Statistics.

⁶ PCE är Federal Reserves föredragna inflationsmått. I detta mått har hyror en mindre vikt än i KPI. Se faktarutan "Skillnaden mellan måtten KPI och PCE i USA" i Penningpolitisk rapport mars 2024, Sveriges riksbank, för en beskrivning av skillnaderna mellan måtten KPI och PCE.

Diagram 6. Priser på varor och tjänster i omvärlden

Årlig procentuell förändring



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

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

1.2 Finansiella förhållanden

ECB och Federal Reserve sänkte sina styrräntor i september

Efter de snabba höjningarna av styrräntorna befinner sig de flesta centralbankerna i omvärlden i ett läge där de nu successivt lättar på penningpolitiken, även om räntenivån är fortsatt åtstramande (se diagram 7). ECB sänkte den 12 september sin inlåningsränta med 0,25 procentenheter till 3,5 procent.⁷ ECB betonar att man på förhand inte vill binda sig till en viss räntebana och att räntebesluten tas möte för möte.

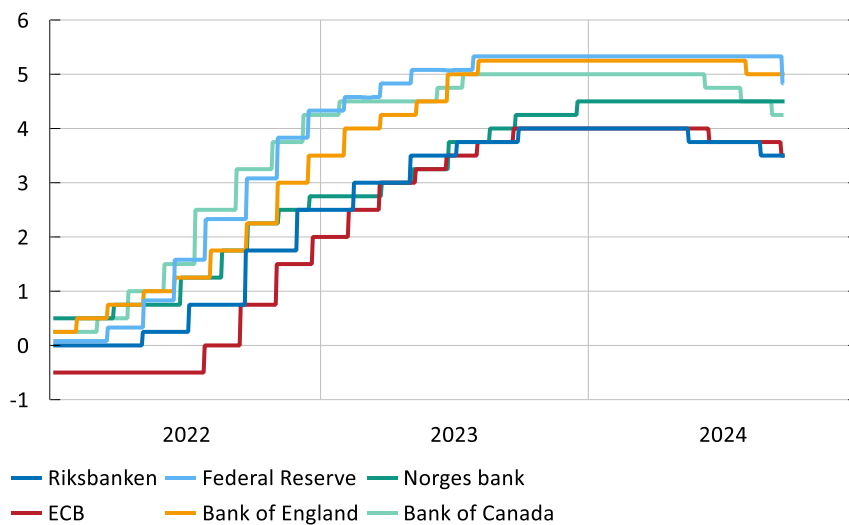
Även Federal Reserve sänkte den 18 september styrräntan för första gången sedan mars 2020. Vid mötet sänktes målintervallet för Federal funds-räntan med 0,5 procentenheter till 4,75–5,00 procent. Centralbanken kommunicerade att uppåt-riskerna för inflationen har minskat och att nedåt-riskerna för arbetsmarknaden har ökat, och att det därför är lämpligt att börja lätta på penningpolitiken för att undvika en alltför svag ekonomisk utveckling. Även Federal Reserve betonar att man inte följer en förutbestämd räntebana utan att besluten tas möte för möte. FOMC-ledamöternas egna bedömningar av den framtida styrräntan, illustrerad i den så kallade "dot-plot", sänktes för 2024 och 2025, och indikerar en styrränta på 4,4 procent innan året är slut och 3,4 procent i slutet av 2025.⁸

⁷ ECB sänkte även räntan för utlåningsfaciliteten och räntan för huvudsakliga refinansieringstransaktioner. Se ECBs penningpolitiska beslut, 12 september 2024.

⁸ Avser mittpunkten (mid point) för styrränteintervallet. Se *FOMC Projections material*, september 2024, Federal Open Market Committee, Federal Reserve.

Diagram 7. Styrrentor i omvärlden

Procent



Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken.

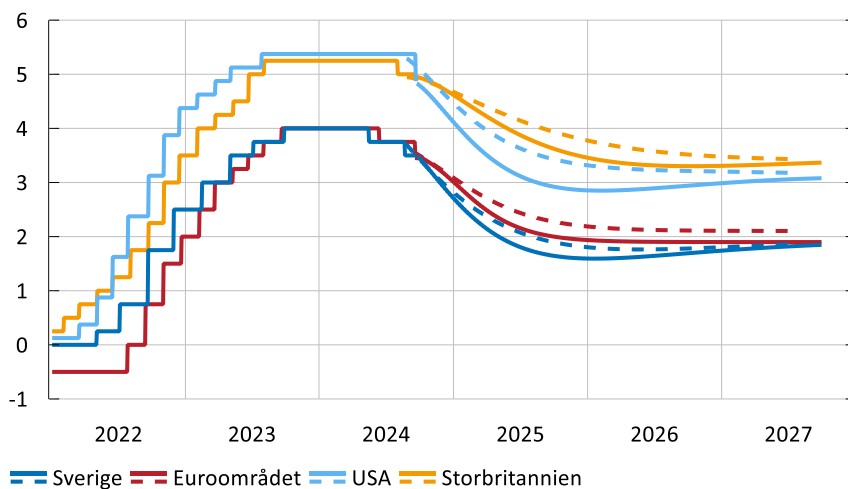
Marknadens förväntningar på omvärldens styrrentor har sjunkit igen

I början av året fanns en utbredd förväntan om att centralbankerna i omvärlden skulle sänka sina styrrentor flera gånger under året. Under våren reverserades dessa förväntningar till stor del på grund av överraskande höga inflationsutfall och starkare ekonomisk aktivitet. Under sommaren har marknadens förväntningar skiftat ner igen i takt med tydligare tecken på lägre inflationsutfall och ekonomisk avmattning. Särskilt förväntningarna på Federal Reserves penningpolitik har varierat kraftigt, där marknadsprissättningen har skiftat flera gånger som svar på nya ekonomiska utfall.

Enligt prissättningen av terminskontrakt på korta penningmarknadsräntor bedömer marknadsaktörer nu att Federal Reserve sänker styrrentan med ungefär 1,7 procentenheter fram till mitten av nästa år. För ECB är förväntningarna på räntesänkningar något lägre. ECB väntas sänka inlåningsräntan med ungefär 1,3 procentenheter under samma tidsperiod (se diagram 8).

Diagram 8. Marknadens förväntningar på styrräntor i framtiden

Procent



Anm. Diagrammet visar styrräntor samt marknadsbaserade förväntningar enligt terminsprissättning (Nelson-Siegel (1994)). Hållbara linjer avser förväntningar 2024-09-23. Streckade linjer avser förväntningar strax före den penningpolitiska uppdateringen i augusti.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken.

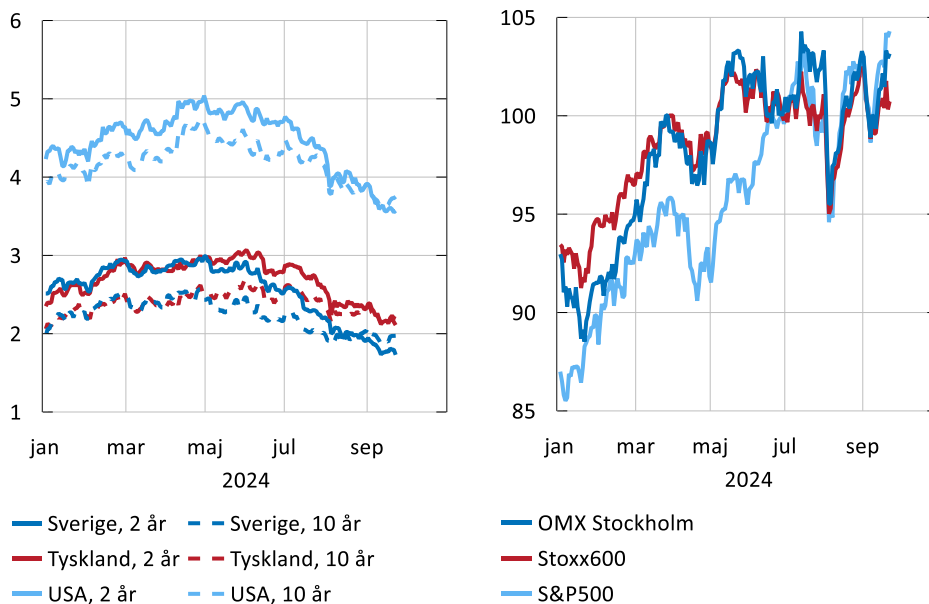
Marknadsräntor på både korta och längre löptider har sjunkit något

Sedan den penningpolitiska uppdateringen i augusti har både korta och långa statsobligationsräntor samt räntor på mer riskfyllda obligationer sjunkit något i Sverige, euroområdet och USA (se diagram 9). I euroområdet och USA steg ränteskillnaden mellan riskfyllda obligationer och swapräntor tillfälligt i samband med den finansiella turbulensen i början av augusti.⁹ Trots att penningpolitiken fortsatt är åtstramande, underlättar de krympande ränteskillnaderna för exempelvis företag och banker att finansiera sig på marknaden. De globala finansiella förutsättningarna kan dock förändras snabbt. Ett exempel på detta var den marknadsturbulens som observerades i början av augusti där bland annat yen-finansierade carry-trades avvecklades snabbt.

⁹ Med riskfyllda obligationer menas t.ex. säkerställda obligationer, kommunobligationer och företagsobligationer.

Diagram 9. Statsobligationsräntor och börsutveckling i Sverige, euroområdet och USA

Procent (vänster) och index, 2024-06-27 = 100 (höger)



Anm. Vänster diagram avser nollkupongräntor för Sverige och Tyskland samt benchmarkräntor för USA.

Källor: Macrobond och Riksbanken.

Även börser har fortsatt att utvecklas starkt och återhämtat sig från nedgången i början av augusti (se diagram 9). Mätt enligt VIX-index för USA och Tyskland är volatiliteten på aktiemarknaden överlag lägre i dagsläget jämfört med under sommarmånaderna. Även indikatorer som mäter finansiell stress på marknaderna är på låga nivåer.

Lägre ut- och inlåningsräntor för hushåll och företag

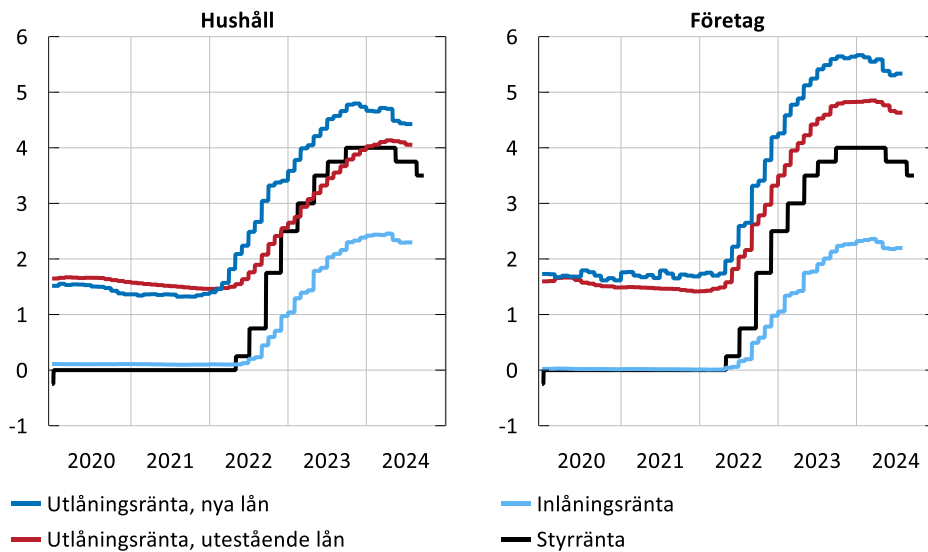
I takt med att Riksbanken sänkt styrräntan har de räntor som hushåll och företag möter också sjunkit. Sedan början av året har den genomsnittliga bolåneräntan på nya lån fallit med ungefär lika mycket som Riksbanken hittills har sänkt styrräntan (se diagram 10).¹⁰ För räntor på bolån med längre löptid som också inkluderar förväntningar om lägre räntor i framtiden har bolåneräntorna dock sjunkit mer än styrräntan (se diagram 11). Till exempel har den genomsnittliga räntan på nya bolån med bindningstider på mellan ett till tre år sjunkit med ungefär en procentenhet sedan början av 2024. Också i företagssektorn möter samtliga branscher en lägre ränta på sina utestående banklån (se diagram 10).

¹⁰ Baseras på SCB:s finansmarknadsstatistik till och med juli och bankernas publicerade genomsnittsräntor i augusti.

Även inlåningsräntan har fallit, men inte lika mycket som de genomsnittliga utlåningsräntorna. När styrräntan sänks brukar inlåningsräntorna falla mindre än utlåningsräntorna. Detta beror bland annat på att konkurrensen om inlåning är förhållandevis hög, inte minst från andra finansiella instrument där insättare kan placera sin likviditet. Transmissionen från styrräntan till räntorna som hushåll och företag möter följer sitt historiska mönster och fungerar väl.

Diagram 10. Genomsnittliga ut- och inlåningsräntor till hushåll och företag samt Riksbankens styrränta

Procent

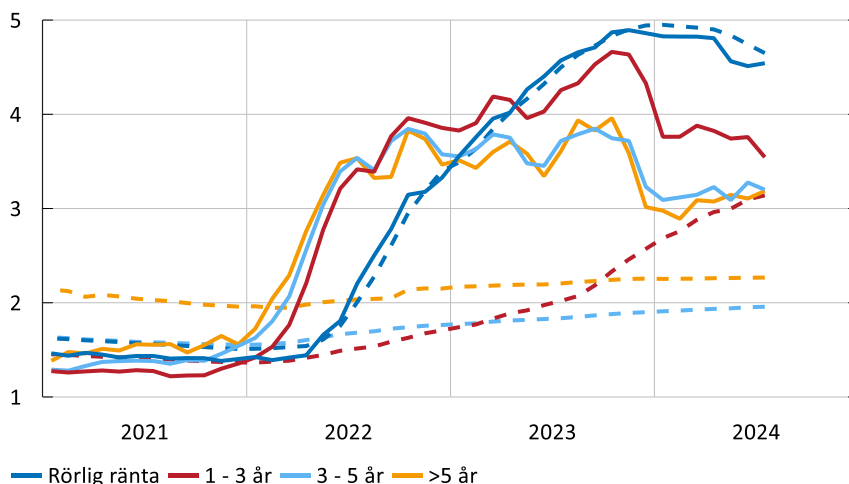


Anm. Volymviktade medelvärden av ut- respektive inlåningsräntor på samtliga löptider. För hushåll avses räntor på lån från monetära finansinstitut, bostadskreditinstitut och alternativa investeringsfonder. Hushållens utlåningsränta avser lån för bostadsändamål. För företag avses lån från monetära finansinstitut. Nya lån avser även omförhandlade lån. Det sista utfallet avser juli 2024.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 11. Genomsnittliga bolåneräntor till hushåll för olika bindningstider

Procent



Anm. Avser bolåneräntor från monetära finansinstitut, bostadskreditinstitut och alternativa investeringsfonder. Heldragna linjer avser nya och omförhandlade lån, streckade linjer avser utestående lån. Det sista utfallet avser juli 2024.

Källa: SCB.

Kredittillväxten är fortsatt på låga nivåer och bostadspriserna stiger långsamt

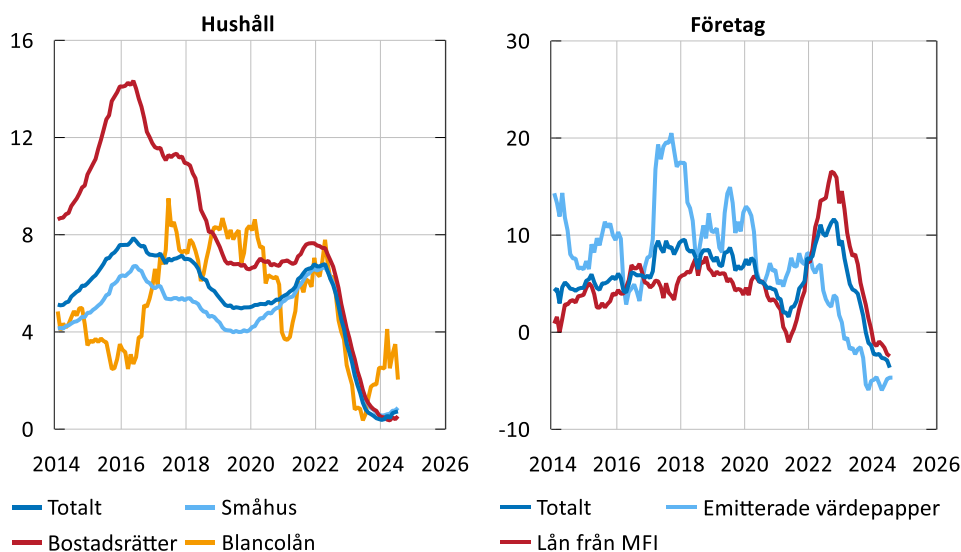
Trots de något lägre utlåningsräntorna är nyutlåningen till hushåll och företag fortsatt på låga nivåer. För företag är den fortsatt negativ (se diagram 12).¹¹ Det är företag inom samtliga branscher, utom i kategorierna "fastighetsbranschen – bostäder" och "övrige tjänster", som minskar sin upplåning.

Sedan början av året har bostadspriserna stigit med ungefär 2,5 procent. I nivå är bostadspriserna i nuläget ungefär oförändrade jämfört med före pandemin. Trots att omsättningen på bostadsmarknaden har börjat återhämta sig något har utbudet av bostäder fortsatt att öka under året. Det stora utbudet i förhållande till omsättningen kan verka dämpande på bostadspriserna.

¹¹ Företagens upplåning kan ske via banklån eller att de emitterar värdepapper på obligationsmarknaden. Även om kredittillväxten totalt sett är negativ, finns det vissa tecken på att utlåningen via obligationsmarknaden i svenska kronor ökar något till följd av en ökad riskaptit och lägre riskpremier.

Diagram 12. 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.

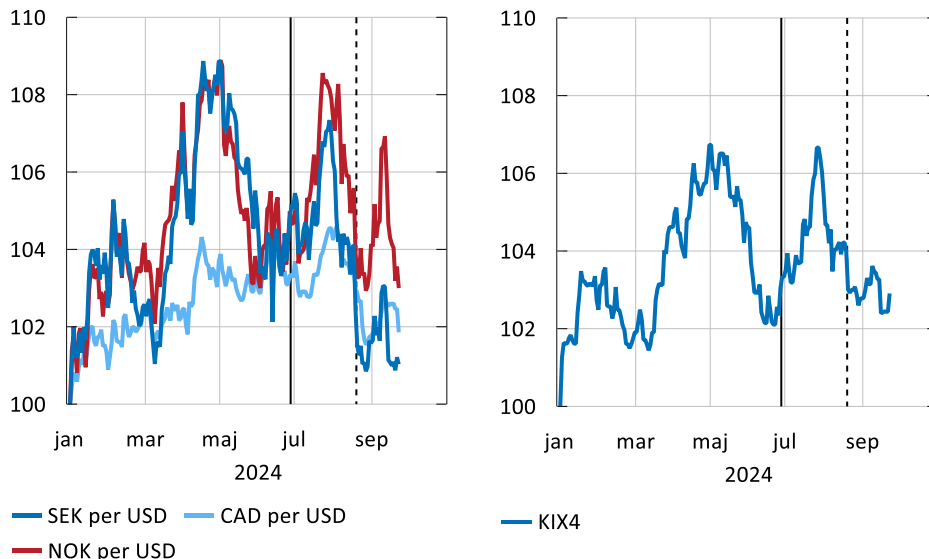
Källa: SCB.

Lägre räntor i USA ger stöd åt en förstärkning av mindre valutor

Marknaden har fortsatt att justera ner sina förväntningar om ränteutvecklingen i USA. Detta har bidragit till att dollarn har försvagats ytterligare och gett stöd åt mindre valutor, så som den svenska kronan. Överlag har kronan utvecklats i linje med andra mindre valutor och, mätt med KIX, är kronan på ungefär samma nivå som vid tidpunkten för den penningpolitiska uppdateringen i augusti (se diagram 13). I Riksbankens prognos antas kronan fortsätta stärkas framöver.

Diagram 13. Utvecklingen av ett antal mindre valutor mot dollarn samt nominell växelkurs mot KIX4

Index, 2024-01-01 = 100



Anm. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. KIX4 (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot den amerikanska dollarn, euron, det brittiska pundet och den norska kronan. De streckade vertikala linjerna markerar tidpunkten för den penningpolitiska uppdateringen i augusti och de heldragna vertikala linjerna tidpunkten för den penningpolitiska rapporten i juni.

Källor: Macrobond Financial AB och Riksbanken.

1.3 Svensk realekonomi

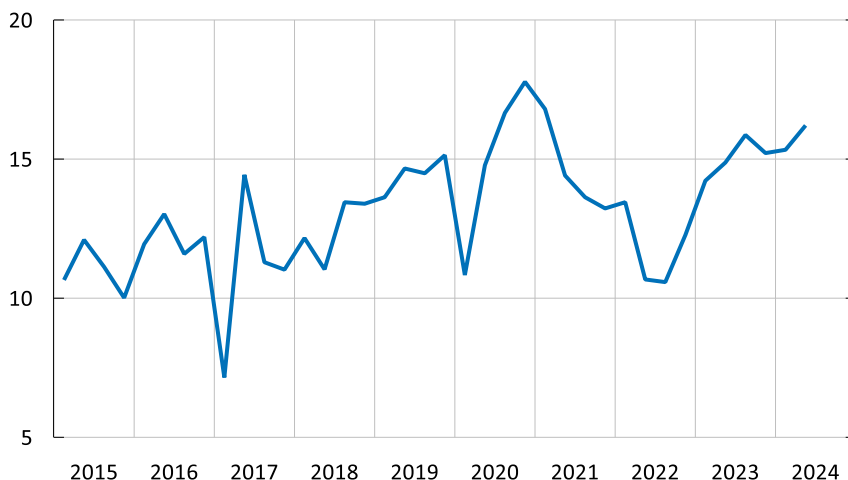
Svensk konsumtion är fortfarande svag

Svensk BNP föll med 0,3 procent under det andra kvartalet i år jämfört med föregående kvartal (se diagram 3). Nedgången förklaras till största del av svag konsumtion och investeringar medan det största positiva bidraget kom från nettoexporten. Hushållens sparkvot har varit hög och konsumtionen har varit dämpad sedan räntorna började höjas 2022 (se diagram 14).¹²

¹² Se också "Hushållen fortsatte spara samtidigt som tillväxttakten för bostadslån ökade", Finansräkenskaperna andra kvartalet 2024, SCB.

Diagram 14. Hushållens sparkvot

Procent av disponibel inkomst



Anm. Säsongrensade data. Hushållen och hushållens icke-vinstdrivande organisationer (HIO).
Källor: SCB och Riksbanken.

Konjunkturinstitutets barometerindikator minskade marginellt under augusti och den bidrar överlag till bilden av en något svagare utveckling än vad Riksbanken räknade med i prognosen i juni. Det finns dock fortsatt tecken på en framtidsoptimism bland hushållen, där till exempel deras bedömning av den svenska och den egna ekonomin om 12 månader är högre än normalt.

Fortsatt svag utveckling på arbetsmarknaden

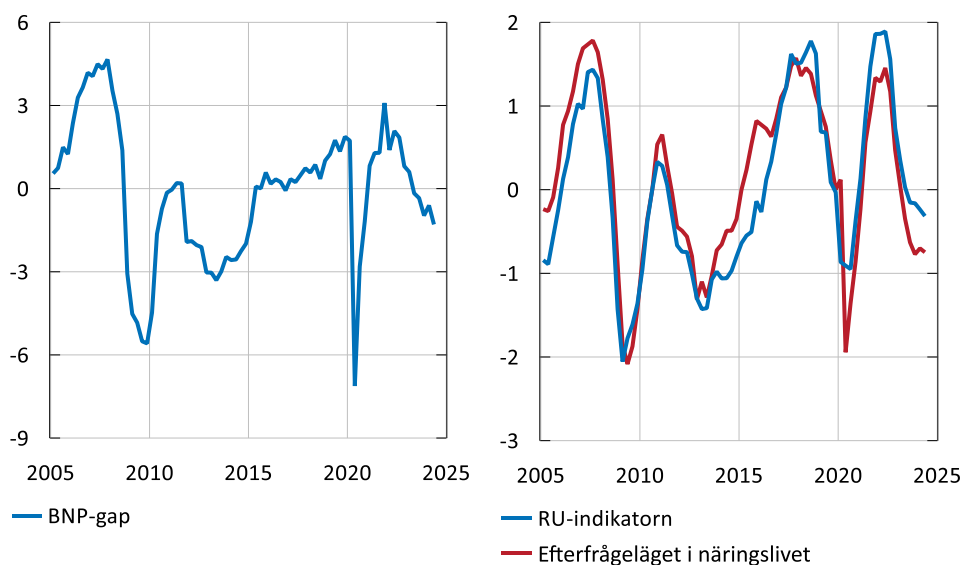
Arbetslösheten har stigit sedan slutet av 2022 (se diagram 4). Den låga efterfrågan i ekonomin och arbetsmarknadsindikatorer talar för en fortsatt relativt svag utveckling på arbetsmarknaden den närmaste tiden. Antalet varsel och konkurser är på en förhöjd nivå, och antalet nyanmälda lediga platser har fallit tydligt. Å andra sidan är anställningsplanerna svagt positiva, och i synnerhet tjänstebranschen planerar att nyanställa.

Lågkonjunkturer nära botten

Resursutnyttjandet i svensk ekonomi bedöms nu vara lägre än normalt och ekonomin befinner sig i en mild lågkonjunktur. Ett sätt att uppskatta resursutnyttjandet är att bedöma storleken mellan faktiska och potentiella nivåer för till exempel BNP, det så kallade BNP-gapet. En annan indikator på resursutnyttjandet är hur företagen ser på efterfrågeläget just nu och som mäts regelbundet av Konjunkturinstitutet. Riksbankens bedömning är att BNP-gapet är lägre än normalt, vilket rimmar väl med efterfrågeläget just nu (se diagram 15). Riksbankens resursutnyttjandeindikator, RU-indikatorn, som väger samman olika indikatorer, tyder också på att resursutnyttjandet har sjunkit och är marginellt under det normala. Men indikatorer för tillväxten har stigit sedan inledningen av året och börjar närma sig nivåer som är förenliga med normal tillväxt. Bedömningen är därmed att konjunkturer inte försvagas så mycket ytterligare.

Diagram 15. BNP-gap och efterfrågeläget i näringslivet

Procent (vänster), standardavvikelse (höger)



Anm. BNP-gapet avser avvikelse från Riksbankens bedömda långsiktiga trend. RU-indikatorn är ett statistiskt mått på resursutnyttjandet. RU-indikatorn och efterfrågeläget i näringslivet är båda normaliserade så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

ANALYS – Mikrodata ger insikter om hur företagen ändrar sina priser

Ett sätt att få en uppfattning om hur företagen ändrar sina priser är att undersöka hur ofta och hur mycket priserna ändras på produkterna som ingår i konsumentprisindex (KPI). Resultaten visar att det primärt är frekvensen av, och inte storleken på, prisförändringar som samvarierar med inflationstakten. Detta var tydligt under åren 2022 och 2023 när inflationen var hög. Då höjde företagen sina priser betydligt oftare än vad de gjort tidigare, samtidigt som den genomsnittliga storleken på prisförändringarna inte förändrades särskilt mycket. I takt med att inflationen har fallit, har även företagen börjat ändra sina priser mer sällan. Detta indikerar att prissättningsbeteendet nu är mer i linje med hur det såg ut före perioden med hög inflation.

För att förstå vad som påverkar inflationen är det viktigt att förstå hur företagen sätter sina priser och om, och i så fall hur, det förändras i olika ekonomiska situationer. Det finns studier som indikerar att genomslaget till konsumentpriserna från företagens ändrade kostnader är större när inflationen och efterfrågan är hög.¹³

¹³ Se till exempel C. Borio, M. Lombardi, J. Yetman och E. Zakrajšek (2023), "The two-regime view of inflation", BIS papers No 133, Bank for International Settlements.

Sådana ändringar i företagens kostnader kan till exempel vara förändringar i priserna på deras insatsvaror eller lönekostnader.

I en studie från Konjunkturinstitutet visades att svenska företag i genomsnitt höjt sina priser i linje med hur deras kostnader har höjts under perioden från 2019 till det andra kvartalet 2023.¹⁴ Företag har dock historiskt tenderat att jämna ut sina prisförändringar och låta en del av kostnadsförändringarna absorberas av sina vinstmarginaler, men så skedde alltså inte under perioden med stigande inflation 2022 och 2023. Detta indikerar att denna del av företagens prissättningsbeteende förändrades under höginflationsperioden.

Här studerar vi en annan aspekt av företagens prissättningsbeteende, nämligen hur mycket och hur ofta företagen ändrar sina priser. Med hjälp av ett stort datamaterial har vi i detalj studerat hur priserna förändras på de produkter som ingår i konsumentprisindex (KPI).¹⁵ I diagram 16 visas att skillnaden mellan prishöjnings- och pris-sänkingsfrekvensen ökade kraftigt under perioden med hög inflation, men att den från och med början av 2024 tycks ligga på ungefär samma nivå som den gjorde innan inflationen började stiga. Utvecklingen under höginflationsperioden drevs alltså främst av en uppgång i hur ofta företagen höjde priserna. Utvecklingen i prisförändringarnas genomsnittliga storlek var däremot relativt stabil och förändrades inte särskilt mycket.^{16 17}

¹⁴ Konjunkturinstitutet, "Prissättning hos svenska företag 2023" (2023), Specialstudie, Konjunkturinstitutet.

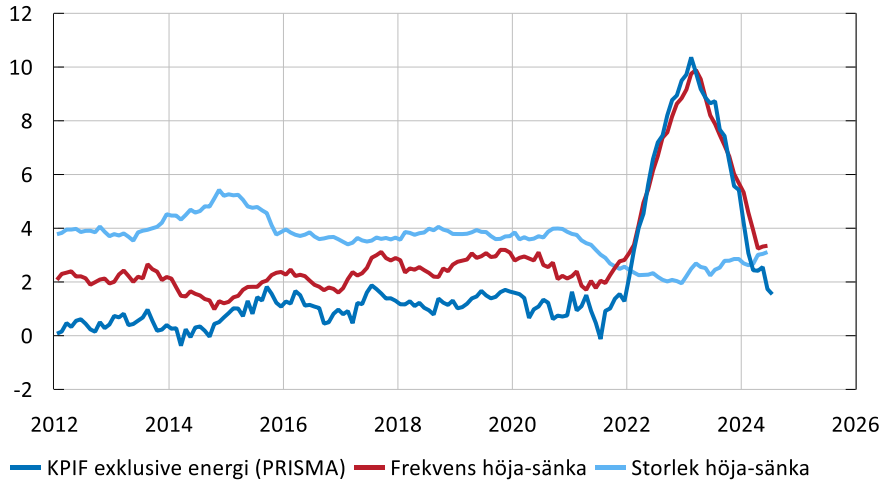
¹⁵ För en mer utförlig genomgång se M. Klein, K. Strömberg och O. Tysklind (2024), "Inflationsdynamiken under höginflationsperioden: insikter från mikrodata", *Ekonomisk kommentar* nr 14, Sveriges riksbank.

¹⁶ Den aggregerade prisnivån i KPI beräknas utifrån ett stort antal insamlade priser, och den beror följaktligen både på hur ofta och hur mycket priserna ändras. Datamaterialet som använts täcker ungefär 75 procent av den totala vikten i KPI, och det omfattar cirka 9 miljoner prisobservationer från 2010 och framåt. I materialet kan man följa priserna på enskilda produkter månad för månad för att se om de ändras och, i de fall de gör det, med hur mycket. Därifrån kan man med hjälp av produkt- och produktgruppsvikter skapa aggregerade mått på hur ofta priserna höjts respektive sänkts, och mått på prisförändringarnas storlek.

¹⁷ Dessa resultat är i linje med liknande studier i andra länder, se till exempel fördjupningen "Analyzing businesses' price-setting behaviour" i Bank of Canadas penningpolitiska rapport från april 2024. Resultatet är också i linje med hur företagen i Riksbankens företagsundersökning svarade under 2022, där de uppgav att de förändrade priserna oftare än vanligt. Liknande resultat har kommit fram i enkätundersökningar i andra länder, till exempel den här hos CEPR: [Price-setting in a high-inflation environment](#).

Diagram 16. Aggregerad prisförändringstakt över 12 månader samt relativ prisförändringsfrekvens och prisförändringstorlek

Årlig procentuell förändring (KPIF) respektive procentenheter (frekvens och storlek)



Anm. KPIF exkl. energi (PRISMA) baseras på KPIF exklusive energi, där de komponenter som inte finns med i mikrodatabaserna har exkluderats. Den relativa frekvensen och storleken på prisförändringarna, jämfört med månaden innan, uttrycks som 12 månaders glidande medelvärde. Detta för att matcha den årliga procentuella förändringen.

Källor: SCB och Riksbanken.

Samma mönster syns när man tittar på undergrupperna livsmedel och andra varor i KPI. För tjänstepriserna ser det dock lite annorlunda ut. Bland tjänstepriserna är prisökningstakten fortfarande ovanligt hög, och företagen ändrar sina priser oftare än vanligt.¹⁸ Kommunala taxor och hyror är exempel på tjänstepriser som ökar ovanligt mycket. Detta bedöms i första hand bero på de kostnadsökningar som skedde under 2022 och 2023, snarare än den efterfråge- och kostnadsutveckling som sker i nuläget.

I takt med att inflationen har normaliserats har även prisförändringsfrekvensen gjort det. En lärdom man kan dra inför framtiden är att det är viktigt att upptäcka tidiga tecken på att företagen börjar förändra sina priser oftare, under perioder med stora förändringar i kostnader och hög efterfrågan. En källa till sådan information skulle till exempel kunna vara Riksbankens egna företagsundersökningar. Företagen i undersökningen uppgav tidigt under 2022 att de förändrade priserna oftare än vanligt, och att det var lättare än vanligt att få acceptans från kunderna för att höja priserna.¹⁹

¹⁸ M. Klein, E. Skeppås och O. Tysklind (2024), "Prisändringar på varor och tjänster under höginflationsperioden: insikter från mikrodatabaserna", *Ekonomisk kommentar* nr 15, Sveriges riksbank.

¹⁹ Se till exempel "Jag har aldrig varit med om att kunderna accepterar prishöjningar så lätt", *Riksbankens företagsundersökning*, februari 2022, Sveriges riksbank.

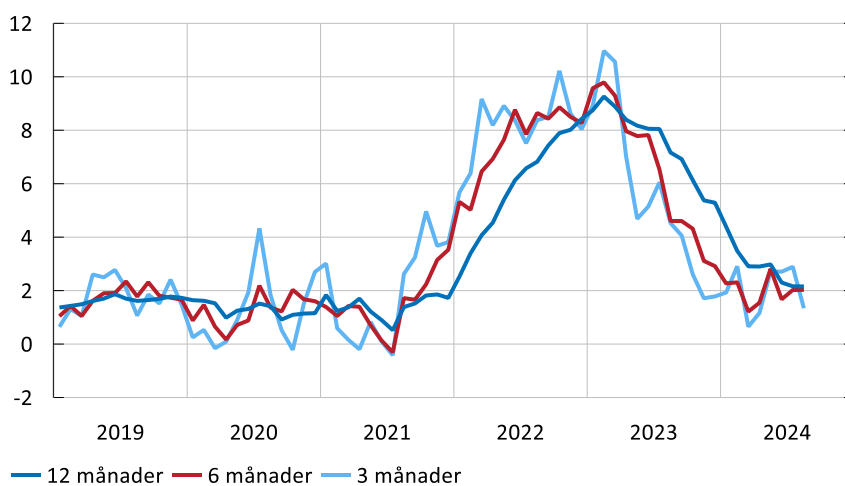
1.4 Svensk inflation

Inflationen fortsätter att sjunka

Sedan prognosen i den penningpolitiska rapporten i juni har inflationen fallit något mer än förväntat. I augusti var KPIF-inflationen 1,2 procent (se diagram 5). Detta förklaras till största del av den svaga prisutvecklingen på energi. Exklusive energi var inflationen 2,2 procent i augusti och mätt som tre- eller sexmånadersförändring i uppräknad årstakt har den varit nära 2 procent sedan början av 2024 (se diagram 17).

Diagram 17. KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring respektive tre- och sexmånadersförändring, uppräknat till årstakt i procent



Anm. Säsongsrensade data.

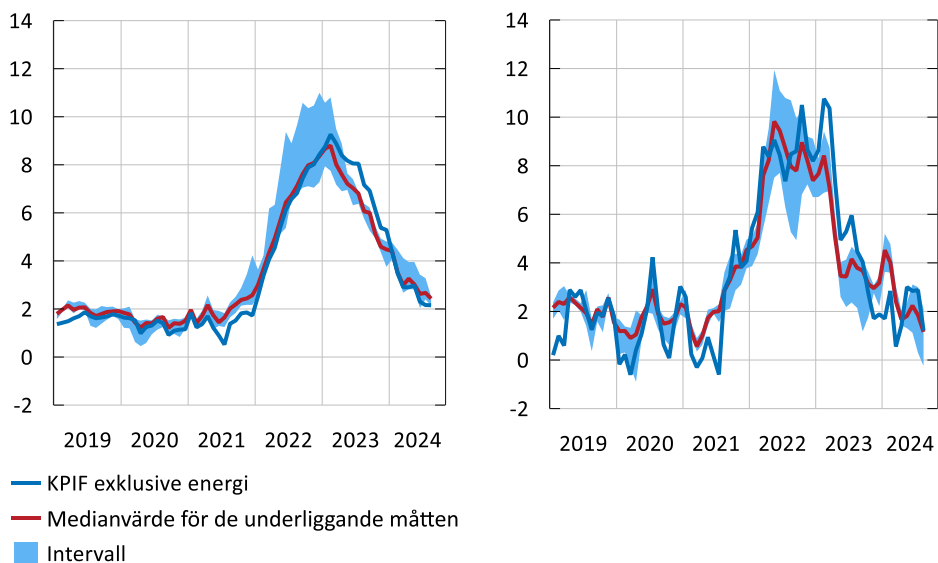
Källor: SCB och Riksbanken.

Riksbanken analyserar även olika mått på den underliggande inflationen, som exkluderar eller minskar betydelsen av priser som varierar kraftigt.²⁰ Även dessa mått har sjunkit tydligt både som årstakt och, särskilt, som månadsförändringar (se diagram 18).

²⁰ För mer information om olika mått på underliggande inflation, se Riksbankens hemsida: <https://www.riksbank.se/sv/statistik/makroindikatorer/underliggande-inflation/>.

Diagram 18. Olika mått på underliggande inflation

Årlig procentuell förändring (vänster) samt månadsförändring, tre månaders glidande genomsnitt, uppräknat till årstakt i procent (höger)



Anm. Fälten visar det högsta och lägsta utfallet bland 5 mått på underliggande inflation: UND24, Trim85, persistensviktad inflation (KPIFPV), faktor från principalkomponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1). Det högra diagrammet visar säsongrensade månadsförändringar. I intervallet för månadsförändringarna har KPIFPV exkluderats.

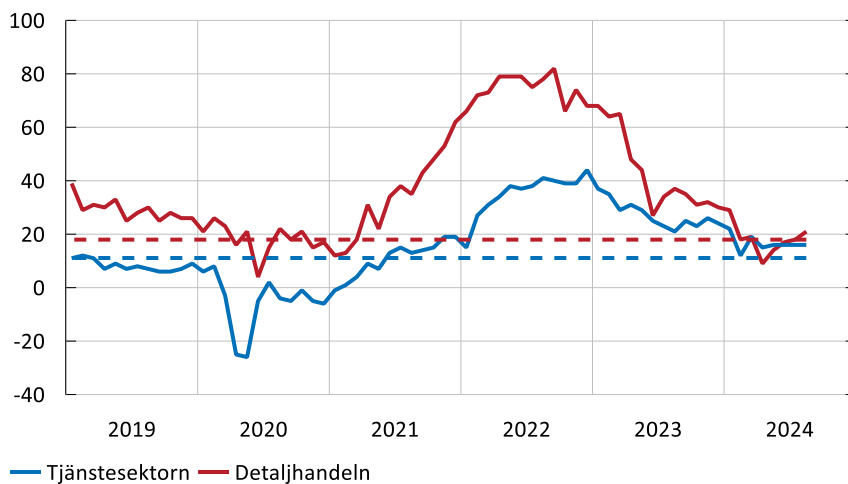
Källor: SCB och Riksbanken.

I likhet med omvärlden har prisökningstakten för varor och livsmedel gått ned och är nu nära sitt historiska genomsnitt. Även tjänsteprisökningarna har fortsatt nedåt men är fortsatt något högre än normalt. Det förklaras framför allt av stora prisökningar på priser som ändras sällan, som exempelvis hyror och administrativt satta priser. Dessa priser påverkas fortfarande av de kostnadsökningar som skedde under 2022 och 2023, snarare än den efterfråge- och kostnadsutveckling som sker i nuläget.

Enligt Konjunkturinstitutets barometer ligger företagens prisplaner i närheten av sina historiska genomsnitt (se diagram 19). Dessutom utvecklas producentpriserna i en måttlig takt och de långsiktiga inflationsförväntningarna är väl förankrade kring inflationsmålet (se diagram 20). Detta skapar goda förutsättningar för en inflation nära 2 procent framöver.

Diagram 19. Prisplaner i Konjunkturbarometern

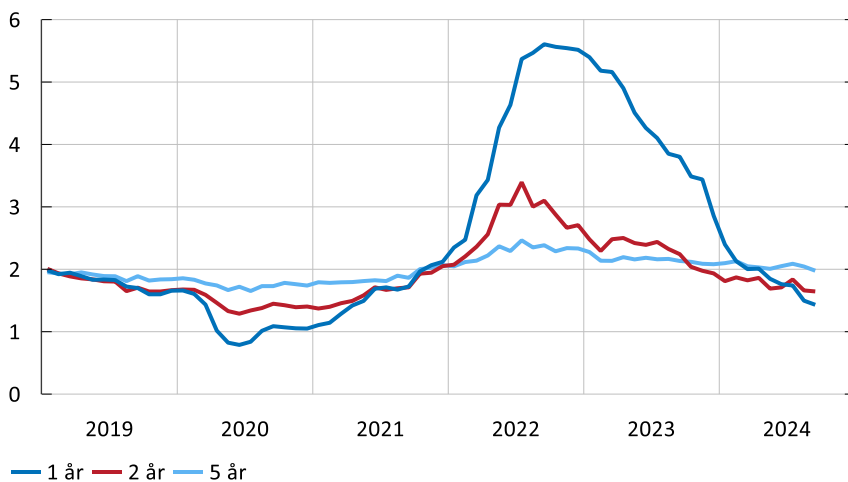
Nettotal



Anm. Diagrammet visar nettotalen över hur många företag som svarat att de planerar att höja priserna jämfört med hur många som planerar att sänka dem under de närmaste tre månaderna. Säsongsrensade data. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 2000–2024. Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 20. Inflationförväntningar

Procent



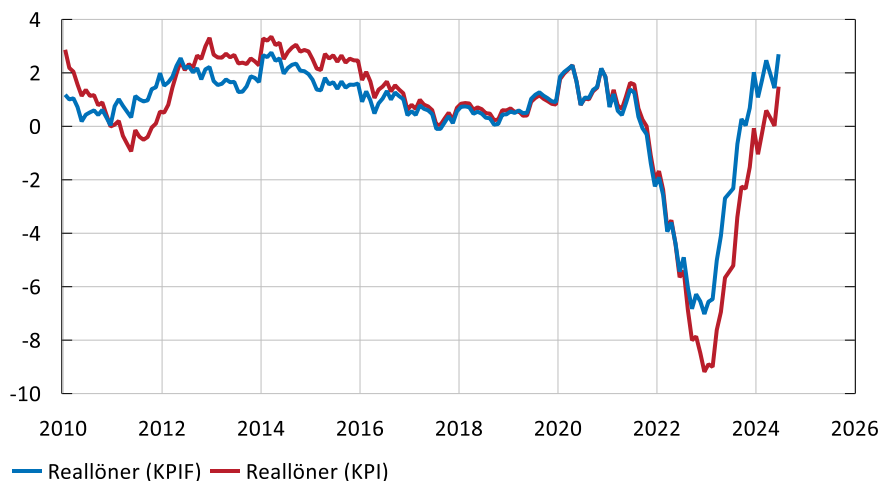
Anm. Förväntningar avser KPI. Penningmarknadens aktörer. Källa: Kantar Prospera.

Reallönerna stiger igen

Löneökningstakten har fallit under det första halvåret 2024, även om en viss uppgång skedde i juni. En lägre löneökningstakt är i linje med profilen i de avtal som förhandlades fram i början av fjolåret. Trots att lönerna ökat något långsammare de senaste månaderna innebär den lägre inflationen att reallönerna har börjat stiga igen och är nu högre än normalt (se diagram 21).²¹

Diagram 21. Reallöner

Årlig procentuell förändring



Anm. Reallönerna är beräknade som differensen mellan löneökningstakten och den årliga procentuella förändringen i KPI respektive KPIF. Data över löneökningstakten är preliminära och avser Medlingsinstitutets prognos över vad de slutgiltiga utfallen kommer att bli. Den sista observationen är för juni.

Källor: SCB, Medlingsinstitutet och Riksbanken.

²¹ Reallönen har stigit med i genomsnitt 1,1 procent per år sedan 2000 mätt med både KPI och KPIF.

2 Utsikterna de kommande åren

Inflationen har fallit i både euroområdet och USA de senaste månaderna och bedöms närma sig centralbankernas mål under nästa år. Tillväxten i euroområdet är fortsatt relativt svag i år, men successivt lägre räntor bidrar till att tillväxten stiger något kommande år. I USA dämpas istället tillväxten efter ett par år med en stark utveckling. Sammantaget bedöms tillväxten i omvärlden bli måttlig under prognosperioden.

I Sverige väntas BNP-tillväxten att vara fortsatt något lägre än normalt och arbetslösheten fortsätta att stiga något under andra halvåret i år. Under nästa år väntas dock tillväxten tillta och arbetslösheten falla. Återhämtningen drivs av stark inhemsk efterfrågan, där stigande reallöner och lägre räntor stärker hushållens köpkraft. Rensat för energipriser har inflationen stabiliserats nära 2 procent, men låga energipriser innebär att KPIF-inflationen väntas bli lägre det närmaste året.

Centrala bedömningar och antaganden i prognosen

- Prognoserna för svensk realekonomi och inflation baseras på bedömningen att lågkonjunkturen i euroområdet har bottnat och att tillväxten ökar 2025. I USA väntas tillväxten bromsa in i slutet av 2024.
- Geopolitiska spänningar antas ge begränsade effekter på global BNP och inflation under prognosperioden.
- Energipriser antas följa terminspriseringen de närmaste åren.
- Resursutnyttjandet i svensk ekonomi bedöms vara svagare än normalt i utgångsläget.
- Den svenska finanspolitiken antas vara milt expansiv och bidra något positivt till BNP-tillväxten 2025, men därefter vara varken expansiv eller åtstramande.
- Prognosperioden sträcker sig fram till och med det tredje kvartalet 2027.

Prognos för penningpolitiken: Styrräntan sänks med 0,25 procentenheter i september. Förutsatt att inflationsutsikterna står sig kan styrräntan sänkas två gånger till i år. Prognosen innebär att styrräntan därefter sänks så att den når 2,25 procent i slutet av prognosperioden.

2.1 De ekonomiska utsikterna i omvärlden

Svag global tillväxt i år stiger något framöver

Återhämtningen i euroområdet går långsamt. Trots att reallönerna i många europeiska länder stigit snabbt sedan en tid tillbaka är konsumtionstillväxten svag och sparandet har ökat. Inflationen i euroområdet väntas fortsätta att sjunka och i takt med en mindre åtstramande penningpolitik tar konsumtionen och BNP något mer fart under 2025.²²

I USA har BNP-tillväxten varit stark både ifjol och hittills i år, men det finns tecken på att tillväxten kommer att försvagas och amerikansk arbetsmarknad har mattats av. Inflationen faller dock och successivt lägre räntor stimulerar efterfrågan framöver (se diagram 8). Trots hög skuldsättning, och oavsett utgången i det amerikanska presidentvalet, väntas underskotten i den offentliga sektorn i USA vara fortsatt stora vilket stöttar efterfrågan, åtminstone på medellång sikt. Nästa år väntas dock den amerikanska tillväxten vara lägre än normalt.

I Kina hålls BNP-tillväxten tillbaka av låg inhemsk efterfrågan. Detta beror bland annat på en svag demografisk utveckling och fallande fastighetspriser som kraftigt dämpat konsumentförtroendet och kredittillväxten.

Även om den globala tillväxten tilltar något kommande år, väntas den i ett historiskt perspektiv sammantaget vara måttlig.²³

Inflationen faller i omvärlden

I euroområdet sjönk HIKP-inflationen till 2,2 procent i augusti. Nedgången förklaras till stor del av en lägre ökningstakt på energipriser. Inflationen exklusive energi och livsmedel var 2,8 procent i augusti. Inflationen väntas fortsätta falla vilket framför allt beror på att den fortsatt höga ökningstakten i tjänstepriserna dämpas. I euroområdet väntas dock löneökningstakten vara fortsatt hög i år, vilket bidrar till att det tar lite längre tid än i USA för ökningstakten i tjänstepriserna att gå ned. Mot slutet av prognosperioden sjunker euroområdets löneökningstakt ned till kring 3 procent. I USA dämpas dessutom prisökningstakten för hyror, vilket bidrar till att tjänstepriserna ökar långsammare. I både euroområdet och i USA väntas inflationen stabiliseras kring centralbankernas mål under 2025.

²² Eftersom en stor andel hushåll i euroområdet har bundna lån kommer effekten av sänkt ränta komma med en större eftersläpning än i till exempel Sverige.

²³ Med global avses här KIX-viktad BNP i fasta priser. KIX är ett viktat genomsnitt mot 31 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Genomsnittlig tillväxt mellan 2010 och 2019 är 2,3 procent.

Tabell 1. Nyckeltal för omvärlden

Årlig procentuell förändring om ej annat anges. Siffror inom parentes avser prognos från föregående penningpolitiska rapport.

	2023	2024	2025	2026
BNP euroområdet	0,5 (0,6)	0,8 (0,8)	1,3 (1,5)	1,3 (1,4)
BNP USA	2,5 (2,5)	2,6 (2,3)	1,5 (1,8)	1,9 (2,1)
HIKP euroområdet	5,4 (5,4)	2,4 (2,3)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
KPI USA	4,1 (4,1)	2,8 (2,9)	2,0 (2,1)	2,2 (2,3)

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

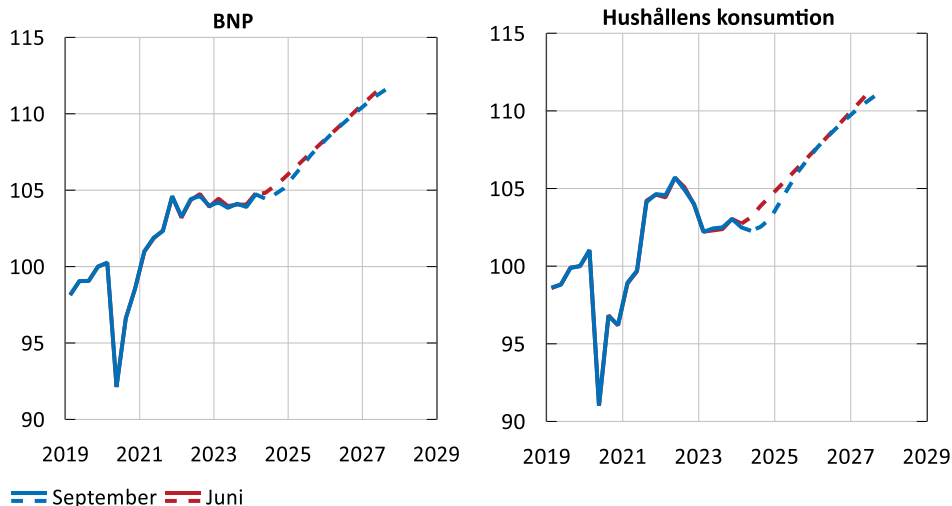
2.2 De ekonomiska utsikterna i Sverige

Tillväxten tar fart under 2025

BNP har utvecklats svagt hittills i år och svensk ekonomi befinner sig sedan en tid tillbaka i en mild lågkonjunktur. Under andra halvåret väntas BNP stiga något men återhämtningen inleds först under 2025. Hushållens konsumtion stiger i takt med att inflationen faller tillbaka och räntan gradvis sänks vilket innebär att hushållens reala disponibla inkomster ökar (se diagram 22). Eftersom efterfrågan från omvärlden bedöms vara fortsatt relativt svag det närmaste året är alltså återhämtningen till stor del driven av inhemsk efterfrågan. Detta stöds också av att hushållen enligt enkätundersökningar är optimistiska om framtiden. Under 2025 och 2026 väntas BNP stiga med 1,9 respektive 2,5 procent (se diagram 22).

Diagram 22. BNP och konsumtion i Sverige

Index, 2019 kv4 = 100



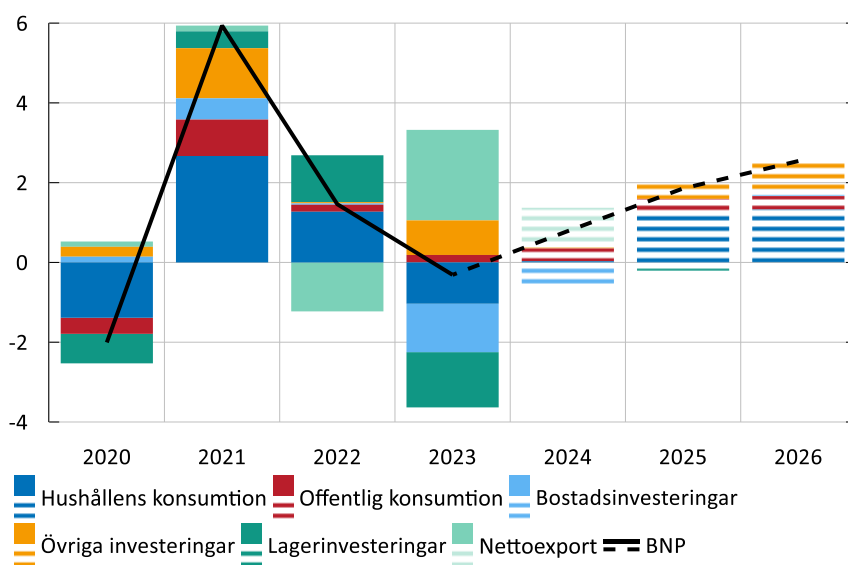
Anm. Säsongsrensade data. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Bostadsinvesteringarna har varit svaga de senaste åren men med en gradvis lägre ränta väntas efterfrågan på bostäder öka, ökningstakten i bostadspriserna stiga och, med viss fördröjning, bostadsinvesteringarna stärkas (se diagram 23). En långsammare ökning av befolkningen framöver innebär dock att uppgången i bostadsinvesteringarna blir måttlig. Näringslivets övriga investeringar har utvecklats svagt hittills i år, men väntas växa gradvis snabbare kommande år när tillväxten i konsumtion och export stiger. Dessutom väntas de offentliga investeringarna öka under 2025 jämfört med i år. Finanspolitiken bedöms ge ett något positivt bidrag till BNP-tillväxten 2025.²⁴

Diagram 23. Bidrag till BNP

Procent (BNP) respektive procentenheter (bidrag)



Anm. Bidrag till årlig procentuell förändring av BNP i fasta priser.

Källor: SCB och Riksbanken.

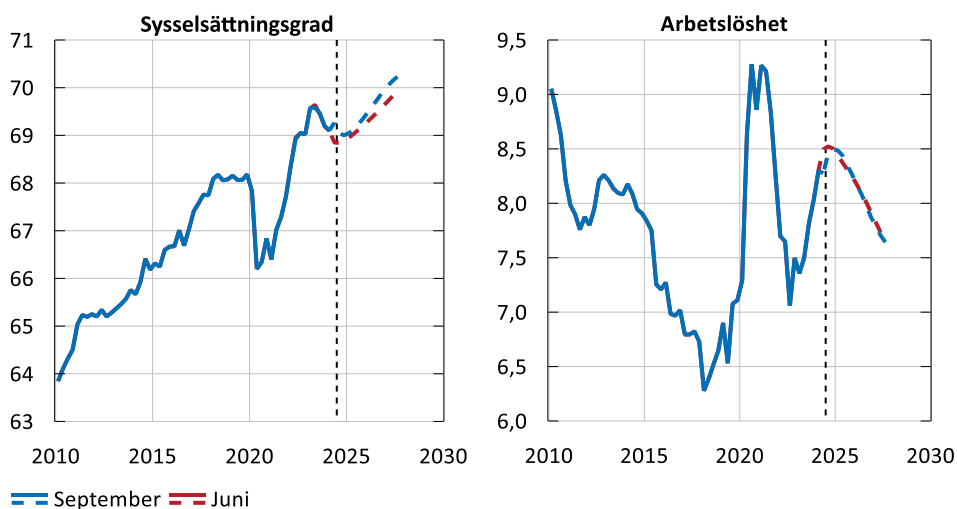
Arbetslösheten sjunker igen i början av 2025

Den svaga efterfrågan i ekonomin liksom arbetsmarknadsindikatorer talar för en relativt svag utveckling på arbetsmarknaden den närmaste tiden. I Riksbankens prognos fortsätter sysselsättningsgraden sjunka och arbetslösheten stiga något under andra halvan av 2024. Arbetslösheten väntas stiga till 8,5 procent, innan den börjar sjunka gradvis från och med inledningen av 2025, i takt med att efterfrågan i ekonomin tar fart (se diagram 24).

²⁴ Se faktarutan "Budgetpropositionen 2025".

Diagram 24. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet i Sverige

Procent av befolkningen (vänster) respektive procent av arbetskraften (höger)



Anm. Säsongsrensade data. Avser personer i åldrarna 15–74 år. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Svart streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 2. Nyckeltal för Sverige

Årlig procentuell förändring om inte annat anges. Siffror inom parentes avser prognos från föregående penningpolitiska rapport.

	2023	2024	2025	2026
BNP	-0,3 (-0,2)	0,8 (1,1)	1,9 (1,7)	2,5 (2,4)
Sysselsatta	1,4 (1,4)	-0,4 (-0,6)	0,4 (0,5)	1,0 (0,8)
Arbetslöshet*	7,7 (7,7)	8,4 (8,5)	8,4 (8,3)	8,0 (8,0)
BNP-gap**	-0,2 (-0,3)	-1,2 (-1,1)	-0,8 (-0,8)	-0,1 (-0,3)
Offentligt finansiellt sparande, procent av BNP	-0,6 (-0,6)	-1,6 (-1,4)	-1,1 (-0,7)	-0,6 (-0,4)

* Procent av arbetskraften.

** Procentuell avvikelse från Riksbankens bedömda potentiella nivå.

Anm. Siffrorna avser faktiska, ej kalenderkorrigerade, tillväxttakter.

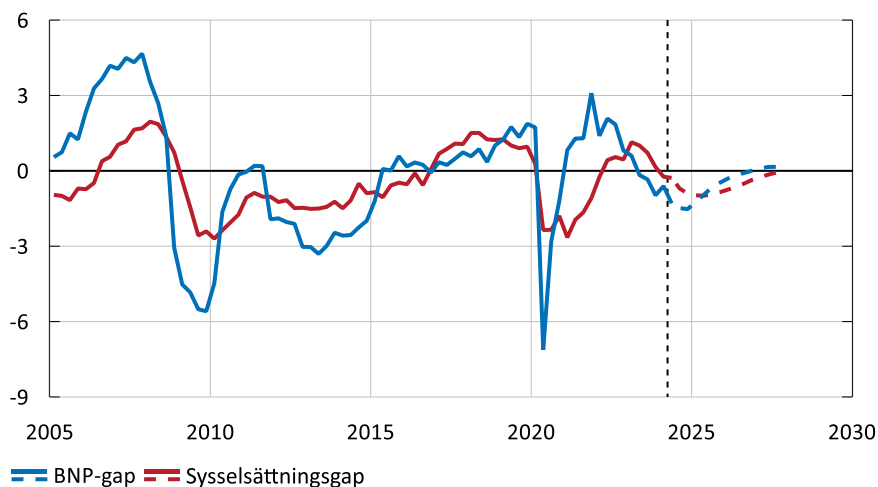
Källor: SCB och Riksbanken.

Resursutnyttjandet stiger under 2025

Resursutnyttjandet är just nu lägre än normalt men från 2025 väntas den svenska ekonomin växa snabbare än sin trend, vilket innebär att mängden lediga resurser i ekonomin minskar och att resursutnyttjandet stiger. Det gradvis stigande resursutnyttjandet bidrar till att inflationen ligger kvar runt 2 procent. Mot slutet av prognosperioden bedöms konjunkturen vara i balans (se diagram 25).

Diagram 25. Mått på resursutnyttjandet i Sverige

Procent (BNP- och sysselsättningsgap)



Anm. Gapen avser BNP:s och sysselsättningens avvikelse från Riksbankens bedömda långsiktiga trend. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Svart streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

Källor: SCB och Riksbanken.

FAKTA – Budgetpropositionen 2025

Budgetpropositionen för 2025 innehåller förslag på nya åtgärder om 60 miljarder kronor nästa år. De regeländringar rörande skatter som föreslås innebär minskade skatteintäkter om drygt 20 miljarder kronor. Skatterna sänks framför allt för hushållen, bland annat genom höjt jobbskatteavdrag. Drygt 20 miljarder kronor avser offentlig konsumtion, främst i form av ökade anslag till försvaret, rättsväsendet och skolan. Åtgärder avseende offentliga investeringarna uppgår till runt 5 miljarder kronor, bland annat ökade medel till försvaret.

Ur ett penningpolitiskt perspektiv är finanspolitikens effekt på den realekonomiska utvecklingen och inflationen av särskilt intresse. Baserat på budgetpropositionen väntas de finanspolitiska åtgärderna bli något större nästa år än i år. Detta indikerar att den aktiva finanspolitiken bidrar något positivt till BNP-utvecklingen 2025 i ett läge när resursutnyttjandet bedöms vara lägre än normalt.

När skatter och offentliga utgifter ändras kan det påverka prisnivån på varor och tjänster. Budgetpropositionen innehåller förslag på sänkt skatt på drivmedel och höjd reduktionsplikt samt avskaffad flygskatt nästa år. Riksbanken bedömer att dessa enskilda förslag leder till att KPIF blir knappt 0,1 procentenhet lägre under andra halvåret 2025 än vad den annars skulle ha blivit. Den samlade finanspolitiken i budgetpropositionen påverkar även inflationen nästa år genom att den bidrar till en något starkare realekonomisk utveckling.

Sammantaget bedömer Riksbanken att den föreslagna finanspolitiken inte påtagligt ändrar förutsättningarna för penningpolitiken att upprätthålla inflationsmålet.

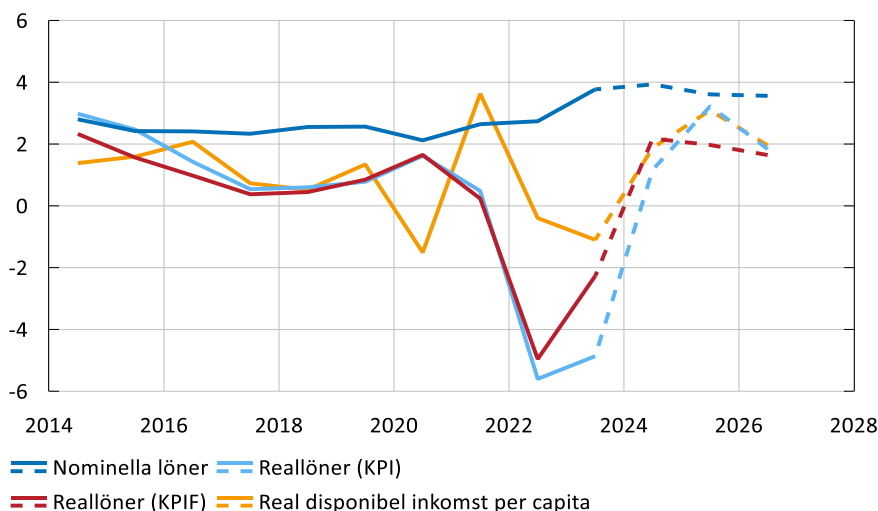
2.3 Inflationsutsikterna i Sverige

Reallöneökningar under hela prognosperioden

Löneökningstakten, som är en viktig faktor för inflationen, växlar ned i närtid i linje med profilen på avtalen men den växer ändå i relativt god takt med 3,6 procent årligen 2025 och 2026. Eftersom inflationen ligger nära målet stiger reallönerna under prognosperioden men det dröjer till 2026 innan reallönerna är tillbaka på samma nivå som innan inflationsuppgången. Även hushållens reala disponibla inkomst per capita väntas öka i år och nästa år efter att ha sjunkit två år i rad (se diagram 26). De disponibla inkomsterna har dock minskat mycket mindre än reallönerna. Detta beror framför allt på att kapitalinkomsterna har ökat.

Diagram 26. Nominella och reala löner samt real disponibel inkomst per capita

Årlig procentuell förändring



Anm. Röd och ljusblå linje avser reallöner beräknade som differensen mellan löneökningstakten och ökningstakten i KPIF respektive KPI. Real disponibel inkomst är beräknad med deflatorn för hushållens konsumtionsutgifter, som vanligen ökar i samma takt som KPIF. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

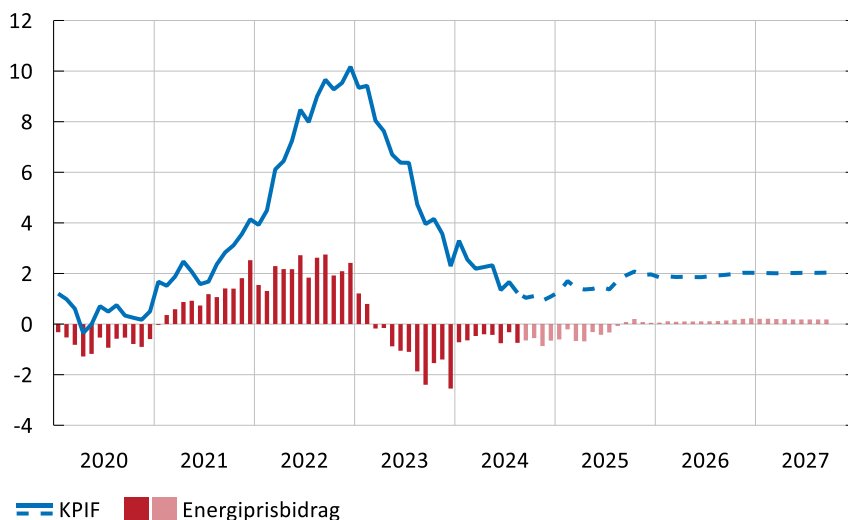
Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

Inflationen ligger nära målet under hela prognosperioden

Energipriserna är lägre än för ett år sedan. Bland annat har att gynnsamt väder gjort att elpriserna på råvarumarknaden har fallit. Samtidigt är drivmedelspriserna lägre än förra året, viket bland annat beror på den slopade reduktionsplikten men också på att oljepriset har sjunkit till följd av dämpad efterfrågan på olja. Detta bidrar till att KPIF-inflationen ligger under 2 procent det närmaste året. I takt med att de lägre drivmedelspriserna faller ur tolv månaderstalet samtidigt som elpriserna väntas öka i vinter, minskar det negativa bidraget från energipriserna och KPIF-inflationen stiger (se diagram 27).

Diagram 27. KPIF och energiprisbidrag

Årlig procentuell förändring (KPIF) och procentenheter (energiprisbidrag)



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje och ljusröd stapel avser Riksbankens prognos.

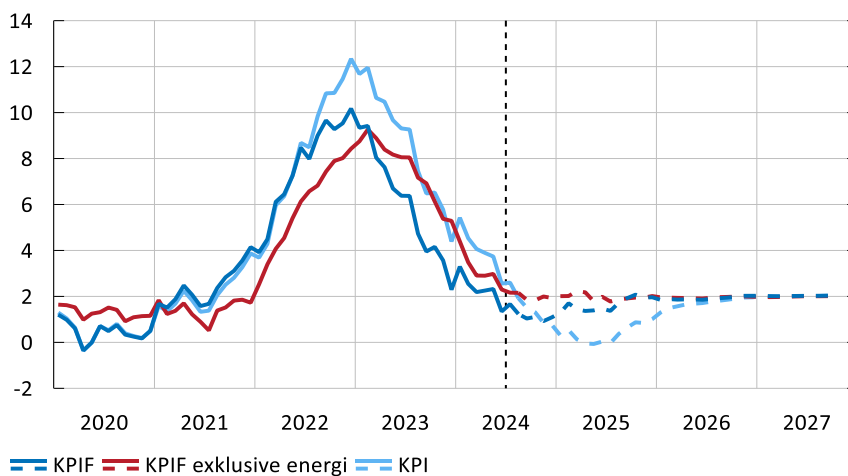
Källor: SCB och Riksbanken.

Eftersom energi är en viktig insatsvara i produktionen kan förändrade energipriser även få fördröjda effekter på övriga priser i ekonomin. Dessa effekter bedöms dock bli begränsade under prognosperioden eftersom energipriserna på lite längre sikt inte har rört sig särskilt mycket enligt terminsprisättningen.

Ökningstakten i KPIF exklusive energi ligger nära 2 procent just nu och väntas stanna kvar där under prognosperioden (se diagram 28). KPI-inflationen väntas till följd av räntesänkningarna tillfälligt sjunka till nära 0 procent i mitten av 2025 för att därefter gradvis stiga mot 2 procent.

Diagram 28. KPIF, KPIF exklusive energi och KPI

Årlig procentuell förändring



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Svart streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

Källor: SCB och Riksbanken.

Det finns flera indikatorer som stöder synen på att inflationen nu stabiliseras kring inflationsmålet, till exempel företagens prisplaner och de långsiktiga inflationsförväntningarna. Dessutom tyder Riksbankens analys av mikrodata på att företagen nu ändrar sina priser ungefär lika ofta som före inflationsuppgången, vilket är ett tecken på att prissättningsbeteendet har normaliserats.²⁵

Ökningstakten i tjänstepriserna är fortfarande hög vilket till stor del beror på en ovanligt hög ökningstakt i hyror och administrativa priser. Till viss del hålls ökningstakten i tjänstepriserna också uppe av en högre löneökningstakt än normalt under prognosperioden. Hyror och administrativa priser bedöms fortsätta öka något snabbare än normalt ytterligare några år, men bidraget till inflation bedöms sjunka successivt. Tjänstepriserna väntas dock öka ovanligt snabbt hela prognosperioden. Kronan väntas samtidigt förstärkas, vilket leder till lägre importpriser som dämpar inflationstrycket i den svenska ekonomin (se diagram 29). En gradvis mindre åtstramande penningpolitik och ett normaliserat resursutnyttjande bidrar till att inflationen ligger nära målet mot slutet av prognosperioden.

Diagram 29. 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 Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken.

²⁵ Se analysen "Mikrodata ger insikter om hur företagen ändrar sina priser".

Tabell 3. Nyckeltal för inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt. Siffror inom parentes avser prognos från föregående penningpolitiska rapport.

	2023	2024	2025	2026
KPIF	6,0 (6,0)	1,7 (2,0)	1,6 (1,8)	1,9 (1,9)
KPIF exklusive energi	7,5 (7,5)	2,6 (2,6)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
KPI	8,5 (8,5)	2,7 (3,1)	0,4 (1,3)	1,7 (1,6)
Löner, KL	3,8 (3,8)	3,9 (3,9)	3,6 (3,6)	3,6 (3,6)

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken.

Källor: SCB och Riksbanken.

FAKTA – KPIF vid alternativa antaganden om energipriser

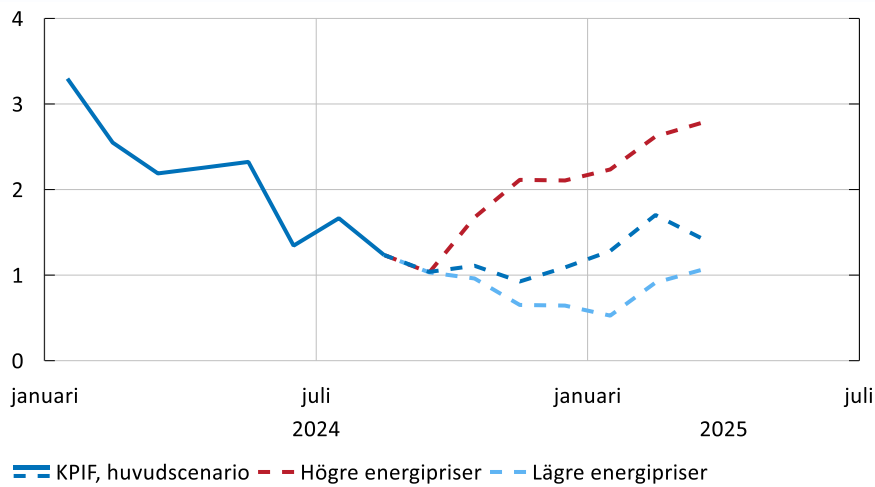
Energipriserna har fallit de senaste månaderna. I synnerhet elpriserna har fallit oväntat mycket sedan den penningpolitiska rapporten i juni. De fallande energipriserna håller ner KPIF-inflationen i nuläget. I prognosen ligger ökningstakten för KPIF exklusive energi kvar på dagens nivå runt 2 procent de närmaste månaderna, medan prognosen för energipriserna innebär att KPIF-inflationen ligger närmare 1 procent året ut.

Prognoser för energipriser är mycket osäkra, eftersom priserna ofta påverkas av svårförutsägbara faktorer som väder och geopolitiska händelser. Riksbankens prognosmetod för energipriser innebär att prognoserna utgår från dagliga utfall på priser på spotmarknaden för el (Nordpool) och drivmedelspriser vid pump. Därefter skrivs priserna fram med priser från el- respektive oljeterminsmarknaden. Dessa terminspriser avspeglar marknadsaktörers prissatta förväntningar på framtida el- och oljepriser. Liksom spotpriser varierar terminspriser mycket, men har ändå visat sig fungera bättre än alternativa prognosmetoder.

Som ett sätt att illustrera hur känslig prognosen för KPIF-inflationen är för olika energiprisprognoser har vi konstruerat två scenarier för KPIF utifrån två alternativa antaganden. I scenariot där energipriserna blir högre stiger elpriserna till knappt 1 kr/kWh i vinter, vilket är genomsnittspriset för november till mars de senaste tre åren. Drivmedelspriserna stiger samtidigt till 20 kr/liter, i linje med toppnivån under våren. I scenariot där energipriserna blir lägre antas istället elpriserna i vinter uppgå till knappt 40 öre/kWh, vilket är genomsnittspriset för motsvarande månader fram till 2020. Samtidigt antas den fallande trenden för oljepriset på världsmarknaden fortsätta, så att priset blir runt 50 USD/fat vilket i sin tur återspeglas i ännu lägre drivmedelspriser.

Diagram 30. Utvecklingen i KPIF under olika antaganden för energipriser

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

I scenariot med högre energipriser blir KPIF-inflationen 2,1 procent i slutet av året för att sedan stiga mot 3 procent i inledningen av 2025. I det lägre scenariot sjunker KPIF-inflationen till 0,6 procent vid årsskiftet (se diagram 30).

De ovanligt låga elpriserna i utgångsläget gör att Riksbanken bedömer att riskbilden för KPIF-inflationen de närmsta månaderna är något asymmetrisk. Det finns en nedre gräns för hur låga elpriserna kan bli, samtidigt som exempelvis en utbudsstörning eller en kall vinter snabbt kan göra att elpriserna blir väsentligt högre än i prognosen.

3 Penningpolitisk analys

Inflationstrycket har sjunkit under året och bedöms nu vara förenligt med en inflation nära 2 procent. Men konjunkturen är fortsatt svag och återhämtningen ser ut att gå något trögare än väntat. Svagare konjunktursignaler är också ett tema i omvärlden. En lättare penningpolitik bidrar dock till att återhämtningen får bättre fart och därmed till att inflationen hålls stabil nära målet framöver.

Vidare har riskbilden förskjutits successivt under året, och risken för att inflationen blir alltför hög har minskat betydligt. Även detta talar för en lägre styrränta framöver.

Direktionen har beslutat att sänka räntan med 0,25 procentenheter. Om inflations- och konjunkturutsikterna står sig kan styrräntan sänkas även vid de två återstående mötena detta år. Prognosen för styrräntan avspeglar att en sänkning med 0,5 procentenheter vid något av de närmaste mötena kan bli aktuell. Den indikerar också att en eller två ytterligare sänkningar kan ske under första halvåret 2025. I slutet av prognosperioden är styrräntan 2,25 procent.

Penningpolitiken är framåtblickande

Penningpolitiken verkar med fördröjning. Den behöver därför baseras på prognoser om den framtida ekonomiska utvecklingen. Prognoserna påverkas i sin tur av vilka antaganden man gör om penningpolitiken, det vill säga vilka antaganden man gör om hur styrräntan och Riksbankens övriga penningpolitiska verktyg kommer att utvecklas. I det här kapitlet diskuteras de antaganden om penningpolitiken som Riksbanken bedömer ger en lämplig balans mellan hur snabbt inflationen närmar sig målet, och vilka effekter styrräntan ger på den realekonomiska utvecklingen.

En grundförutsättning för att inflationen över tid ska ligga nära målet är att hushåll och företag har förtroende för att eventuella avvikelser från inflationsmålet inte blir alltför långvariga. Det blir lättare att planera långsiktigt när inflationen är stabil och ekonomins aktörer har en gemensam bild av hur priserna kommer att utvecklas i framtiden. Det skapar i sin tur förutsättningar för en gynnsam ekonomisk utveckling över tid.

3.1 Penningpolitiken i Sverige

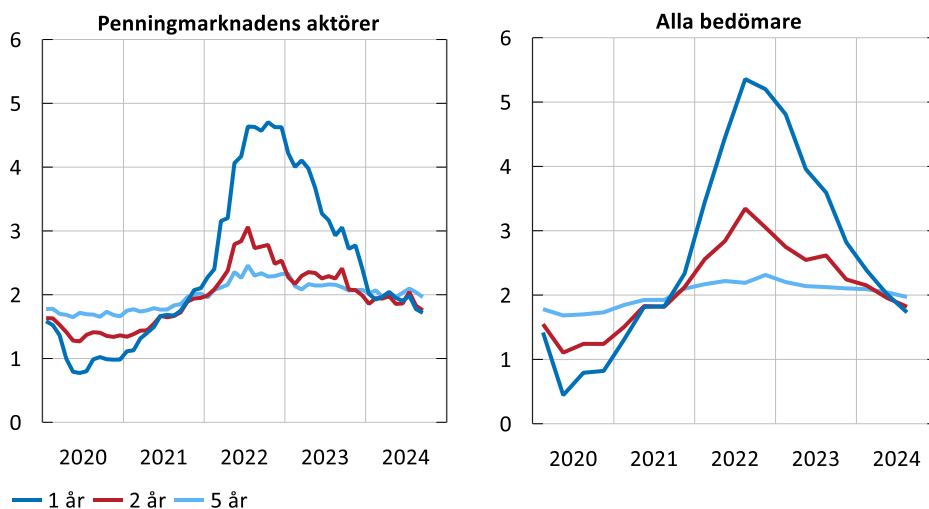
Riksbanken sänkte styrräntan i maj och augusti i år. Detta som en följd av en mer gynnsam inflationsbild med lägre risk för en alltför hög inflation.

De ekonomiska förutsättningarna talar för en lättare penningpolitik

Sedan Riksbanken började lägga om penningpolitiken i en mindre åtstramande riktning under första halvåret i år har förutsättningarna för penningpolitiken ändrats en del. Risken för att inflationen blir alltför hög har fortsatt att avta de senaste månaderna. Rensat för de volatila och svårprognosticerade energipriserna fortsätter inflationen samtidigt att vara nära 2 procent. Framåtblickande indikatorer, till exempel företagens prisplaner i Konjunkturbarometern, tyder precis som tidigare också på att förutsättningarna för en stabil inflation nära målet är goda framöver. Förväntningarna om framtida inflation fortsätter också att vara förenliga med en inflation nära målet, särskilt på längre sikt (se diagram 31).

Diagram 31. Inflationförväntningar

Procent



Anm. Avser KPIF. Månadsdata (vänster) och kvartalsdata (höger).

Källa: Kantar Prospera.

Samtidigt befinner sig svensk ekonomi fortsatt i en mild lågkonjunktur. Förutsättningarna för en återhämtning finns på plats, men återhämtningen ser ut att gå något trögare än väntat. Inhemsk efterfrågan utvecklas svagt. Det gäller i synnerhet de räntekänsliga delarna av ekonomin. Den svaga efterfrågan präglar även arbetsmarknaden och arbetslösheten väntas fortsätta stiga något under återstoden av året.

Ny information tyder således på en svagare konjunkturutveckling i Sverige. Svagare konjunktursignaler är också ett tema i omvärlden. För att stödja den ekonomiska utvecklingen, få bättre fart på återhämtningen och därigenom bidra till att inflationen hålls stabil nära målet, behöver styrräntan sänkas i snabbare takt framöver.

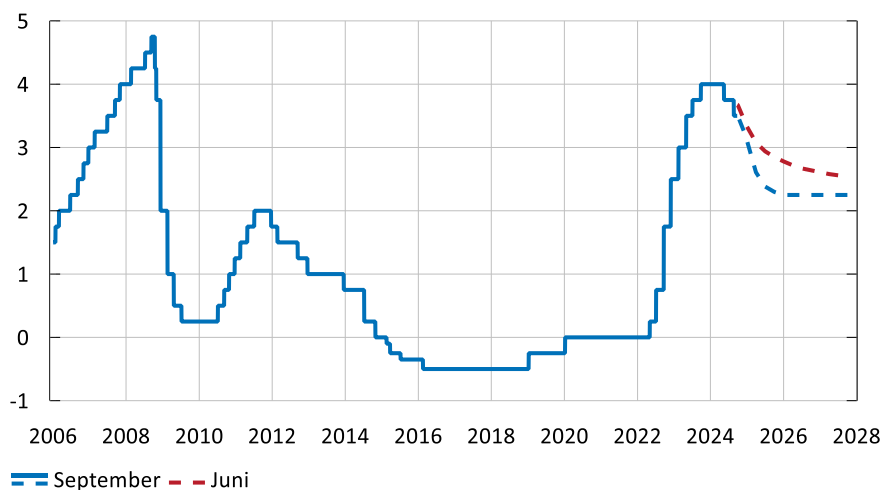
Även i omvärlden har många centralbanker börjat sänka sina styrräntor. Prognosen för den svenska styrräntan innebär dock att den sänks något snabbare det kommande året än styrräntorna i omvärlden, mätt med en handelsviktad omvärldsränta. Kronans effekter på inflationen har varit tydliga de senaste åren, när försvagningen av kronan har bidragit till en högre inflation. Ränteskillnader mellan Sverige och omvärlden är en viktig bestämningsfaktor för rörelser i växelkursen. Det är en anledning till att penningpolitiken i omvärlden är viktig för svensk penningpolitik. Men samtidigt skiljer sig förutsättningarna för penningpolitiken åt mellan de olika ekonomierna. Sveriges väl fungerande institutioner vad gäller lönebildningen och finanspolitiken i kombination med räntekänslighet bidrar nu till goda förutsättningar för en återhämtning i svensk ekonomi och en låg och stabil inflation även framöver.

Prognosen för styrräntan innebär ytterligare tre till fyra sänkningar fram till halvårsskiftet 2025

Direktionen har beslutat att sänka styrräntan med 0,25 procentenheter till 3,25 procent. Om inflations- och konjunkturutsikterna står sig kan styrräntan sänkas även vid de två återstående mötena detta år. Prognosen för styrräntan speglar att en sänkning med 0,5 procentenheter vid något av de närmaste mötena kan bli aktuell. Den indikerar också att en eller två ytterligare sänkningar kan ske under första halvåret 2025. Penningpolitiken har således förändrats påtagligt i en mer expansiv riktning (se diagram 32).

Diagram 32. Prognos för styrräntan

Procent



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

Källa: Riksbanken.

I prognosen sänks styrräntan gradvis, i flera steg. I slutet av nästa år väntas den vara 2,25 procent. Styrräntan bedöms då vara ungefär i linje med en nivå på räntan som varken stimulerar eller stramar åt ekonomin. Osäkerheten kring denna nivå är dock

betydande.²⁶ Dessutom finns en osäkerhet kring hur snabbt och hur mycket en förändring av räntan påverkar inflationen och resursutnyttjandet. Sammantaget innebär detta att det är lämpligt att utforma penningpolitiken med en prövande ansats, och att sänka räntan i flera steg. Att sänka styrräntan i flera steg gör också penningpolitiken mer förutsägbar, vilket bedöms förbättra transmissionen av den förda penningpolitiken.²⁷

Prognosen för styrräntan innebär att räntan sänks snabbare och något mer än i prognosen i juni (se diagram 32). Den lägre styrräntan bidrar till att öka inhemsk efterfrågan och därigenom till att åstadkomma en återhämtning som tar fart under nästa år. Konjunkturen förbättras därmed successivt, vilket i sin tur bidrar till att KPIF-inflationen stabiliseras nära 2 procent under prognosperioden. Sammantaget innebär prognosen för styrräntan att den reala styrräntan sjunker tydligt i slutet av 2024 och hela 2025 (se diagram 33). Återhämtningen innebär att resursutnyttjandet i ekonomin återgår till att vara nära normalt i slutet av prognosperioden. KPIF-inflationen rör sig tillbaka mot 2 procent i takt med att effekten från de stora rörelserna i energipriserna klingar av. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi ligger nära 2 procent under hela prognosperioden.

Den stundande avtalsrörelsen väntas äga rum i en miljö där inflationen är nära 2 procent och lönerna väntas öka något snabbare än sitt historiska genomsnitt. Samtidigt bidrar penningpolitiken även till att inflationsförväntningarna bibehålls väl förankrade vid 2 procent. Kronan väntas stärkas gradvis och sammantaget bedöms ökningstakten i företagens kostnader vara förenlig med en inflation som är nära 2 procent.

²⁶ För mer information kring ränteläget på längre sikt, se bland annat analysen "Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt" i *Penningpolitiska rapport*, mars 2024, Sveriges riksbank.

²⁷ För en djupare och mer principiell diskussion för motiven för att ändra räntan i mindre steg, se faktarutan "Styrräntan förändras ofta gradvis".

Diagram 33. Prognos för real styrränta

Procent



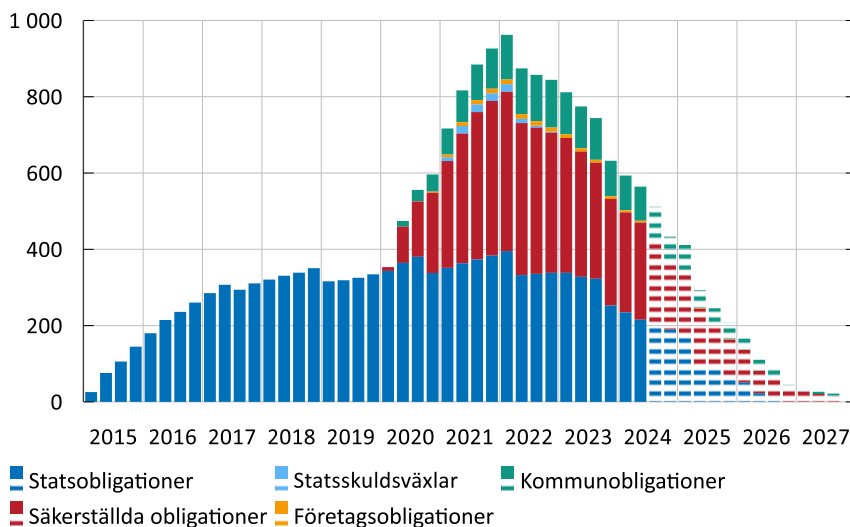
Anm. Den reala styrräntan är beräknad som ett kvartalsmedelvärde av Riksbankens prognos för styrräntan ett år framåt minus prognosen för inflationen mätt med KPIF för motsvarande period. Prognosen sträcker sig därför endast till 2026 kv3. Eftersom real styrränta är framåtblickande beräknas utfall med hjälp av de vid tidpunkten senast publicerade prognoserna.

Källa: Riksbanken.

Som en följd av förfall av obligationer och Riksbankens försäljningar av statsobligationer, har Riksbankens värdepappersinnehav i svenska kronor nära halverats sedan början av 2022. Under andra kvartalet i år uppgick innehavet till ungefär 565 miljarder kronor. Normaliseringen av Riksbankens balansräkning fortsätter enligt beslutet vid det penningpolitiska mötet i januari (se diagram 34). Enligt Riksbankens finansmarknadsenkät har normaliseringen sammanfallit med en förbättring i marknadslikviditeten på andrahandsmarknaden för statsobligationer. Riksbankens försäljningar bedöms inte försvåra den penningpolitiska måluppfyllelsen då en fortsatt normalisering av balansräkningen antas ha begränsad påverkan på kronan och de räntor som hushåll och företag möter. Senare i år planerar Riksbanken att återkomma till vad som utgör en lämplig nivå på värdepappersinnehavet på lång sikt och hur en sådan portfölj bör vara sammansatt.

Diagram 34. Riksbankens innehav av värdepapper

Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. De streckade staplarna är en framskrivning av Riksbankens värdepappersinnehav. Den bygger på förfall och besluten att inga tillgångsköp görs efter 2022, samt att statsobligationer säljs till ett nominellt värde om 6,5 miljarder SEK per månad. Serierna i diagrammet slutar tredje kvartalet 2027, som är det sista kvartalet i Riksbankens treåriga prognoshorisont.

Källa: Riksbanken.

3.2 Osäkerhet, risker och alternativscenarier

Ekonomi utsätts regelbundet för störningar som ändrar förutsättningarna för penningpolitiken. Penningpolitikens effekter på inflationen och realekonomi kan dessutom ändras över tid. Därför är osäkerheten kring prognosen för styrräntan betydande och styrräntan kan bli såväl högre som lägre än i prognosen. Hushåll och företag behöver följaktligen planera sin ekonomi utifrån att styrräntan kan komma att behöva justeras på ett sätt som avviker från Riksbankens prognos.²⁸

Risker kan ha olika stor betydelse för hur penningpolitiken utformas. Som exempel har penningpolitiken under åtminstone delar av perioden med mycket hög inflation präglats av en låg tolerans mot hög inflation, samtidigt som sannolikheten för en över- respektive underskattning av inflationsutvecklingen bedömdes vara likartad.

Sedan i våras har det skett en tydlig förskjutning av riskbilden för inflations- och konjunkturutsikterna. Risken för att inflationen återigen ska ta fart och bli alltför hög bedöms ha minskat ytterligare, medan risken har ökat för att återhämtningen i den svenska ekonomin dröjer längre än väntat. Avsnittet nedan diskuterar ett antal riskfaktorer, som bedöms vara viktiga för de svenska inflationsutsikterna och Riksbankens penningpolitik.

²⁸ Det råder också en betydande osäkerhet om styrräntans nivå på längre sikt, något som diskuterades i kapitel 3 och analysen "Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt", *Penningpolitisk rapport*, mars 2024, Sveriges riksbank.

Osäker utveckling i en omvärld som präglas av stora geopolitiska spänningar

Även om risken har minskat under året, finns det fullt tänkbara scenarier där inflationstrycket i den svenska ekonomin åter stiger. Risken för utbudsstörningar i den globala ekonomin är förhöjd, bland annat till följd av Rysslands invasionskrig mot Ukraina och de geopolitiska spänningarna i Mellanöstern. Konflikten i Mellanöstern har bland annat gett upphov till mer varaktiga störningar när det gäller kritiska transportvägar, vilket det senaste året har bidragit till högre fraktpriser. Den globala ekonomin kan också komma att röra sig i en mer protektionistisk riktning.²⁹ Tecken på en sådan utveckling syns bland annat i USA. De två presidentkandidaterna i det stundande amerikanska valet har gett en viss vägledning om inriktningen på handelspolitiken, och oavsett vem som vinner det stundande amerikanska valet verkar landet röra sig i en mer protektionistisk riktning. Det finns dock en stor osäkerhet kring exakt vilken handelspolitik som kommer att bedrivas i USA efter valet i november. En mer protektionistisk omvärld skulle kunna medföra högre kostnader även för svenska företag, med högre inflation som följd.

Det har sedan en tid också blivit allt mer tydligt att det finns risker i omvärlden som skulle innebära ett lägre svenskt inflationstryck om de materialiserades. Även om omvärlden nu väntas utvecklas svagare framöver än vad som bedömdes i juni-prognosen finns det en risk för att den internationella ekonomiska utvecklingen blir ännu svagare. I USA finns flera frågetecken när det gäller utvecklingen på den amerikanska arbetsmarknaden och realekonomin i övrigt. En svagare utveckling av den amerikanska ekonomin skulle sannolikt följas av en lättare penningpolitik i USA och i förlängningen lägre globala räntor.

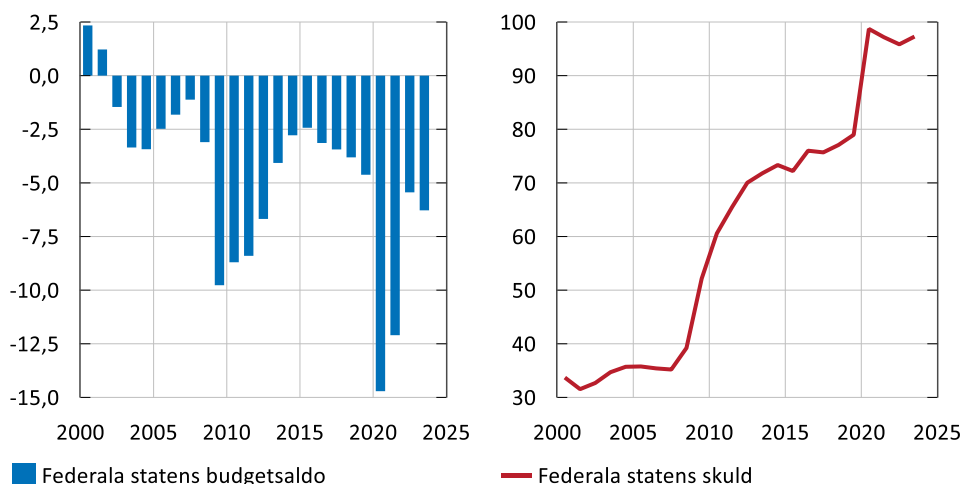
En annan risk är att återhämtningen i den europeiska ekonomin dröjer längre än väntat. Även den kinesiska ekonomin har visat svaghetstecken, med flera indikatorer som utvecklats svagt. Som exempel kan nämnas oroande tecken på fastighetsmarknaden som skulle kunna spilla över i en svagare ekonomisk utveckling i Kina, med följder för världsekonomin.

Vidare har budgetunderskott och statsskulder i både USA och euroområdet stigit de senaste åren. Det är osäkert om, och i så fall hur, en finanspolitisk åtstramning kommer att ske. I USA har de offentliga underskotten efter pandemin varit stora, och den federala skulden är på strax under 100 procent av BNP (se diagram 35). Ingen av de två amerikanska presidentkandidaterna har presenterat någon politik för att begränsa de stora underskotten. Det tyder på att de kan komma att bli stora även framöver. Om underskotten fortsätter att öka i omvärlden kommer hållbarheten i ett antal länders offentliga finanser att kunna ifrågasättas, med stigande statsobligationsräntor som följd. Det skulle i sin tur sannolikt tvinga fram betydande finanspolitiska åtstramningar som dämpar tillväxten i de berörda ekonomierna. En tydligt lägre efterfrågan från de här länderna skulle bidra till en svagare svensk konjunktur och till ett lägre inflationstryck.

²⁹ Se faktarutan "Kinas export och västvärldens höjda handelstullar", *Penningpolitisk rapport*, juni 2024.

Diagram 35. Den amerikanska federala statens budgetsaldo och skuld

Procent av BNP



Källa: US Congressional Budget Office.

Kronan har ofta försvagats när den geopolitiska osäkerheten har ökat, men även ränteskillnaden mellan omvärlden och Sverige har betydelse för kronans utveckling. På senare tid har marknadens förväntningar på omvärldens räntor sjunkit, och kronan har stärkts. Den är nu tillbaka på ungefär samma nivå som i juni. Sammantaget medför osäkerheten för den ekonomiska utvecklingen risker för att kronan ska bli både starkare och svagare än i Riksbankens prognos. Beroende på vilka risker som realiserar kan kronan under vissa omständigheter bidra till att förstärka förändringar i inflationstrycket i den svenska ekonomin.

Osäkerhet när det gäller inhemsk efterfrågan och företagens prissättningsbeteende

Det finns fortsatta risker kopplade till företagens prissättningsbeteende. Under perioden med mycket hög inflation förde företagen över de kraftigt stigande kostnaderna till konsumenterna ovanligt snabbt, vilket visar att företagen snabbt kan ändra sitt prissättningsbeteende.³⁰ Riksbankens bedömning är att företagens prissättningsbeteende i stort sett har normaliserats. Men det råder osäkerhet kring hur stabil denna normalisering är. Om företagen är ovanligt snabba på att reagera med sina priser vid kostnadsökningar eller om efterfrågan stiger kan det leda till att inflationen stiger mer och snabbare än väntat. Hur företagens prissättningsbeteende påverkar inflationen vid kostnadsökningar diskuteras närmare i ett scenario med högre inflation nedan.

Samtidigt ökar kostnaderna nu långsammare än tidigare, och den svenska ekonomin är i ett svagare konjunkturläge där konsumenterna kan antas vara mer priskänsliga. Om det visar sig att företagen även fortsatt låter priserna variera med kostnaderna i större utsträckning än de gjort historiskt är det möjligt att företagens lägre kostnadsökningar mer omedelbart avspeglas i konsumentpriserna framöver. Det skulle därmed

³⁰ För mer information kring frekvensen i företagens prissättning och dess betydelse för inflationen, se analysen "Mikrodata ger insikter om hur företagen ändrar sina priser".

i viss utsträckning bidra till ett lägre inflationstryck än vad som är Riksbankens nuvarande bedömning.

Den svenska arbetsmarknaden är förvisso svag, men har ändå stått emot konjunkturdgång. Det finns dock fortsatt tecken på att arbetsmarknaden kan komma att försvagas ytterligare framöver. Bland annat har antalet varsel ökat successivt under året, medan antalet nyanmälda platser har sjunkit. Om det är ett tecken på att efterfrågan utvecklas svagare än vad företagen har förväntat sig skulle det kunna leda till att företagen minskar sina personalstyrkor i en relativt snabb takt. Det skulle i sin tur riskera att dämpa efterfrågan ytterligare och i förlängningen även att dämpa inflationstrycket. En sådan utveckling skulle också kunna ha negativa återverkningar på bostadsmarknaden och innebära att såväl hushållens konsumtion som bostadsinvesteringarna utvecklas svagare än i prognosen.

Det finns också en övergripande risk för att en låg inflation under en längre tid, till exempel via att energipriserna fortsätter att vara låga under en längre tid eller sjunker ytterligare, ger andrahandseffekter på inflationen. Detta skulle ge en mer varaktigt låg inflation som följd.

Nedan beskrivs två alternativa scenarier, som illustrerar hur några av de risker som nämns i detta avsnitt skulle kunna påverka svensk ekonomi och prognosen för styrrentan.³¹

Scenario: en högre inflation på grund av utbudsstörningar föranleder en stramare penningpolitik

I det första scenariot antas inflationstrycket bli högre i Sverige och omvärlden än i Riksbankens prognos. Det högre inflationstrycket uppstår som en följd av utbudsstörningar som leder till att företagen möter högre kostnader för sina insatsvaror. En sådan utveckling skulle till exempel kunna uppstå genom att geopolitiska spänningar bryter ut i nya eller utökade väpnade konflikter där flöden av strategiskt viktiga varor hindras. Ett exempel på en sådan vara är energi. En annan möjlig orsak skulle kunna vara en större handelskonflikt som driver upp globala priser. En kombination av olika faktorer skulle förstås också vara möjlig.

I scenariot ökar företagens kostnader till följd av de globala utbudsstörningarna. De högre kostnaderna tynger företagens vinster, som därför anpassar sina priser. Det gör att inflationen stiger. Hur snabbt denna kostnadsöverföring till priserna sker (här benämnt företagens prissättningsbeteende) blir avgörande för hur mycket inflationen stiger.

I analysen "Mikrodata ger insikter om hur företagen ändrar sina priser" beskrivs hur prissättningsfrekvensen ändrades under inflationsuppgången. Företagen ändrade sina priser betydligt oftare under perioden med hög inflation än vad som varit fallet historiskt. För närvarande verkar företagens prissättningsbeteende vara mer normalt

³¹ Scenarierna baseras på simuleringar i Riksbankens makroekonomiska modell MAJA. I scenarierna används även bedömda effekter av penningpolitiken, likt de som redovisas i analysen "Effekter av penningpolitiken".

igen, men om deras beteende återigen ändras vid nya utbudstörningar så skulle inflationsuppgången återigen kunna bli betydande.

Skillnaden i inflationsuppgång går att se i diagram 36. Den ljusblå linjen illustrerar inflationsutvecklingen som följer av utbudstörningarna om prissättningsbeteendet är historiskt normalt, medan den gula linjen illustrerar inflationsutvecklingen om företagen istället för över sina kostnadsökningar till konsumenterna i en snabbare takt. Utbudstörningarna tynger den ekonomiska utvecklingen och gör att BNP blir lägre än i prognosen.

Diagram 37 visar möjliga utvecklingar av styrräntan i de två olika fallen. Responsen i styrräntan skulle sannolikt skilja sig markant mellan de två olika fallen, vilket är naturligt eftersom inflationsuppgången skiljer sig åt mellan dem. Den högre inflationen tillsammans med risken för en mer varaktigt hög inflation gör att Riksbanken behöver höja räntan mer, för att på så vis få ner inflationen mot målet, och mota bort tendenserna till andrahandseffekter. I fallet med historiskt normalt prissättningsbeteende skulle Riksbanken inte nödvändigtvis behöva höja räntan, men ändå slå av på takten i sänkningarna.

I scenariot är styrräntan oförändrad under ungefär ett år, till dess att inflationen återigen börjar falla ner mot målet. I fallet där prissättningsbeteendet istället ger upphov till ett snabbt stigande inflationstryck krävs det en starkare penningpolitisk respons, med styrräntehöjningar, för att föra tillbaka inflationen mot målet inom en rimlig tid.

Den högre räntan bidrar till att stabilisera inflationsförväntningarna nära målet och till att inflationen återgår till 2 procent under den senare delen av prognosperioden. En konsekvens av den förda penningpolitiken är att efterfrågan i ekonomin blir lägre, vilket bidrar till ett lägre resursutnyttjande (se diagram 36). Men genom att reagera tidigt minskar risken för att Riksbanken ska behöva höja räntan mer längre fram, med avsevärt större realekonomiska kostnader som följd.

Scenario: en lägre efterfrågan ger en lägre inflation

I det andra scenariot blir inflationen lägre än i prognosen. Ovan nämns flera risker som, om de materialiseras, skulle innebära att svensk ekonomi utvecklas svagare än i prognosen. Det finns både inhemska risker och risker i omvärlden som skulle kunna medföra en lägre efterfrågan och en lägre inflation.

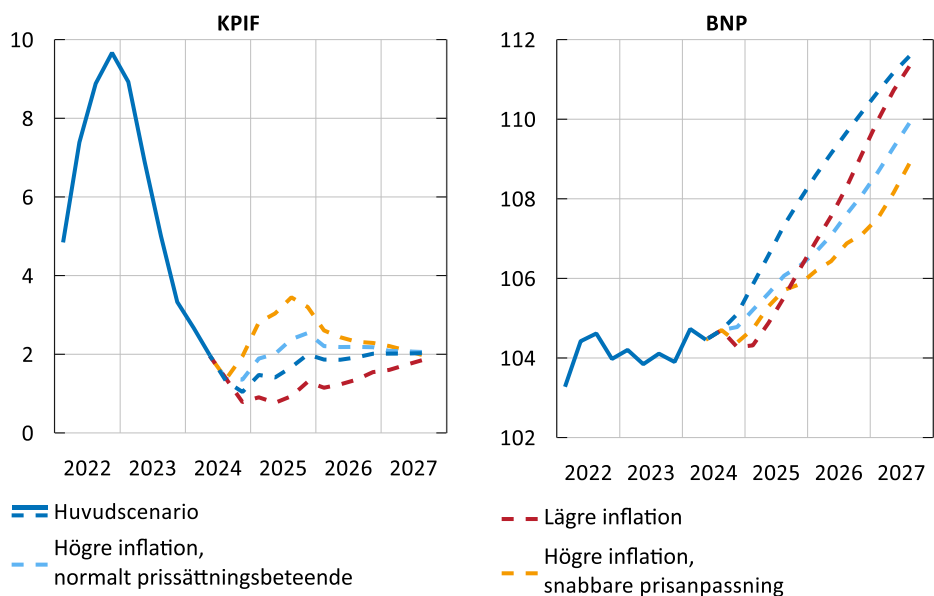
Om omvärlden utvecklas svagare skulle svensk export påverkas negativt. Detta skulle kunna sprida sig till inhemska efterfrågan dels via förtroendekanaler, dels via en högre arbetslöshet med en lägre inhemska efterfrågan som följd. Om den svagare efterfrågeutvecklingen istället skulle vara i grunden inhemska skulle kanalen gå direkt via lägre efterfrågan till högre arbetslöshet, med en ännu lägre efterfrågan som följd. I båda fallen blir inflationen och BNP lägre än i prognosen.

En möjlig penningpolitisk respons visas i den röda linjen i diagram 37. För att vända utvecklingen och stabilisera inflationen nära målet behöver Riksbanken sänka räntan betydligt mer och snabbare än i prognosen. Den lägre styrräntan stimulerar inhemska efterfrågan. Konsumtionen och investeringarna återhämtar sig, och uppgången i

arbetslöshet dämpas. Det bidrar i sin tur till att inflationen återigen stiger mot målet, för att vara tillbaka på 2 procent mot slutet av prognosperioden (se röd linje i diagram 36).

Diagram 36. Prognos och alternativscenarier för KPIF och BNP

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

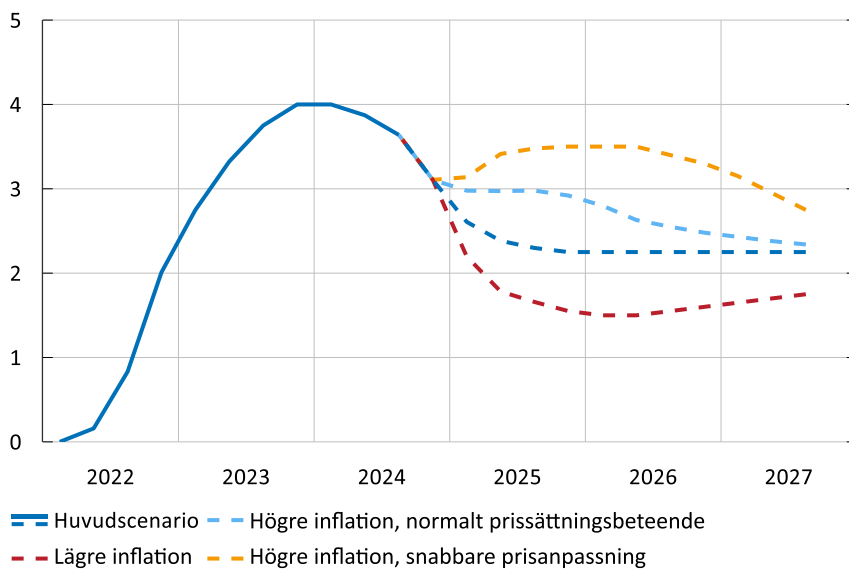


Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser prognoser och scenarier. Kvartalsmedelvärden. Säsongsrensade data (höger).

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 37. Prognos och alternativscenarier för styrräntan

Procent



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser prognoser och scenarier. Avvikelsena från prognosen i de alternativa scenarierna är inte symmetriska, då de illustrerar den penningpolitiska responsen på specifika störningar till ekonomin. Asymmetrin ska därför inte nödvändigtvis tolkas som att Riksbanken ser riskerna som omgärdar prognosen för styrräntan som obalanserade.

Källa: Riksbanken.

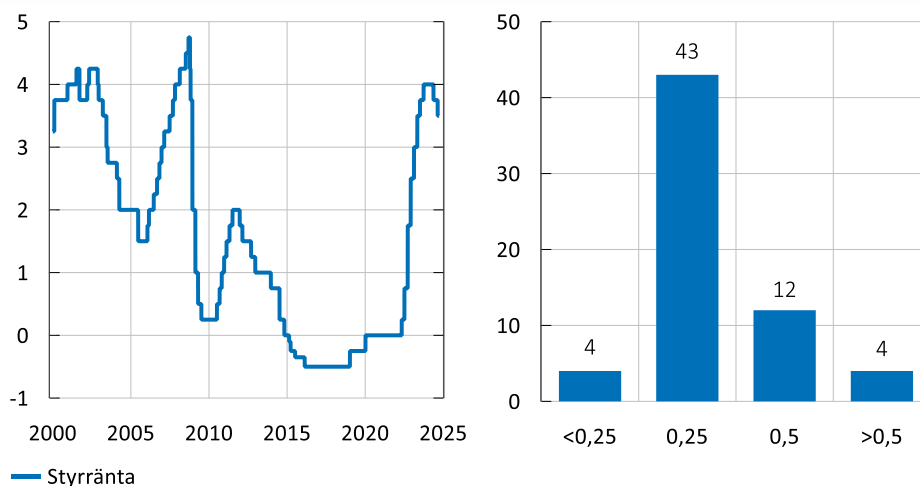
FAKTA – Styrräntan förändras ofta gradvis

En enkel princip för hur styrräntan kan sättas inom ramen för en inflationsmålsregim är att den höjs om inflationen är över målet och konjunkturen är stark och sänks om inflationen är under målet och konjunkturen är svag. Om konjunkturen är normal och inflationen är kring målet sätts styrräntan nära en normal eller neutral nivå.³² I enlighet med den här enkla principen skulle man kunna tänka sig att styrräntan anpassas uppåt och nedåt efter nyheter om inflationen och konjunkturen, utan något tydligt mönster.

Men när man studerar hur centralbanker med inflationsmål har förändrat sin styrränta över tiden finner man några karakteristiska drag: För det första förändras styrräntan oftast i små steg. För det andra åtföljs förändringar i en viss riktning som regel av förändringar i samma riktning, så att höjningar följda av sänkningar vid efterföljande möte är mycket ovanliga. Diagram 38 (vänster bild) visar styrräntans faktiska utveckling i Sverige de senaste 25 åren. Vi ser tydligt att de ovan beskrivna mönstren även utgör en bra beskrivning av Riksbankens penningpolitik. Diagram 38 (höger bild) visar storleken på de beslutade förändringarna av styrräntan. Av de 63 beslutade förändringarna av styrräntan de senaste 25 åren har 43, eller nästan 70 procent, uppgått till 0,25 procentenheter. I nästan 90 procent av fallen har styrräntan förändrats med antingen 0,25 eller 0,50 procentenheter.

Diagram 38. Utvecklingen av Riksbankens styrränta och fördelningen av storleken på förändringarna

Procent (vänster) och antal (höger)



Anm. Dagsdata.

Källa: Riksbanken.

³² En illustration av detta är den välkända Taylor-regeln; se J. Taylor (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practise", Carnegie-Rochester Conferences Series on Public Policy. För diskussioner, se exempelvis B. Bernanke (2015), "The Taylor Rule: A benchmark for monetary policy?", Brookings Commentary, och M. Jonsson och G. Katinic (2017), "Är den svenska penningpolitiken i linje med Taylor-regeln?", *Ekonomiska kommentarer* nr 4, Sveriges riksbank.

I den penningpolitiska litteraturen har man identifierat några tänkbara skäl till att gradvisa förändringar av styrräntan är så pass vanligt förekommande.³³

- Det finns en betydande osäkerhet kring den ekonomiska utvecklingen. Ekonomiska data är osäkra och revideras ofta i efterhand. Det finns också en osäkerhet kring exempelvis nivån på den neutrala styrräntan.³⁴ Penningpolitikens effekter på ekonomin är också osäkra. Alla de här faktorerna kan göra det lämpligt att pröva sig fram med försiktiga steg i penningpolitiken.
- Om ekonomin i första hand påverkas av långa räntor kommer en förändring i styrräntan att påverka ekonomin mer om den förväntas följas av fler förändringar i samma riktning.
- Risker för finansiell instabilitet kan minska. Stora förändringar i räntan åt olika håll kan skapa variationer i marknadsräntorna och priserna på finansiella tillgångar som bidrar till en ökad osäkerhet i ekonomin.
- Det kan finnas en önskan hos centralbankens beslutsfattare att undvika att reversera penningpolitiken, eftersom det kan vara svårt att kommunicera och i förlängningen kan skada förtroendet för centralbanken. Det kan också finnas psykologiska orsaker till att individer, inklusive penningpolitiska beslutsfattare, har en aversion mot att avvika från en uppgjord plan.³⁵

Mycket av litteraturen om en gradvis penningpolitik tillkom i början eller mitten av 00-talet.³⁶ Det var under "The great moderation" då världsekonomin utvecklades lugnt. Sedan dess har flera dramatiska händelser inträffat, som finanskrisen 2008, pandemin 2020 och den efterföljande stora uppgången i inflationen. I sådana situationer finns få tveksamheter kring vart räntan är på väg och en gradvis strategi kan vara mindre lämplig. Exempelvis sänkte Riksbanken i samband med den globala finanskrisen 2008 styrräntan med hela 4,5 procentenheter inom loppet av några månader och med 1,75 procentenheter vid ett enda möte. Och under den kraftiga uppgången i inflationen 2022 höjde Riksbanken styrräntan under hösten med sammantaget 1,75 procentenheter på endast två penningpolitiska möten.

Gradvisa förändringar av styrräntan är alltså inte en allmän princip för hur penningpolitiken bedrivs, utan en bra beskrivning under mer normala förhållanden. Om de ekonomiska förutsättningarna förändras dramatiskt kan det vara viktigt att agera kraftfullt.³⁷

³³ Se exempelvis B. Bernanke (2004), "Gradualism", tal publicerat den 20 maj, Federal Reserve Board of Governors, A. Blinder (2006), "Monetary Policy Today: Sixteen Questions and about Twelve Answers", Working Paper nr 129, Center for Economic Policy Studies, Princeton University och G. Rudebusch (2006), "Monetary Policy Inertia: Fact of Fiction?", *International Journal of Central Banking* nr 4.

³⁴ För en diskussion av den neutrala styrräntan, se exempelvis analysen "Strukturella faktorer bestämmer räteläget på längre sikt", *Penningpolitisk rapport*, mars 2024, Sveriges riksbank.

³⁵ Inom beteendekonomin används ibland begreppet *sunk cost fallacy* för att beskriva en motvilja mot att avbryta en planerad aktivitet, trots att intäkterna av att göra det egentligen överskrider kostnaderna.

³⁶ Se referenserna i fotnot 1. För en ny studie, se S.C. Smith, A. Timmerman och J.H. Wright (2024), "Monetary Policy in Uncertain Times", FEDS Notes.

³⁷ Se även M. C. Daly (2023), "What the Moment Demands", Economic Letter No. 30, Federal Reserve Bank of San Francisco.

ANALYS – Effekter av penningpolitiken

En viktig utgångspunkt i Riksbankens penningpolitiska arbete är bedömningar av hur stor effekt förändringar av styrräntan har på inflationen och den övriga ekonomin. Effekterna är svåra att mäta och Riksbanken utvärderar och utvecklar löpande den analys som bedömningarna utgår från. Som ett led i det arbetet har Riksbanken använt nya metoder som kan ställas mot beräkningar med mer traditionella metoder. Metoderna ger snarlika resultat, men de skiljer sig åt på vissa punkter. Det är viktigt att vara medveten om osäkerheten om effekternas storlek.

Inför de penningpolitiska besluten tar Riksbanken fram olika scenarier för att utvärdera olika policyalternativ och bedöma risker. Förutom ett huvudscenario med en viss penningpolitik har Riksbanken också i större utsträckning börjat inkludera alternativa scenarier i de penningpolitiska rapporterna för att kommunicera sina bedömningar på ett tydligt sätt.³⁸ Alternativa scenarier illustrerar då bland annat hur penningpolitiken skulle behöva ändras om utvecklingen blir väsentligt annorlunda än i huvudscenariot.

En viktig utgångspunkt i arbetet med prognoser och scenarier är bedömningar av hur stora effekter penningpolitiken har på inflationen och den övriga ekonomin. Riksbanken ser löpande över den analys som bedömningarna grundas på, och den senaste tiden har ett antal projekt genomförts med det syftet. Denna analysruta presenterar översiktligt resultaten från två av Riksbankens studier. En kompletterande ekonomisk kommentar beskriver resultaten utförligare och diskuterar de utmaningar som finns när man beräknar penningpolitikens effekter.³⁹ Penningpolitiken påverkar ekonomin via olika mekanismer och en del av dessa verkar snabbt medan andra tar längre tid. Det är också svårt att separera orsak och verkan då man studerar utvecklingen i makroekonomin. Det är därför en utmaning att isolera den del av utvecklingen som beror just på penningpolitiken.

För att få en uppfattning om storleken på effekterna av penningpolitiken använder man ofta data på hur styrräntan, BNP, inflationen och så vidare har utvecklats historiskt och beräknar effekterna av penningpolitiken med statistiska metoder. I forskningslitteraturen finns det olika sådana metoder, alla med sina för- och nackdelar. Ett syfte med Riksbankens arbete har varit att ta fram resultat med nya metoder och data och att ställa dem mot uppdaterade beräkningar med mer traditionella metoder.⁴⁰

Förenklat använder båda studierna en statistisk modell, en så kallad vektorautoregression (VAR), för att beräkna vilka effekter en förändring av styrräntan har på

³⁸ Se avsnittet om scenarier i kapitel 3.

³⁹ B. Andersson och H. Lundvall (2024), "Effekter av penningpolitiken", Ekonomisk kommentar nr 16, Sveriges riksbank.

⁴⁰ Riksbanken kommer att publicera en dokumentation av analysen med den nyare metoden senare i år. Analysen med den mer traditionella metoden finns dokumenterad i E. Berggren, S. Mammos och I. Strid (2024), "Penningpolitikens effekter i Sverige under inflationsmålsperioden: skattningar med strukturella VAR-modeller", *Staff memo*, augusti 2024, Sveriges riksbank.

bland annat BNP, arbetslösheten, växelkursen och inflationen. En viktig skillnad mellan studierna är den metod som används för att säkerställa att det är just penningpolitikens effekt som man mäter, och inte effekterna från andra faktorer som påverkar inflationen och de andra makroekonomiska variablerna. Den ena studien använder en metod där man utgår från antaganden om hur snabbt penningpolitiken påverkar olika variabler på kort sikt. Den andra studien isolerar penningpolitiska förändringar på ett mer direkt sätt. Metoden är då att använda information om hur priser på finansiella marknader förändras under ett kort tidsintervall i samband med att Riksbanken publicerat ny information om penningpolitiken.

Resultaten är relativt samstämmiga, men effekterna på BNP och arbetslösheten skiljer sig på vissa punkter

Resultaten från de två studierna är i flera avseenden snarlika, och kvalitativt är effekterna helt samstämmiga.⁴¹ De stämmer också överens med ekonomisk teori – när räntan till exempel höjs blir effekten en starkare växelkurs, en högre arbetslöshet och lägre nivåer på BNP och inflationen, jämfört med om räntan inte hade höjts. Även storleksmässigt liknar effekterna varandra i vissa dimensioner. Effekten på inflationen är ungefär densamma enligt de två studierna. Det gäller både hur effekten förändras över tid och hur mycket inflationen påverkas som mest, det vill säga storleken på maxeffekten. Enligt båda metoderna är effekten av en räntehöjning som störst efter ungefär 1 år. Om räntan höjs med 1 procentenhet pressas inflationen ett år senare ned med cirka 0,5 procentenheter. Därefter avtar effekten gradvis.

I båda studierna är effekten på BNP som störst efter ungefär 2 år. Däremot skiljer sig storleken åt, där effekten på BNP som mest är 0,8 procent i den ena studien och 1,8 procent i den andra om räntan höjs med 1 procentenhet. Den största skillnaden mellan resultaten är effekten på arbetslösheten. I den ena studien indikerar resultaten att räntehöjningen har en maxeffekt på arbetslösheten som är drygt 0,6 procentenheter. Maxeffekten är också synkroniserad med maxeffekten på BNP, det vill säga att den inträffar efter cirka 2 år. Resultaten i den andra studien indikerar att maxeffekten på arbetslösheten är cirka 0,2 procentenheter och att den inträffar redan ett par kvartal efter det att räntan höjts.

Det är viktigt att vara medveten om att effekterna är osäkra

Även om resultaten är relativt samstämmiga är en övergripande slutsats från studier av detta slag att det finns en betydande osäkerhet om hur stor effekt penningpolitiken har på inflationen och den övriga ekonomin. De statistiska metoderna i studierna är i sig förknippade med osäkerhet och resultaten skiljer sig åt på vissa punkter beroende på metod. Dessutom kan de historiska sambanden mellan styrrentan, inflationen och den övriga ekonomin som beräkningarna utgår från ändras över tiden. Ett exempel från de senaste åren är förändringen av företagets pris-sättningsbeteende (se vidare kapitel 3). Det är viktigt att vara medveten om dessa olika källor till osäkerhet. Ett sätt att göra slutsatserna mer robusta är att inte förlita

⁴¹ Ett diagram som illustrerar resultaten finns i B. Andersson och H. Lundvall (2024), "Effekterna av penningpolitiken", *Ekonomisk kommentar* nr 16, Sveriges riksbank.

sig på resultaten från en specifik metod eller modell, utan att väga ihop olika resultat. Riksbanken kommer att ta med sig resultaten från de genomförda studierna i prognos- och scenarioarbetet framöver som en utgångspunkt. Men när man ska bedöma penningpolitikens genomslag är det viktigt att även väga in annan typ av information som inte ryms i modellerna. I slutändan behöver man alltid avgöra om effekterna verkar rimliga i det aktuella scenariot.

Prognostabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Styrränteprogno

Procent, kvartalsmedelvärden

	2024kv2	2024kv3	2024kv4	2025kv3	2026kv3	2027kv3
Styrräntan	3,87 (3,87)	3,64 (3,67)	3,11 (3,33)	2,30 (2,85)	2,25 (2,64)	2,25

Källa: Riksbanken.

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

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

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

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

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 4. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

* 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

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

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	2023	2024	2025	2026
Euroområdet	0,11	0,46	0,5 (0,6)	0,8 (0,8)	1,3 (1,5)	1,3 (1,4)
USA	0,16	0,08	2,5 (2,5)	2,6 (2,3)	1,5 (1,8)	1,9 (2,1)
Kina	0,19	0,10	5,6 (5,5)	4,8 (5,1)	4,3 (4,5)	4,1 (4,2)
KIX-vägd	0,75	1,00	1,5 (1,5)	1,7 (1,6)	1,9 (2,1)	2,0 (2,0)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,2 (3,2)	3,2 (3,2)	3,2 (3,3)	3,2 (3,2)

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen för 2024 enligt IMF. KIX-vikter avser vikter i Riksbankens kronindex (KIX) för 2024. 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	2023	2024	2025	2026
Euroområdet (HIKP)	5,4 (5,4)	2,4 (2,3)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
USA	4,1 (4,1)	2,8 (2,9)	2,0 (2,1)	2,2 (2,3)
KIX-vägd	5,6 (5,6)	3,1 (3,0)	2,6 (2,6)	2,4 (2,4)

	2023	2024	2025	2026
Styrränta i omvärlden, procent	3,6 (3,6)	4,1 (4,1)	3,1 (3,4)	2,7 (2,9)
Råoljepris, USD/fat Brent	82,1 (82,1)	80,0 (81,9)	71,7 (77,3)	70,4 (74,1)
Svensk exportmarknad	1,0 (1,2)	0,7 (0,7)	3,3 (3,4)	3,3 (3,5)

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

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

Tabell 7. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2023	2024	2025	2026
Riksbankens styrränta	3,5 (3,5)	3,7 (3,7)	2,4 (2,9)	2,3 (2,7)
10-årsränta	2,5 (2,5)	2,2 (2,3)	2,0 (2,2)	1,9 (2,1)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	127,5 (127,5)	125,3 (124,8)	122,4 (121,5)	118,6 (117,9)
Offentligt finansiellt sparande, procent av BNP	-0,6 (-0,6)	-1,6 (-1,4)	-1,1 (-0,7)	-0,6 (-0,4)

Anm. Riksdagen beslutade den 18 juni 2024 om ett kapitaltillskott till Riksbanken om 25 miljarder kronor, motsvarande 0,4 procent av BNP, år 2024. Prognosen för det offentligfinansiella sparandet inkluderar effekten av kapitaltillskottet.

Källor: SCB och Riksbanken.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK