

# Penningpolitisk rapport

Mars 2024



Rättelse 27 mars 2024

Diagram 34: I anmärkningen är *KPIF exklusive energi* rättat till *KPIF*.

Rättelse 2 april 2024

Mindre redaktionella ändringar.

# 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 penningpolitik<sup>1</sup>. Rapporten innehåller en beskrivning av de framtida inflations- och konjunkturutsikterna baserad på den penningpolitik som direktionen för närvarende 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 26 mars 2024.

---

<sup>1</sup> Se ”Penningpolitiken i Sverige – Riksbankens strategi” på nästa sida för en genomgång av den penningpolitiska strategin och av vad som kan betraktas som en lämplig penningpolitik.

## Penningpolitiken i Sverige – Riksbankens strategi

- Det överordnade målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation. Riksbanken har preciserat målet som att den årliga förändringen av konsumentprisindex med fast ränta (KPIF) ska vara 2 procent. Inflationsmålet ska fungera som riktmärke för pris- och lönebildningen i ekonomin.
- Utan att åsidosätta inflationsmålet ska Riksbanken dessutom bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning. Riksbanken bedriver därmed en flexibel inflationsmålspolitik. Vid varje penningpolitiskt beslut bedömer direktionen vilken penningpolitik som är välvägd. Om inflationen avviker från inflationsmålet handlar avvägningen normalt om att hitta en lämplig balans mellan hur snabbt den ska föras tillbaka och effekterna på den realekonomiska utvecklingen.
- Det är varken möjligt eller önskvärt att bedriva en penningpolitik som alltid håller inflationen på exakt 2 procent. Det sker hela tiden förändringar i ekonomin som gör att inflationen varierar på ett sätt som inte går att förutsäga med tillräcklig precision och motverka på kort sikt. Det viktiga är att hushåll och företag har förtroende för målet. Långvariga avvikelse 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 kräver.
- 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 förlida 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 prognos. 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
<b>1 Det ekonomiska läget</b>	<b>9</b>
1.1 Realekonomin och inflationen i omvärlden	9
1.2 Finansiella förhållanden	14
1.3 Svensk realekonomi	21
1.4 Svensk inflation	25
<b>2 Utsikterna de kommande åren</b>	<b>27</b>
2.1 De ekonomiska utsikterna i omvärlden	28
2.2 De ekonomiska utsikterna i Sverige	29
2.3 Inflationsutsikterna i Sverige	33
ANALYS – Sambandet mellan producent- och konsumentpriser	38
<b>3 Penningpolitisk analys</b>	<b>42</b>
3.1 Penningpolitiken i Sverige	42
3.2 Osäkerhet, risker och alternativscenarier	47
ANALYS – Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt	52
Prognostabeller	56

# Penningpolitiska överväganden

---

Penningpolitiken och avtagande utbudsstörningar har bidragit till ett lägre inflationstryck. Inflationsförväntningarna är väl förankrade och löneökningarna är måttliga. Inflationen har fortsatt att sjunka och framåtblickande indikatorer tyder på att den närmar sig 2 procent.

Mot bakgrund av de senaste årens mycket höga inflation och förändrade prissättningsbeteende vill direktionen få ytterligare bekräftelse på att inflationen stabiliseras nära målet. Risken för att inflationen ska bita sig fast på för höga nivåer fortsätter visserligen att minska, men inflationstrycket är fortfarande något förhöjt. Direktionen har därför beslutat att lämna styrräntan oförändrad på 4 procent.

Om inflationsutsikterna fortsätter att vara gynnsamma kan styrräntan troligen sänkas i maj eller juni. Behovet av en åtstramande penningpolitik minskar när inflationen sjunker mot målet samtidigt som konjunkturen är svag. Det finns dock risker som kan göra att inflationstrycket stiger igen, exempelvis nya utbudsstörningar till följd av den geopolitiska oron, att kronan fortsätter att försvagas, eller att företagens prissättningsbeteende inte normaliseras som förväntat. Anpassningen av penningpolitiken bör framöver därför präglas av försiktighet, med gradvisa sänkningar av styrräntan.

---

**Den amerikanska ekonomin fortsätter att utvecklats starkt.** Expansiv finanspolitik har hållit uppe efterfrågan, samtidigt som genomslaget från styrräntehöjningarna begränsats av hushållens långa räntebindningstider. Olika förändringar på ekonomins utbudssida bidrar också till att tillväxten är snabb.

**I euroområdet är tillväxten betydligt svagare än i USA.** Det beror bland annat på att euroområdets ekonomier drabbades hårdare av energikrisen som följde efter Rysslands invasion av Ukraina och att finanspolitiken har varit mindre expansiv. Arbetsmarknaderna har dock utvecklats starkt i såväl euroområdet som USA. Tillväxten i omvärlden bedöms stiga successivt från och med andra halvåret 2024.

**Inflationen i omvärlden fortsätter att falla, men långsammare.** I februari var HIKP-inflationen i euroområdet 2,6 procent i årstakt och KPI-inflationen i USA 3,2 procent i årstakt. I USA hålls inflationen i stor utsträckning uppe av betydande hyresökningar. PCE-inflationen, som har en lägre vikt för hyror och är det mått som Federal Reserve fokuserar mest på, är lägre.

**Federal Reserve och ECB har betonat att mer information behövs innan styrräntorna kan sänkas.** Indikatorer pekar på att både tillväxten och arbetsmarknaden är fortsatt starka i USA. En osäkerhetsfaktor när det gäller den amerikanska inflationen är i vilken

utsträckning den starka tillväxten är utbuds- eller efterfrågedriven. ECB å sin sida betonar att de följer löneutvecklingen noga för att bedöma kostnadstrycket framöver. Riksbanken bedömer att penningpolitiken i omvärlden blir fortsatt stram en tid men gradvis börjar normaliseras mot mitten av 2024.

**Sedan den penningpolitiska uppdateringen i februari har marknadsförväntningarna på styrräntorna stigit.** Det har gett avtryck i långa räntor, som efter nedgången under fjolårets sista månader har stigit igen. De svenska korta marknadsräntorna har inte rört sig lika mycket.

**Den svenska konjunkturen är svag.** Avmatningen har drivits av de räntekänsliga delarna av ekonomin, som hushållens konsumtion och bostadsinvesteringar. Näringslivets övriga investeringar har utvecklats starkt men sjönk något under sista kvartalet 2023.

**Förtroendet i ekonomin har börjat återhämta sig och aktiviteten väntas tillta gradvis under 2024.** Hushållens konsumtion väntas stärkas första halvåret i år, i takt med att inflationen faller tillbaka och de reala lönerna ökar. Minskad sysselsättning bedöms dock delvis hålla tillbaka konsumtionsutvecklingen. Bostadsinvesteringarna väntas återhämta sig mot slutet av året.

**Konjunkturnedgången bedöms bli förhållandevis kortvarig och arbetsmarknaden väntas stå emot nedgången relativt väl.** Sysselsättningen fortsatte att minska under fjärde kvartalet och arbetslösheten steg till 8,0 procent. Indikatorer tyder på en måttlig försvagning den närmaste tiden. I prognosens bedöms arbetslöshet stiga något ytterligare och nå en topp på 8,3 procent. Från och med 2025 väntas arbetsmarknaden återhämta sig och arbetslösheten sjunka.

**I februari sjönk inflationen och blev något lägre än förväntat.** Mätt med KPIF och KPIF exklusive energi uppgick den till 2,5 respektive 3,5 procent i årstakt (se diagram1). Prisökningarna på varor har fortsatt att dämpas medan tjänstepriserna fortfarande ökar relativt snabbt. Prisförändringar på kortare sikt har sjunkit och är nu överlag nära 2 procent uppräknat till årstakt.

**Löneökningstakten har stigit i linje med förväntan de senaste månaderna.** I december uppgick den till 4,4 procent, och ökningarna utöver avtal har fortsatt att vara låga i ett historiskt perspektiv. I prognosens väntas löneökningstakten dämpas en bit in på 2024 och sammantaget uppgå till 3,9 procent i år. Lägre inflation innebär dock högre reallöner, som bidrar till att stärka hushållens köpkraft.

**Framåtblickande indikatorer tyder på en fortsatt nedgång i inflationstrycket.** Enligt Konjunkturinstitutets barometer har företagens prisplaner fallit ytterligare och bedöms vara i linje med prisökningar på 2 procent. Riksbankens företagsundersökning för februari visar också att prisplanerna bland hushållsnära företag faller.

**Inflationen sjunker mot målet när konjunkturen mattas av.** Till följd av de penningpolitiska åtstramningarna har efterfrågan dämpats i Sverige. Det har i sin tur bidragit till en successivt lägre inflation. Avtagande utbudsstörningar sedan pandemin bromsar också prisökningarna. Riksbanken bedömer dessutom att kronan kommer att stärkas

gradvis de kommande åren, vilket även det bidrar till att dämpa inflationen. Energipriserna väntas bli lägre i år än i fjol, vilket innebär att KPIF-inflationen når målet snabbare än inflationen mätt med KPIF exklusive energi.

**Konjunkturen kan bli både starkare och svagare än i prognosen.** Utvecklingen på arbetsmarknaden är osäker. Många företag har hittills valt att behålla sin personal trots konjunkturnedgången. En mer utdragen lågkonjunktur kan utlösas både av inhemska faktorer och en svagare omvärldsutveckling. Det skulle kunna leda till större anpassningar bland hushåll och företag. Signaler om en lägre ränta framöver kan samtidigt innebära att hushåll och företag nu börjar konsumera och investera betydligt mer än väntat.

**Risker utmanar de ljusa inflationsutsikterna.** En tilltagande geopolitisk oro skulle kunna utlösa förnyade utbudsstörningar och leda till att inflationen stiger igen. Den starka utvecklingen i den amerikanska ekonomin skulle också kunna få återverkningar på den svenska inflationen via en svagare krona. Högre kostnader till följd av den här typen faktorer skulle dessutom kunna påverka företagen att återigen föra över kostnader till konsumenterna på ett sätt som inte är förenligt med inflationsmålet.

### **Styrräntan lämnas oförändrad på 4 procent**

**Penningpolitiken har anpassats efter inflationsutsikterna.** Efter mycket hög inflation och snabba räntehöjningar från april 2022 till september 2023 fanns under hösten tecken på att inflationstrycket dämpades. Direktionen lämnade därför styrräntan oförändrad i november. Inflationsutsikterna fortsatte sedan att förbättras. Efter det penningpolitiska mötet i januari kommunicerade direktionen att sannolikheten för räntesänkningar hade ökat och att det inte var uteslutet att räntan kunde sänkas under första halvåret i år.

**Inflationen har fortsatt att sjunka och framåtblickande indikatorer tyder på att inflationen närmar sig 2 procent.** De långsiktiga inflationsförväntningarna är fortsatt väl förankrade nära målet och löneökningarna är måttliga. Risken för att inflationen ska bita sig fast på för höga nivåer fortsätter visserligen att minska, men inflationstrycket är fortfarande något förhöjt.

**Direktionen har beslutat att lämna styrräntan oförändrad på 4 procent.** Mot bakgrund av de senaste årens mycket höga inflation och förändrade prissättningsbeteende vill direktionen få ytterligare bekräftelse på att inflationen stabiliseras nära målet.

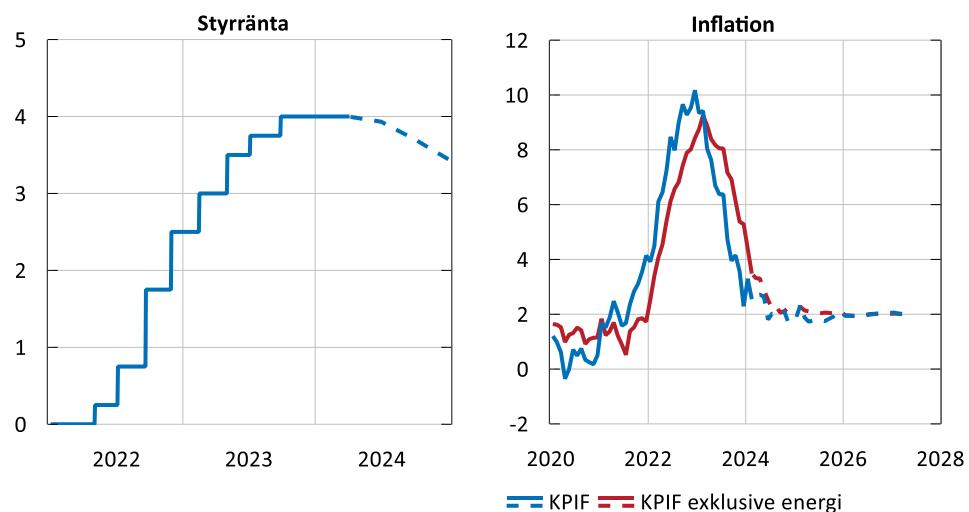
**Om inflationsutsikterna fortsätter att vara gynnsamma kan styrräntan troligen sänkas i maj eller juni (se diagram 1).** Men det finns risker för bakslag. Det kvarstår till exempel fortsatt osäkerhet kring kronkursens utveckling och företagens prissättningsbeteende. Den geopolitiska oron skulle också kunna tillta och leda till förnyade utbudsstörningar.

**Anpassningen av penningpolitiken framöver bör präglas av försiktighet – i Riksbankens prognos sänks styrräntan gradvis.** Behovet av en åtstramande penningpolitik minskar när inflationen sjunker mot målet och konjunkturen är svag. Det talar

för ytterligare sänkningar av styrräntan i år. Konjunkturen stärks när hushållens köpkraft stiger och styrräntan sänks. Alltför snabba och stora räntesänkningar skulle kunna leda till att efterfrågan ökar kraftigt och att inflationen stiger igen. Ny information och hur den bedöms påverka konjunktur- och inflationsutsikterna är avgörande för hur penningpolitiken utformas.

### Diagram 1. Styrränta och inflation

Procent (vänster) respektive årlig procentuell förändring (höger)



Anm. Heldragen linje avser utfall och streckade linjer avser Riksbankens prognos. Utfall för styrräntan är dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden.

Källor: SCB och Riksbanken.

### Ett nytt sätt att illustrera prognosen för styrräntan

Prognoserna för styrräntan visar den utveckling av styrräntan som under prognosperioden bedöms vara förenlig med de övriga prognoserna, bland dem den förväntade inflationsutvecklingen. Från och med denna rapport kommer styrränteprognoserna att redovisas på två tidshorisonter. Syftet är att tydliggöra skillnaden i hur direktionen ser på de penningpolitiska besluten den närmaste tiden och dem på längre sikt där osäkerheten är större.

I *Penningpolitiska överväganden* visas direktionens bedömning av styrräntan de kommande tre kvartalen. Det finns mer information om utvecklingen den närmaste tiden än om utvecklingen längre fram. Prognoserna för den ekonomiska utvecklingen den närmaste tiden är därför mindre osäkra. Direktionen kan därför förutsäga den närmaste penningpolitiska beslutet med något större säkerhet än de längre fram, även om dessa prognoser också är osäkra.

I rapportens sista kapitel *Penningpolitisk analys* visas räntebanan under hela prognosperioden och även räntebanor baserade på alternativa scenarier för den makroekonomiska utvecklingen. Styrräntan längre fram i prognoserna blir mer osäker eftersom sannolikheten att nya störningar träffar ekonomin växer över tiden.

# 1 Det ekonomiska läget

---

Konjunkturen i omvärlden har sammantaget fortsatt att mattas av under slutet av 2023 och inledningen av 2024, men det är stora skillnader mellan regioner. I USA har BNP-tillväxten varit stark medan den har varit betydligt svagare i euroområdet. Omvärldens inflation har fortsatt att falla, men i en något längsammare takt. I samband med nedgången i inflationen har flera centralbanker kommunicerat att räntetoppen är nådd och att styrräntorna kan komma att sänkas framåt sommaren. Marknadens förväntningar på omvärldens styrräntor har dock stigit sedan Riksbankens penningpolitiska uppdatering i februari, vilket främst förklaras av överraskande stark konjunktur i USA.

Svensk BNP minskade något 2023, till följd av minskade bostadsinvesteringar och lägre hushållskonsumtion. Arbetsmarknaden har också förszagts den senaste tiden, men sysselsättningsgraden är fortsatt hög givet den svaga efterfrågan. Förtroendet bland hushåll och företag är lågt, men har återhämtat sig något de senaste månaderna. Inflationen närmar sig målet och var i februari 2,5 procent mätt med KPIF. Prisförändringar på kortare sikt har sjunkit och är nu överlag nära 2 procent uppräknat till årstakt.

---

## 1.1 Realekonomin och inflationen i omvärlden

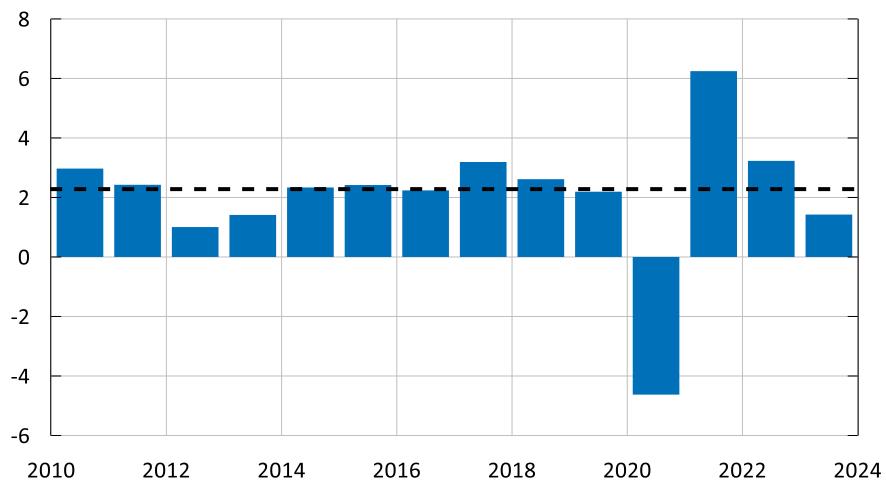
### **Fortsatt svag tillväxt i omvärlden, men tydliga regionala skillnader**

BNP i omvärlden utvecklades svagt under 2023. Den sammanvägda BNP-tillväxten för Sveriges viktigaste handelspartners var 1,4 procent, vilket kan jämföras med en genomsnittlig tillväxt på 2,3 procent mellan 2010 och 2019 (se diagram 2).

I USA har den ekonomiska utvecklingen genomgående varit starkare än i Europa sedan 2022 (se diagram 3). Expansiva finanspolitiska åtgärder i USA har stimulerat nya investeringar och hållit uppe hushållens efterfrågan. Samtidigt har genomslaget från ränteökningarna begränsats av att bland annat bolånen i regel har långa räntebindningstider. Även reallönerna har utvecklats starkare i USA än i euroområdet. Euroområdets ekonomier drabbades dessutom hårdare än USA av den energikris som följde efter Rysslands invasion av Ukraina. I euroområdet var produktivitetstillväxten svag 2023 och finanspolitiken bedöms ha varit mer åtstramande. Arbetsmarknaderna har dock utvecklats starkare än väntat inom båda områdena (se diagram 3).

### Diagram 2. BNP i omvärlden

Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data

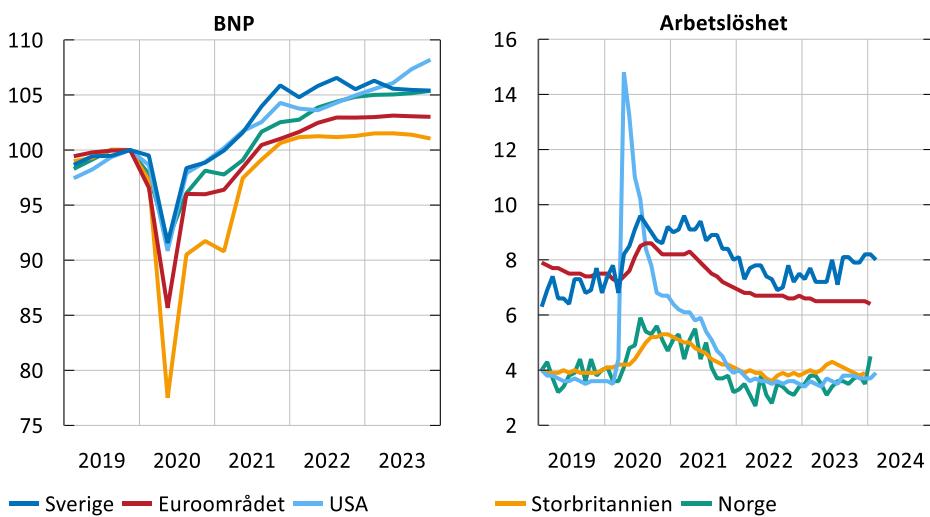


Anm. KIX-viktad BNP i fasta priser. KIX är ett viktat genomsnitt mot 31 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Den svarta streckade linjen avser genomsnitt för åren 2010–2019.

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

### Diagram 3. BNP och arbetslöshet i omvärlden

Index, 2019 kv4 = 100 (vänster) och procent av arbetskraften (höger), säsongsrensade data



Anm. Kvartalsdata (BNP) och månadsdata (arbetslöshet). Det högra diagrammet avser arbetslöshet bland personer i åldrarna 15–74 år för Sverige, euroområdet och Norge samt bland personer i åldrarna 16 år och äldre för USA och Storbritannien.

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

Förtroendet bland ekonomins aktörer är dämpat, framför allt i euroområdet, men även i USA. I euroområdet har inköpscheffindex stabiliseringar, men på en nivå som tyder på en relativt svag tillväxt. Industriproduktionen är också fortsatt svag, framför allt i stora ekonomier som Tyskland. I USA har industriproduktionen gått något starkare och varit ungefär oförändrad. Förtroendeindikatorer för tillverkningsindustrin har stigit i början av året, men är fortsatt på låga nivåer.

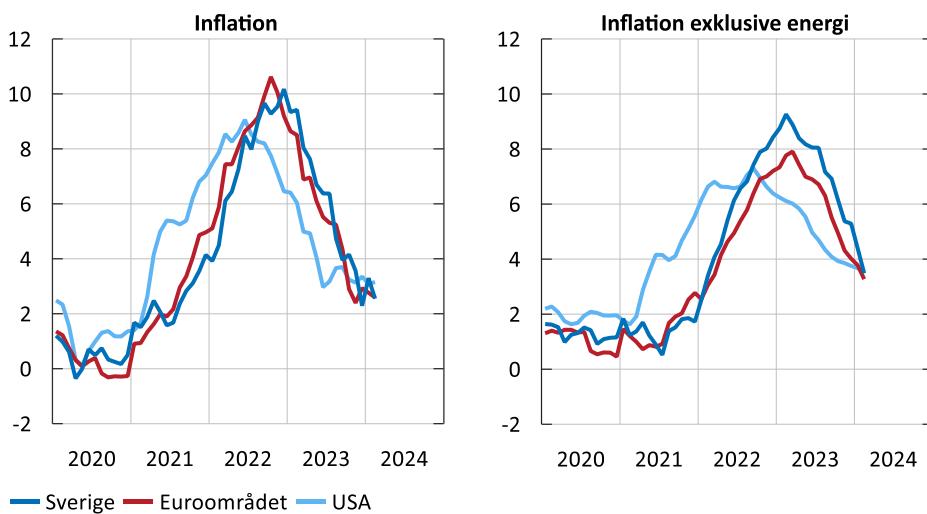
### **Inflationen fortsätter att sjunka i USA och euroområdet**

Den nedåtgående trenden i inflationen har fortsatt i både euroområdet och USA, men inflationsnedgången har stannat av något de senaste månaderna, framförallt i USA (se diagram 4). Det är tjänstepriserna som har hållit uppe inflationen i både euroområdet och USA, vilket bland annat beror på att lönerna, som har stor betydelse för tjänstepriserna, har ökat relativt snabbt. Prisuppgången på varor har dock fortsatt att dämpas (se diagram 5).

Prisförändringar på kortare sikt kan ge mer aktuell information om vad prisökningstakten är just nu och var inflationen är på väg. Inflationen exklusive energi, mätt över de senaste tre månaderna, har sjunkit under det senaste året i euroområdet och USA. Prisförändringstakten för tjänster är dock fortfarande hög (se diagram 6). Tremånsdertakten för PCE-inflationen, som är Federal Reserves föredragna mått, har legat på 2 procent sedan mitten av 2023 (se mer om skillnaden mellan måtten KPI och PCE i faktarutan ”Skillnaden mellan måtten KPI och PCE i USA”).

#### **Diagram 4. Inflation**

Årlig procentuell förändring

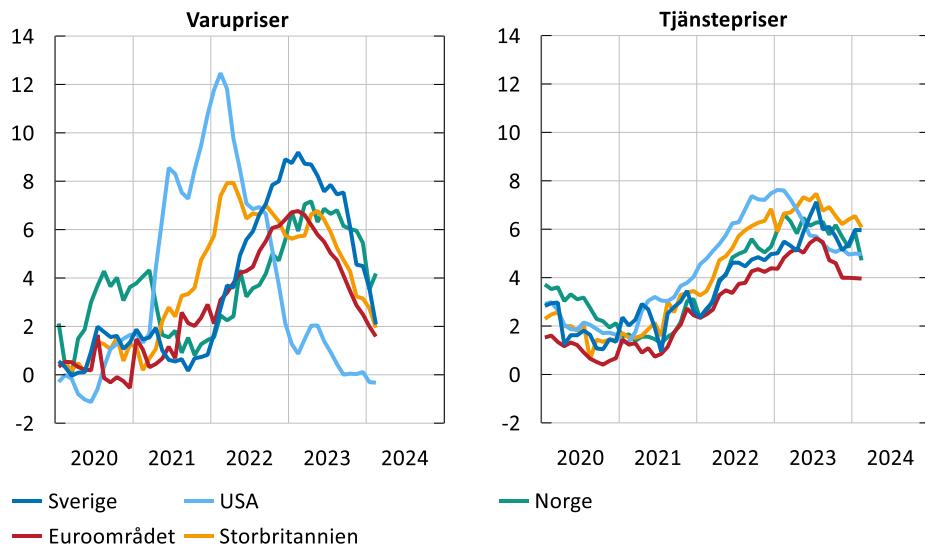


Anm. Avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för USA.

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

### Diagram 5. Priser på varor och tjänster i omvärlden

Årlig procentuell förändring

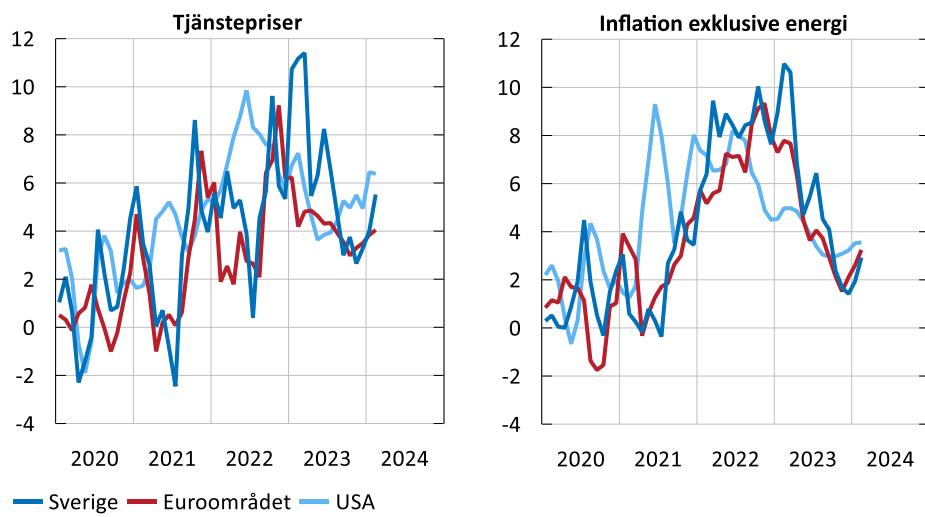


Anm. Avser HIKP för Sverige, euroområdet och Norge, samt KPI för USA och Storbritannien.

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

### Diagram 6. Tjänstepriser och inflation exklusive energi

Procentuell tremånadersförändring i uppräknad årstakt, säsongsrensade data



Anm. Avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för USA. Säsongrensning utförd av Riksbanken för samtliga serier utom tjänstepriser i USA.

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

## FAKTA – Skillnaden mellan måtten KPI och PCE i USA

Det finns flera olika mått på inflationen i USA, där de vanligaste är KPI (konsumentprisindex) och PCE (deflatorn för privat konsumtion). PCE är det mått den amerikanska centralbanken främst tittar på och prognostiseras. KPI ökar normalt några tiondels procentenheter snabbare än PCE men annars har indexen historiskt följt varandra relativt väl. De senaste åren har de dock avvikat mer från varandra. De senaste månaderna uppvisar de dessutom lite olika trender – kärninflationen mätt enligt PCE fortsätter sjunka medan den går mer sidledes enligt KPI (se diagram 7).

Enkelt uttryckt avser KPI att mäta prisutvecklingen på det som hushållen själva betalar för medan PCE istället mäter prisutvecklingen på hushållens totala konsumtion, det vill säga även sådant som betalas av andra. Det finns dock i praktiken flera olika faktorer som gör att indexutvecklingen skiljer sig åt och dessa skillnader har på senare tid fått ett större genomslag.<sup>2</sup>

En sådan betydande skillnad är hur vikter i respektive konsumtionskorg uppdateras. I PCE fångas de konsumtionsmönster som råder just nu, medan vikterna endast uppdateras en gång per år i KPI. Därmed återspeglar PCE alltså en mer aktuell sammansättning av konsumtion än KPI. Under perioder när konsumtionsbeteendet varierar mycket har detta en relativt stor betydelse.

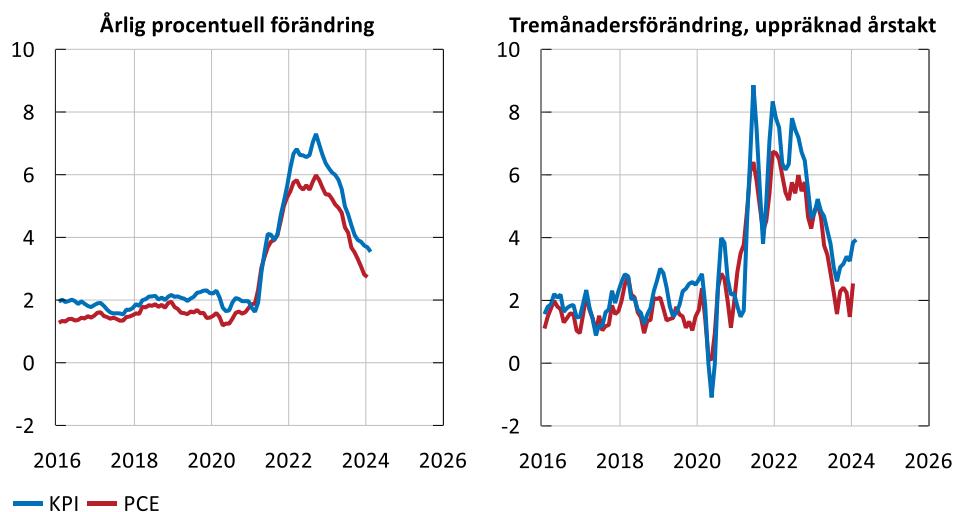
Det är också stor skillnad i hur stora vikter olika delindex har. Den största skillnaden är att KPI har en betydligt högre vikt på boende, där priserna har fortsatt att öka relativt snabbt, och en lägre vikt på sjukvård. KPI har även något högre vikt på vissa komponenter som ibland kan ha stora prisrörelser, som begagnade bilar.

Slutligen mäts priser på vissa komponenter på olika sätt i de olika måtten. Detta rör kanske främst sjukvård och finansiella tjänster så som försäkringar, där PCE vanligen visar upp en mer stabil utveckling än KPI.

<sup>2</sup> Se exempelvis, N. Johnson (2017), "A Comparison of PCE and CPI: Methodological Differences in U.S. Inflation Calculation and Their Implications", *Statistical Survey Paper*, November, U.S. Bureau of Labor Statistics, för en utförligare redogörelse av skillnaderna mellan indexen.

**Diagram 7. KPI och PCE, exklusive energi**

Procentuell förändring



Anm. Säsongsrensade data.

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

## 1.2 Finansiella förhållanden

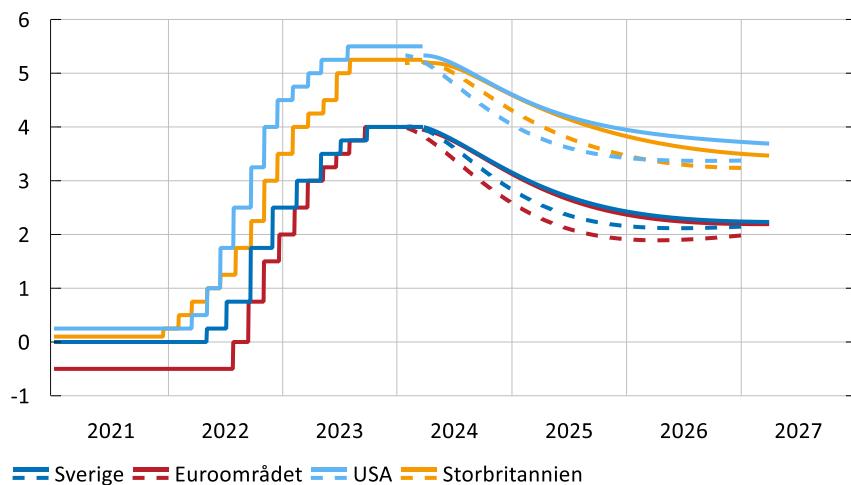
### Centralbankerna kommunicerar att styrräntorna har toppat och att tidpunkten för sänkningar närmar sig

Den europeiska centralbanken (ECB) och Federal Reserve höll återigen styrräntorna oförändrade vid sina möten i mars. Kommunikationen visar en större säkerhet på att styrräntetoppen är nådd och indikerar att tidpunkten för sänkningar närmar sig. Centralbankerna har dock betonat att mer information behövs innan styrräntorna kan sänkas. De har särskilt lyft att utvecklingen på arbetsmarknaden och löneökningstakten är viktiga för inflationsutsikterna och därmed för utformningen av penningpolitiken framöver.

Marknadens förväntningar på omvärldens styrräntor de närmaste åren sjönk påtagligt under slutet av 2023 och inledningen av 2024. Men sedan den penningpolitiska uppdateringen i februari har de stigit igen (se diagram 8). Förklaringarna är främst att utfall för den amerikanska inflationen har blivit högre och att arbetsmarknaden utvecklats starkare än väntat. Enligt marknadsprissättningen väntas en första sänkning av ECB:s och Federal Reserves styrräntor i sommar. Bland andra centralbanker är det värt att notera Swiss National Bank som sänkte styrräntan i mars och att Bank of Japan höjde sin primära styrränta för första gången på 17 år.

**Diagram 8. Styrräntor och styrränteförväntningar enligt marknadsprissättningen**

Procent



Anm. Diagrammet visar styrräntor samt marknadsprissättning på framtida styrräntor.  
Heldragna linjer avser prissättning 2024-03-25. Streckade linjer avser prissättning strax före den penningpolitiska uppdateringen i februari.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken.

**Svenska statsobligationsräntor har stigit**

De korta svenska marknadsräntorna har fortsatt att följa styrräntan väl sedan den penningpolitiska uppdateringen i februari. Högre styrränteförväntningarna har under samma period gett avtryck på statsobligationer med längre löptid vars räntor har stigit.

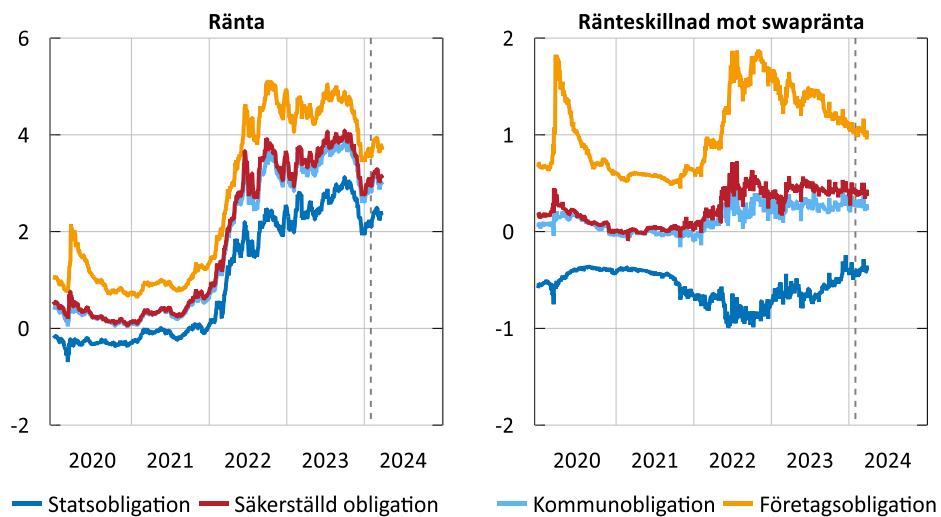
Skillnaden mellan räntor på mer riskfyllda obligationer och swapräntor ökade generellt under 2022.<sup>3,4</sup> Ökningen i ränteskilnad var störst för företagsobligationer. Sedan andra halvan av 2023 har ränteskilnaden för företagsobligationer haft en tydligt nedåtgående trend, främst driven av fastighetsföretag (se diagram 9). Nedgången är troligen en effekt av att styrräntorna förväntas sänkas och att riskerna i ekonomin bedöms ha minskat den senaste tiden.

<sup>3</sup> Riksbanken använder begreppet riskfyllda obligationer för obligationer med högre kreditrisk än statsobligationer, till exempel säkerställda obligationer, kommunobligationer och företagsobligationer.

<sup>4</sup> Ränteswappar avser vanligtvis den förväntade genomsnittliga nivån för Stibor (Stockholm Interbank Offered Rate) med 3 månaders löptid vilken brukar ligga mycket nära styrräntan i tider då riskerna inom banksystemet är låga. Se faktarutan "Vad är en swapränta?" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2023, Sveriges riksbank.

**Diagram 9. Svenska räntor för olika obligationsslag, 5 års löptid**

Procent (vänster) och procentenheter (höger)



Anm. Beräknad nollkupongränta. Företagsobligationer avser obligationer för företag med kreditbetyg motsvarande Investment grade. Säkerställda obligationer avser säkerställda obligationer utgivna av Stadshypotek och kommunobligationerna är utgivna av Kommuninvest i Sverige AB. Streckad linje markerar tidpunkten för den penningpolitiska uppdateringen i februari.

Källor: Bloomberg, Refinitiv och Riksbanken.

**Fortsatt låg efterfrågan på krediter hos hushåll och företag**

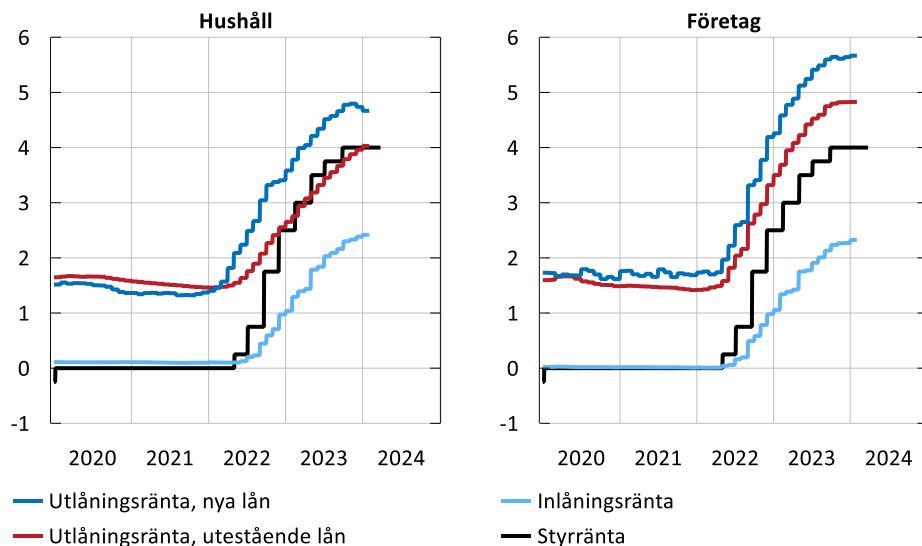
Styrräntan påverkar de räntor som hushållen möter, och det sker jämförelsevis snabbt i Sverige på grund av den stora andelen bolån med rörlig ränta. Sedan början av 2022 har höjningarna av styrräntan till 4 procent lett till att den genomsnittliga räntan på nya och omförhandlade lån till hushållen har stigit från ungefär 1,4 procent till 4,7 procent i januari 2024. Ökningen motsvarar ett genomslag på drygt 80 procent. Den genomsnittliga räntan på samtliga utestående lån till hushållen har under samma period ökat från ungefär 1,5 procent till drygt 4,0 procent. Utlåningsräntorna på företagens nya lån har stigit i ungefär samma takt som styrräntan (se diagram 10).

Den genomsnittliga inlåningsräntan som bankerna erbjuder hushållen har stigit från 0,1 procent i januari 2022 till 2,4 procent i januari 2024. Styrräntans genomslag på inlåningsräntorna är således knappt 60 procent och därmed mindre än genomslaget på utlåningsräntorna. Uppgången i inlåningsräntorna beror delvis på att hushållen har flyttat pengar från transaktionskonton, där bankerna erbjuder mycket låg ränta, till sparkonton med högre räntor.<sup>5</sup> Transmissionen från styrräntan till räntorna som hushåll och företag möter fungerar i linje med historiska mönster.

<sup>5</sup> Se fördjupning "Inlåning i svenska banker varierar i flyktighet" i *Finansiell stabilitetsrapport*, 2023:2, Sveriges riksbank.

**Diagram 10. Styrränta samt genomsnittliga in- och utlåningsräntor på nya lån respektive utestående lån**

Procent



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

Källor: SCB och Riksbanken.

Den årliga tillväxttakten för hushållens nya lån har fortsatt att sjunkit och är nu på en historiskt låg nivå nära noll. I januari var årstakten i utlåningen till företagen negativ för första gången sedan början av 2021 (se diagram 11). Att utlåningen till företagen har minskat följer dock efter en särskilt stor ökning i banklån under 2022 och 2023 som berodde på att företagen ökade sina investeringar och samtidigt minskade sin upplåning via obligationsmarknaden.<sup>6,7</sup>

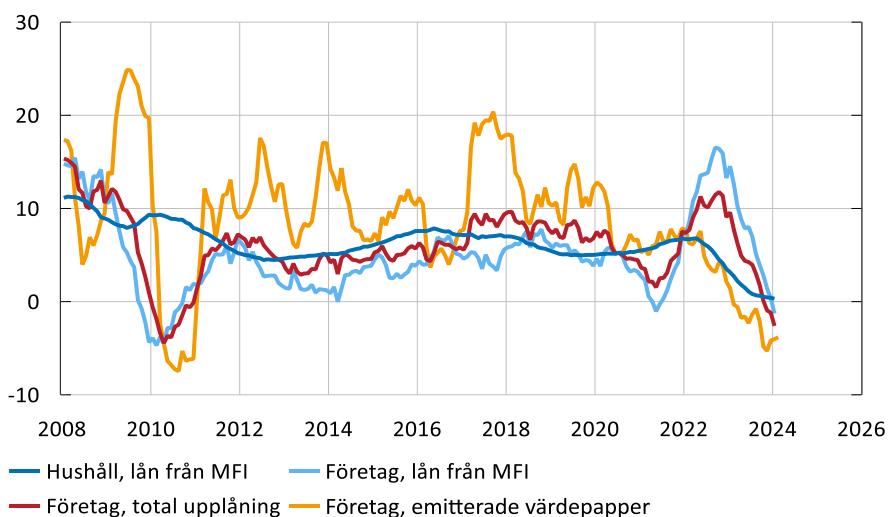
Att hushållens och företagens efterfrågan på krediter har svängt så mycket de senaste åren påverkar den totala penningmängden i ekonomin, se faktarutan "Vad drev de kraftiga svängningarna i inlåningen mellan 2020 och 2023?".

<sup>6</sup> Nedgången är störst i stora företag och uppdelat på branschnivå är det främst i företagen inom handeln och industrien som utlåningen minskade. Se *Finansmarknadsstatistik*, februari 2024, SCB.

<sup>7</sup> Se *Finansiell stabilitetsrapport*, 2023:2, Sveriges riksbank.

**Diagram 11. 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.

**Kronans växelkurs något svagare sedan februari**

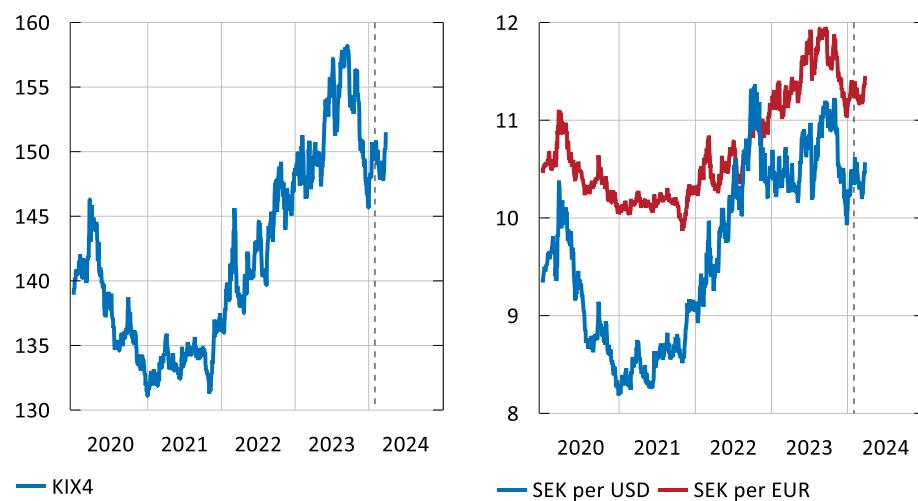
Efter att ha försvagats betydligt under 2022 och stora delar av 2023 stärktes kronan mot slutet av 2023 mätt med KIX4.<sup>8</sup> Den tydliga förstärkningen före årsskiftet skedde i samband med en period av fallande inflation globalt och ökade förväntningar på tidigarelagda styrräntesänkningar. I början av året steg de förväntade styrräntorna igen och kronan försvagades något. Efter att ha varierat en tid är kronan nu något svagare än vid den penningpolitiska uppdateringen i februari (se diagram 12). En förklaring till den senaste tidens kronförsvagning kan vara den ekonomiska utvecklingen i USA som har varit överraskande stark. Utvecklingen illustrerar hur stor betydelse händelser i omvärlden har för kronans växelkurs.<sup>9</sup>

<sup>8</sup> KIX4 (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot den amerikanska dollarn, euron, det brittiska pundet och den norska kronan. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

<sup>9</sup> Se fördjupningen "[Kronan kommer att stärkas på sikt](#)" *Penningpolitisk rapport*, september 2023, Sveriges Riksbank om faktorer som påverkar kronans växelkurs.

**Diagram 12. Nominell växelkurs mot KIX4 samt mot dollar och euro**

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



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

Källor: Macrobond Financial AB och Riksbanken.

## FAKTA – Vad drev de kraftiga svängningarna i inlåningen mellan 2020 och 2023? <sup>10 11</sup>

För att tolka varför inlåningen utvecklas som den gör behöver man förstå hur banksektorns balansräkning förändras vid olika typer av transaktioner. Banksektorns inlåning från svensk allmänhet, alltså pengar som svenska hushåll, företag och offentlig förvaltning har på sina bankkonton visas i diagram 13.<sup>12</sup>

En banks balansräkning består förenklat av utgivna lån på tillgångssidan och inlåning på skuldsidan. När banken ger ut ett nytt lån ökar tillgångssidan i balansräkningen. Samtidigt placerar banken lånebeloppet på låntagarens konto i banken, och ökar på så sätt skuldsidan i balansräkningen. Det innebär att banken genom att ge ut lån har ökat inlåningen i banksystemet.

En bank kan också finansiera de lån de ger ut genom att emittera obligationer. När banken emitterar en obligation betalar köparen av obligationen med inlåning. Försäljningen av obligationen innebär därmed att sammansättningen i bankens skuldida har ändrats. Bankens skuld i form av inlåning har minskat och ersatts av den

<sup>10</sup> Denna faktaruta bygger på E. Andersson och P. Kaplan (2024) "Vad drev de kraftiga svängningarna i inlåningen mellan 2020 och 2023?" *Ekonomiska kommentarer* nr 4, Sveriges riksbank

<sup>11</sup> Med inlåning avses här penningmängdmåttet M2. Se detaljerad definition under diagram 12

<sup>12</sup> Man kan konstatera att inlåningen och penningmängden, M2, är nära relaterade koncept. Förändringar i inlåningen innebär därför att penningmängden utvecklas i princip på samma sätt.

utgivna obligationen. En ökad obligationsfinansiering för bankerna innehåller därför att inlåningen minskar, allt annat lika.

Även centralbankers agerande kan påverka inlåningen. Centralbanker har periodvis använt kvantitativa lättningar (QE) och kvantitativa åtstramningar (QT) för att påverka den ekonomiska aktiviteten.<sup>13</sup> QE innehåller att centralbanken köper en obligation av marknaden, exempelvis en statsobligation från ett finansiellt företag. Köpet av obligationen genomförs via en bank som agerar intermediär åt det säljande företaget. Centralbanken får en obligation på sin tillgångssida och finansierar det genom att sätta in centralbankspengar i form av reserver på företagets banks konto i centralbanken. Banken, som fått tillgångar i form av reserver, skapar motsvarande summa i bankinlåning och sätter in dem på det säljande företagets inlåningskonto i banken. Alltså ökar inlåningen när centralbanker köper tillgångar.<sup>14</sup> QT är motsatsen till QE och innehåller att centralbanken istället säljer tillgångar, vilket minskar inlåningen.

Den högra bilden i diagram 13 visar bidraget till förändringen av inlåningen i banksystemet 2020 – 2023 och hur de olika bidragen utvecklats över tid. Som framgår av diagrammet förklaras en stor del av variationen i inlåningen av exemplen ovan, men inte all variation.

QE hade under 2020 och 2021 ökat inlåningen och banksektorns centralbanks-tillgångar. Under 2022 påbörjades QT, vilket minskade banksektorns tillgångar gentemot Riksbanken och samtidigt inlåningen, (ljusblå staplarna i diagram 13). Tillväxten i lån har under perioden bidragit positivt till inlåningen. I början av pandemin var det en betydande osäkerhet i ekonomin som bidrog till en hög efterfrågan på likviditet från företag samtidigt som aktiviteten var fortsatt god på bostadsmarknaden. Det bidrog till en hög efterfrågan på banklån. När de längre räntorna steg under slutet av 2021 började fastighetsföretag som ansågs riskfyllda få svårt att finansiera sig genom obligationsmarknaden, vilket då ökade deras efterfrågan på banklån.

Utöver detta fanns det stora investeringsbehov i andra sektorer som också bidrog till kredit tillväxten under 2022, se mörkblå staplarna i diagram 13. Riksbankens QE innebar ett stort inflöde av centralbanksfodringar och inlåning i banksystemet som i sin tur minskade bankernas behov av obligationsfinansiering under sent 2020 och 2021. Sedan 2022 har dock bankerna emitterat betydande volymer värdepapper, i hög utsträckning drivet av infasningen av regleringen om resolution.

Sedan början av 2023 har vi en historiskt svag tillväxt i inlåningen. Detta kan förklaras av en kombination av låg kreditefterfrågan, QT och ökade emissioner från bankerna.

De transaktioner som genomförs i banksystemet antas ske mellan banksektorn (inklusive centralbanken) och svensk allmänhet. I de fall detta inte sker, exempelvis när transaktioner sker med utländska aktörer, ingår dessa i residualen i diagram 13. Under 2022 var den kraftigt negativ, samtidigt som det var en betydande uppgång lån

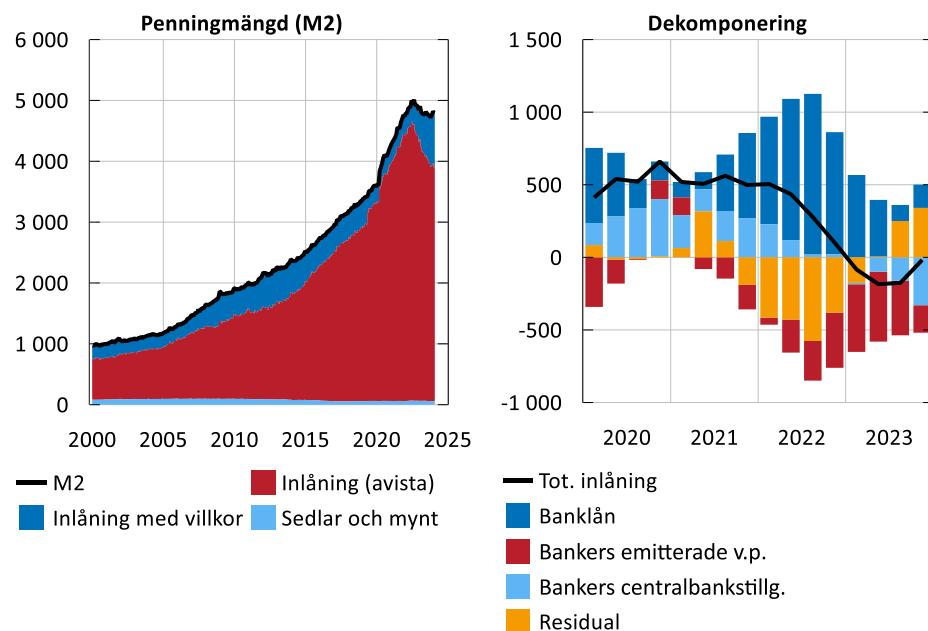
<sup>13</sup> QE och QT är förkortningar av de engelska uttrycken 'Quantitative easing' och 'Quantitative tightening'.

<sup>14</sup> Ett undantag är om säljaren i transaktionen skulle vara en bank. För vidare resonemang se E. Andersson och P. Kaplan (2024) "Vad drev de kraftiga svängningarna i inlåningen mellan 2020 och 2023?" *Ekonomiska kommentarer* nr 4, Sveriges riksbank.

i utländsk valuta. Den blå stapeln kan därför överskatta uppgången i inlåning då lånern kan komma att hållas av utländska aktörer. Försvagningen av den svenska kronan mot exempelvis dollaren skulle kunna bero på att utländska aktörer sålt svenska tillgångar till den svenska allmänheten under perioden, vilket i sin tur minskar svenskars inlåning som användes som betalning för tillgångarna.

**Diagram 13. Penningmängd och dekomponering av inlåning i banksystemet**

Miljarder SEK (vänster) och årsförändring i miljarder SEK (höger)



Anm. M2 består av M1 (sedlar och mynt plus avistainlåning) samt inlåning med villkor. Inlåning med villkor omfattar inlåning med en uppsägningstid upp till och med 3 månader eller en löptid till och med 2 år. Residual avser förändringen i banksektorns tillgångar och skulder utöver de andra kategorierna.

Källa: SCB.

## 1.3 Svensk realekonomi

### Fortsatt svag tillväxt i Sverige

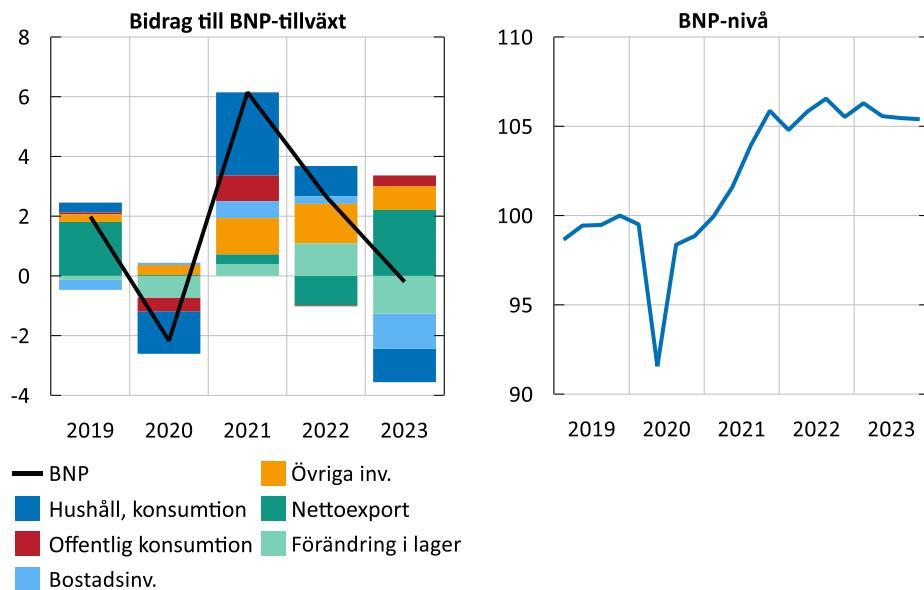
Den ekonomiska aktiviteten i Sverige ligger i stort sett på samma nivå som den gjorde fjärde kvartalet 2021 (se diagram 14). Nettoexporten och näringslivets investeringar exklusive bostäder har utvecklats starkt samtidigt som andra räntekänsliga delar av ekonomin, som hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna, har minskat påtagligt. BNP minskade med 0,2 procent 2023 jämfört med 2022.

Förtroendet bland hushåll och företag är fortfarande lågt, men det har börjat återhämta sig något den senaste tiden. Både inköpschefsindex och barometerindikatorn har stigit sedan mitten respektive slutet av 2023. I barometerindikatorn är ökningen bred över samtliga sektorer, men störst bland hushållen (se diagram 15). Nivån

indikerar dock en svag tillväxt framöver. Även bostadspriserna har ökat något de senaste månaderna.

#### Diagram 14. BNP

Procent respektive procentenheter (vänster) och index, 2019 kv4 = 100 (höger)

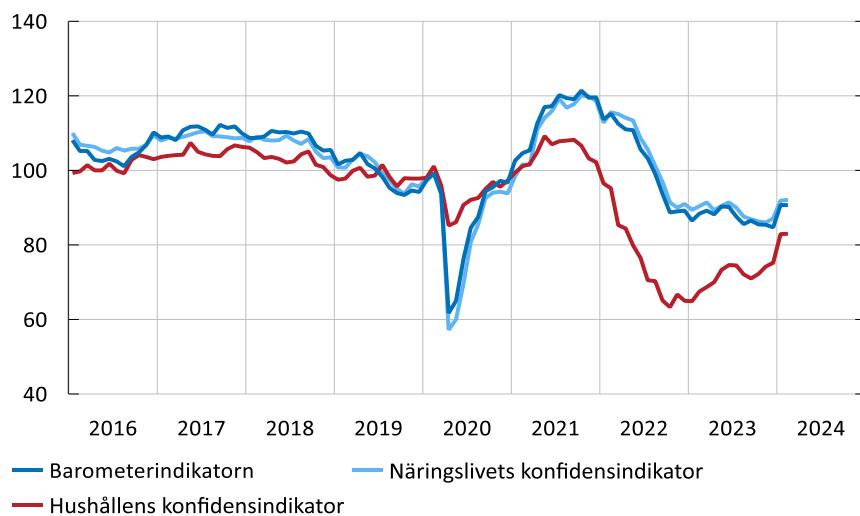


Anm. Bidrag till årlig procentuell förändring av BNP i fasta priser (vänster). Säsongrensade data (höger).

Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

#### Diagram 15. Konfidenksindikatorer i Konjunkturbarometern

Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Anm. Konfidenksindikatorerna beräknas som medelvärdet av nettotalen för ett antal frågor som rör det ekonomiska nuläget och utsikterna framöver.

Källa: Konjunkturinstitutet.

## FAKTA – Riksbankens företagsundersökning<sup>15</sup>

Resultaten i Riksbankens företagsundersökning i februari indikerar att konjunkturen fortsätter att försvagas. Företagen har förhoppningar om en ljuasnig, men ser samtidigt få faktiska tecken på en vändning. De anpassar delvis sin personalstyrka till den lägre efterfrågan, men flera företag är försiktiga med att säga upp sina anställda.

Den inhemska efterfrågan har varit svag under en längre tid och det finns få tecken på att en vändning är nära. Dock har framför allt de hushållsnära företagen tydliga förhoppningar om att det ekonomiska läget ska bli bättre framöver. Förhoppningarna är kopplade till förväntningar på att inflationen och räntorna ska bli lägre och påverka hushållens framtidstro och konsumtionsvilja.

Hushållen är hårt pressade ekonomiskt och har anpassat sitt köpbeteende efter det. Den hårda konkurrensen om deras konsumtionsutrymme leder till intensiva kampanjer och ökade rabatter inom handeln. Den svaga efterfrågan har också lett till att flera hushållsnära företag prioriterar att öka sina försäljningsvolymerna genom att sänka priserna. Företagen som säljer varor och tjänster till andra företag planerar i stället att fortsätta att föra över sina kostnadsökningar till kunderna, förutsatt att efterfrågan inte försvagas ytterligare.

### Arbetslösheten ökar något

Sysselsättningsgraden i Sverige steg till en historiskt hög nivå andra kvartalet 2023, men sedan dess har den minskat något. Under fjärde kvartalet fortsatte antalet sysselsatta att minska och arbetslösheten steg till 8,0 procent.

Arbetsmarknaden har fortsatt att försvagas något under inledningen av 2024. Antalet varsel och konkurser har ökat (se faktarutan ”Konkurser och varsel har ökat”), samtidigt som antalet nyanmälda lediga platser vid Arbetsförmedlingen har minskat. Anställningsplanerna i hela näringslivet stärktes visserligen i början av 2024 enligt Konjunkturbarometern, men inom vissa branscher är de fortfarande tydligt negativa, till exempel inom handel och bygg och anläggning.

<sup>15</sup> Se [Riksbankens företagsundersökning](#), februari 2024, Sveriges riksbank.

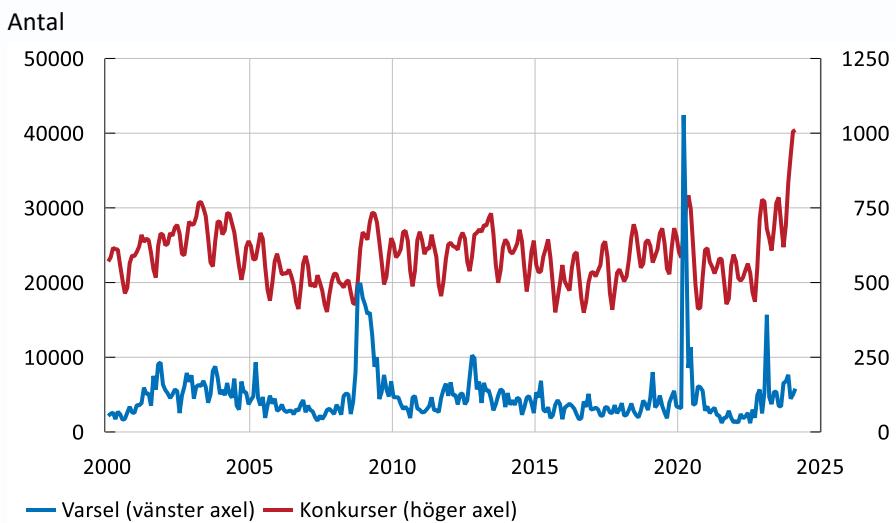
## FAKTA – Konkurser och varsel har ökat

Antalet företag som gått i konkurs har ökat och har under de senaste månaderna varit fler än vad som historiskt varit normalt. Att företag läggs ner och ger utrymme för mer livskraftiga och produktiva företag är dock en naturlig del av ekonomins utveckling. Under perioden 2003–2023 gick i genomsnitt cirka 0,6 procent av alla företag i Sverige i konkurs årligen. Under pandemin var antalet konkurser ovanligt få trots att efterfrågan var låg. Det berodde till stor del på att företagen fick olika finanspolitiska stöd, bland annat tillfälliga skatteanstånd.

Ökade konkurser kan leda till att arbetslösheten stiger. Ofta har dock företag redan sagt upp många anställda innan de går i konkurs, och om de har fler än fem anställda kvar vid konkurstillfället måste de också varsla om uppsägning innan. Eftersom varselstatistik för närvarande publiceras veckovis kan därför en uppgång oftast identifieras relativt snabbt. Det tycks nu dock vara framför allt små företag som har det svårt, vilket innebär att fler anställda riskerar att drabbas av arbetslöshet än vad som framgår i varselstatistiken.<sup>16</sup>

En enkel prognosmodell för arbetslösheten som inkluderar antalet varsel som förklarande variabel tyder på att arbetslösheten kommer att stiga med 0,2 procentenheter under det första halvåret i år. Riksbankens prognos för arbetslösheten ligger något högre och bedöms även rymma effekten från det ökade antalet konkurser.

**Diagram 16. Konkurser och varsel**



Anm. Konkurser avser tre månaders glidande medelvärde för samtliga bolag.

Källor: Arbetsförmedlingen och SCB.

<sup>16</sup> Se "Skatteverket räknar med förluster för anständen", januari 2024, Skatteverket.

## 1.4 Svensk inflation

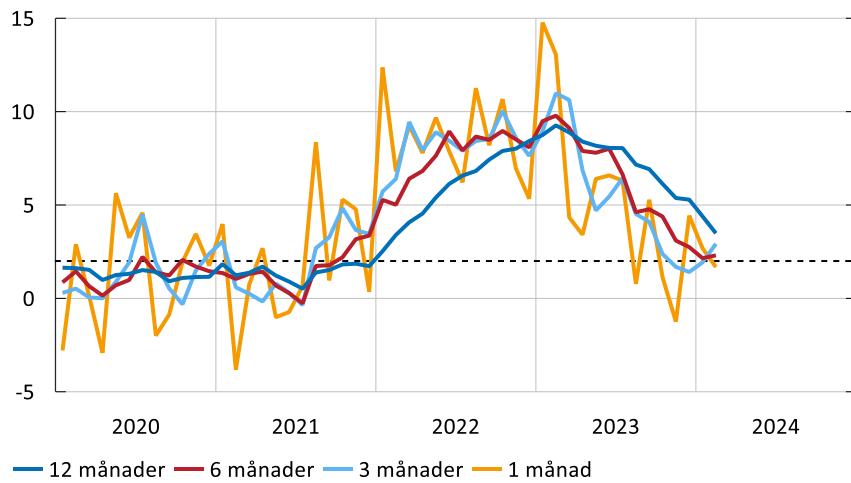
### **Inflationen har fortsatt att sjunka, men är fortsatt något högre än målet**

Inflationen mätt med KPIF sjönk till 2,5 procent i februari (se diagram 4). Både varu- och tjänstepriserna har fallit i årstakt de senaste månaderna. Liksom i USA och Europa är prisökningarna på tjänster dock fortfarande relativt hög (se diagram 5). I Sverige beror det bland annat på ovanligt snabba ökningar i priser och avgifter som förändras sällan, som till exempel hyror och kommunala avgifter. Det bedöms i huvudsak förklaras av tidigare pris- och kostnadsökningar snarare än efterfrågeläget i den svenska ekonomin. Trots att oroligheter i Röda havet har ökat transportkostnaderna, har det ännu inte återspeglats i högre konsumentpriser.

Prisförändringar på kortare sikt kan ge mer aktuell information om vad prisökningstakten är just nu och vart inflationen är på väg. Prisökningarna exklusive energi mätt över de senaste månaderna har under en tid haft en nedåtgående trend och är nu nära 2 procent (se diagram 17).

**Diagram 17. KPIF exklusive energi**

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



Anm. Säsongrensade data. Svart streckad linje visar 2 procent.

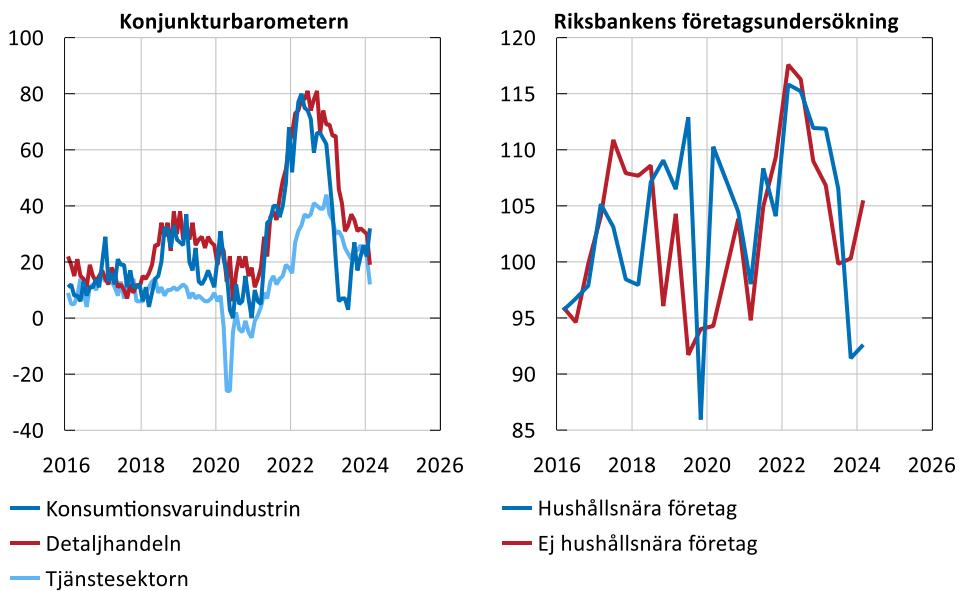
Källor: SCB och Riksbanken.

### **Prisökningstakten försätter att dämpas**

Prisökningstakten fortsätter att dämpas enligt flera indikatorer. Företagens prisplaner har överlag sjunkit enligt både Konjunkturbarometern och Riksbankens företagsundersökning (se diagram 18 och faktarutan "Riksbankens företagsundersökning"). Riksbanken bedömer att företagens prisplaner nu är förenliga med en inflationstakt på 2 procent. Därtill är råvarupriserna på betydligt lägre nivåer nu än vad de var när inflationen steg snabbt under 2022. Producentpriserna har också ökat långsammare de senaste månaderna (se analysen "Sammanet mellan producentpriser och konsumentpriser").

**Diagram 18. Företagens prisplaner i Sverige**

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



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

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

**Högre lönetillväxt i slutet av 2023**

Löneökningstakten steg under av 2023 och uppgick till 4,4 procent i december, i linje med profilen i de löneavtal som tecknades 2023.<sup>17</sup> Ökningarna utöver avtal har fortsatt att vara låga i ett historiskt perspektiv. Även ökningstakten i arbetskostnad per producerad enhet steg mot slutet av 2023. Det beror framför allt på produktiviteten ökade längsammare, men även på en tilltagande löneökningstakt.

<sup>17</sup> Enligt Medlingsinstitutets statistik.

## 2 Utsikterna de kommande åren

Konjunkturen i omvärlden väntas fortsätta att mattas av under första halvåret 2024. Samtidigt bedömer Riksbanken att inflationen faller tillbaka mot centralbankernas mål. Att inflationen sjunker och penningpolitiken gradvis börjar lättas bidrar till att efterfrågan i omvärlden successivt tilltar.

Svensk BNP bedöms fortsätta utvecklas svagt första halvåret 2024. Svag efterfrågan och låga kostnadsökningar för företagen väntas medföra att inflationen faller tillbaka till 2 procent i slutet av andra kvartalet 2024. Därefter tilltar BNP-tillväxten när hushållens köpkraft stärks och efterfrågan från omvärlden ökar. Även efterfrågan på arbetskraft väntas öka, vilket leder till att sysselsättningsgraden börjar stiga igen.

### Centrala bedömningar och antaganden i prognosen<sup>18</sup>

- Prognoserna för svensk realekonomi och inflation baseras på bedömningen att tillväxten väntas vara fortsatt relativt stark i USA framöver och samtidigt mer dämpad i euroområdet där den återhämtar sig gradvis från och med andra halvåret i år.
- Konflikten i Mellanöstern och de störningar den innebär för sjöfarten antas ge begränsade effekter på världsekonomin och inflationen.
- Oljepriset antas följa terminsprissättningen och sjunka långsamt.
- Konjunkturen bedöms vara svagare än normalt i utgångsläget.
- Prognos utgår från att finanspolitiken varken är expansiv eller åtstramande och inte påverkar konjunkturläget under prognosperioden i någon större utsträckning.

**Prognos för penningpolitiken:** I den svenska prognosen sänks styrräntan första gången vid något av de närmaste penningpolitiska mötena och väntas vara drygt 2,5 procent i slutet av prognosperioden.

<sup>18</sup> Punkterna i rutan listar centrala bedömningar och antaganden som är exogena i prognoserna, det vill säga faktorer som inte direkt påverkas av svensk penningpolitik. Utvecklingen av dessa faktorer är förknippade med osäkerhet. Oförutsedda skeenden i omvärlden eller förändrade inhemska förhållanden kan komma att påverka prognoserna i detta kapitel (se avsnitt 3.2 för en diskussion om osäkerhet och risker).

## 2.1 De ekonomiska utsikterna i omvärlden

### **Konjunkturläget i omvärlden förbättras från andra halvåret 2024**

BNP-tillväxten väntas fortsätta vara förhållandevis stark i USA framöver, medan den är mer dämpad i euroområdet. Framåt slutet av 2024 bedöms inflationen i båda områdena ha fallit tillbaka mot målen. Den lägre inflationen innebär att centralbankerna successivt kan sänka styrräntorna, vilket bidrar till att konjunkturen stärks och hushållens reala inkomster ökar. Från och med slutet av 2025 väntas BNP-tillväxten bland Sveriges viktigaste handelspartners uppgå till cirka 2 procent per år. Det är strax under det historiska genomsnittet sedan 1980.

I takt med att efterfrågan tar fart väntas också världshandeln öka. Svagare tillväxt i Kina bedöms dock dämpa utvecklingen. Även ökad protektionism och en tendens att stödja inhemska produktion väntas innebära att världshandeln under de närmaste åren blir lägre än den historiska trenden. Dämpad världshandel bidrar i sin tur till att produktivitetstillväxten blir måttlig. Ökad utveckling och användning av AI spås däremot på sikt öka produktiviteten, men det är ännu svårt att bedöma i vilken omfattning. Samtidigt ökar arbetskraften långsamt eller inte alls, framför allt i Europa.

### **Inflationen i omvärlden närmar sig centralbankernas mål**

Inflationen i omvärlden fortsätter att sjunka framöver. I euroområdet väntas HIKP-inflationen falla tillbaka till 2 procent redan andra halvåret i år, medan inflationen i USA väntas vara på en nivå som är förenlig med målet i början av 2025. Inflationsnedgången i båda euroområdet och USA det kommande året förklaras av en lägre ökningstakt i tjänstepriserna. Ökningstakten i livsmedels- och varupriser är redan nära normala nivåer.

Indikatorer, bland annat minskad vakansgrad, tyder på att det blir fler lediga resurser på arbetsmarknaden 2024 än vad det var 2023. Lönerna väntas därför öka i längsammare takt under 2024 i euroområdet och USA.

Det kvarstår dock betydande osäkerhet kring den globala inflationen. Om det uppstår nya störningar i sjöfarten i Röda havet kan det till exempel leda till minskade globala handelsvolymer och pressas upp företagens kostnader. Om de väpnade konflikter som pågår i omvärlden eskalerar ytterligare kan det leda till ännu större och mer långvariga effekter, inte minst på energipriserna. Det råder också osäkerhet kopplade till USA och euroområdet där den amerikanska ekonomin fortsätter att gå starkt medan euroområdets utsikter är mer dämpade, se vidare i alternativscenarierna i avsnitt 3.2.

**Tabell 1. Nyckeltal omvärlden**

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

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

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

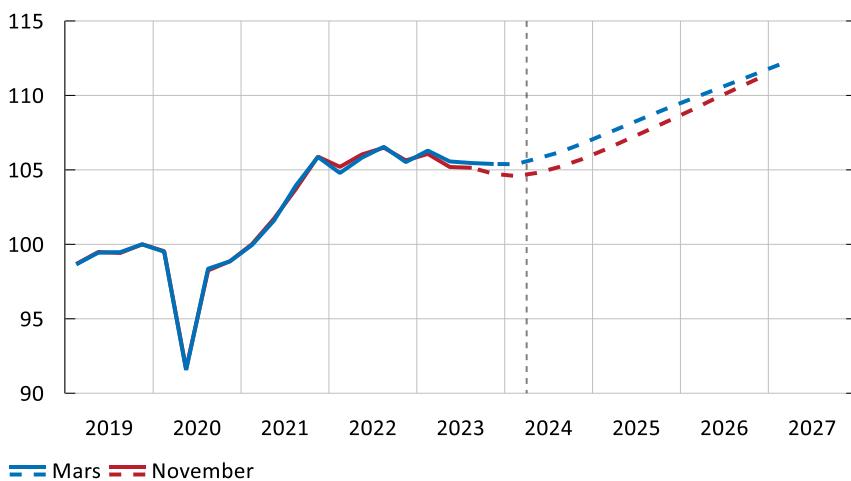
## 2.2 De ekonomiska utsikterna i Sverige

### Tillväxten ökar successivt i svensk ekonomi

Under 2024 väntas svensk BNP-tillväxt tillta gradvis (se diagram 19). BNP bedöms vara oförändrad första kvartalet och växa med 0,4 procent andra kvartalet. Det är en något starkare tillväxt än prognosen i november, men det är fortfarande svagt i förhållande till den genomsnittliga kvartalstillväxten 2010–2019 som är 0,6 procent. Under 2025 och 2026 återhämtar sig aktiviteten i ekonomin och BNP väntas växa med omkring 2 procent i årstakt.

### Diagram 19. BNP i Sverige

Index, 2019 kv4 = 100, säsongsrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken.

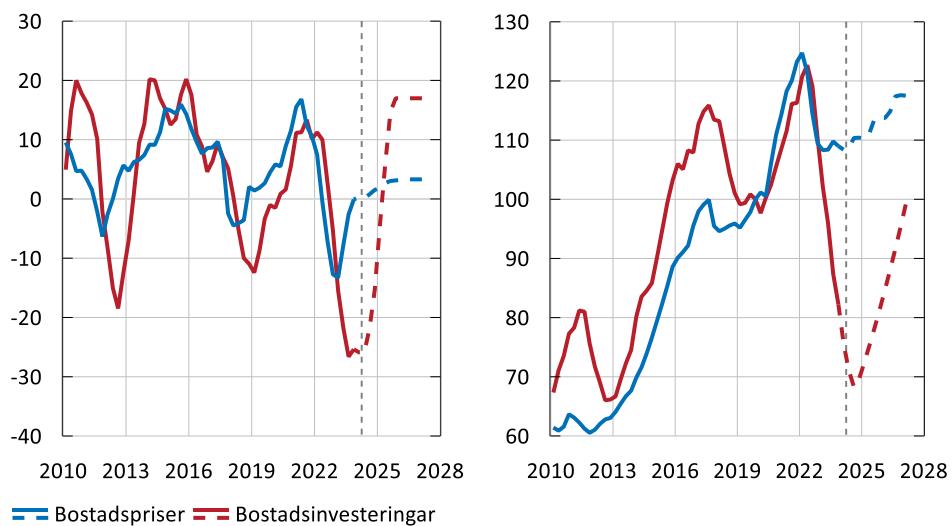
Hushållens konsumtion väntas återhämta sig från och med första halvåret 2024 i takt med att inflationen faller tillbaka, räntan succesivt sänks och hushållens reala disponibla inkomster ökar. Skatteåterbäringen bedöms bli större än vanligt på grund av höga ränteutgifter 2023 och väntas bidra till viss ökad konsumtion. Samtidigt bedöms minskad sysselsättning delvis hålla tillbaka konsumtionen.

Hushållen tenderar att öka sin konsumtion och minska sitt sparande när osäkerheten i ekonomin avtar. Sparkvoten, som har stigit sedan räntorna började höjas 2022, sjunker något under prognosperioden.

Bostadsinvesteringarna bedöms fortsätta falla till och med tredje kvartalet 2024. De påverkades tidigt av höjda räntor som minskade efterfrågan på nya bostäder och samtidigt ökade bostadsbolagens finansieringskostnader. När inflationen faller tillbaka och räntorna succesivt sjunker väntas efterfrågan på bostäder öka och bostadspriserna stiga. Det leder, med viss fördröjning, till högre bostadsinvesteringar. Trots att bostadsinvesteringarna väntas öka med närmare 20 procent under prognosperioden kommer antalet påbörjade bostäder fortfarande vara lägre än före pandemin (se diagram 20).

#### Diagram 20. Bostadspriser och bostadsinvesteringar

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



Anm. Säsongrensade data. Bostadspriser avser prisindex HOX Sverige för bostadsrätter och villor. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Svart streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i mars.

Källor: Valueguard och Riksbanken.

#### Sysställningen stiger igen mot slutet av 2024

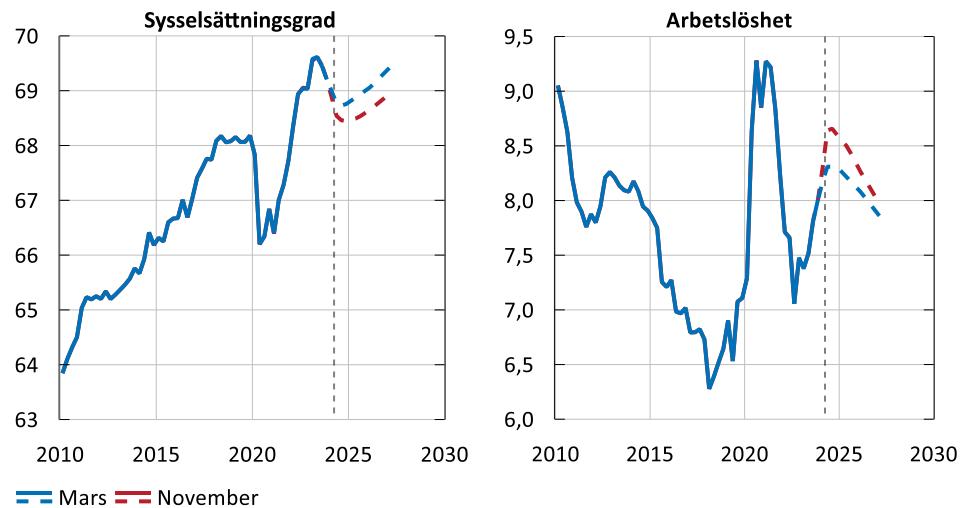
Den svaga BNP-tillväxten väntas även framöver få relativt begränsad påverkan på den svenska arbetsmarknaden. Det beror bland annat på att företag är försiktiga med att dra ner på personal trots att efterfrågan är svag, vilket bland annat bekräftas av Riksbankens företagsundersökning. Många företag tycks förvänta sig att den nuvarande konjunkturkedgången blir kortvarig.<sup>19</sup>

<sup>19</sup> Se "Det syns inga gröna skott än", *Riksbankens företagsundersökning*, februari 2024, Sveriges riksbank.

I Riksbankens prognos minskar antalet sysselsatta något första halvåret 2024 och arbetslösheten stiger till 8,3 procent i det tredje kvartalet. Den successivt starkare efterfrågan i ekonomin väntas därefter leda till att även efterfrågan på arbetskraft ökar vilket får sysselsättningsgraden att stiga och arbetslösheten att sjunka (se diagram 21).

**Diagram 21. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet i Sverige**

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



Anm. Säsongrensade 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 mars.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Tabell 2. Nyckeltal Sverige**

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

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

\* Procentuell avvikelse från Riksbankens bedömda potentiella nivå.

Anm. Siffrorna avser faktiska, ej kalenderkorrigerade, tillväxttakter.

Källor: SCB och Riksbanken.

## Svensk ekonomi bedöms vara i en mild lågkonjunktur

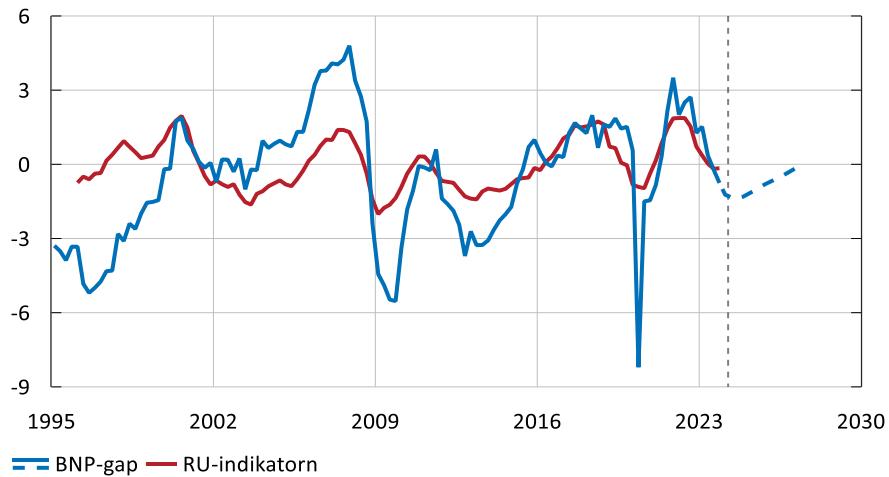
Målet med Riksbankens penningpolitik är att stabilisera inflationen runt 2 procent. Penningpolitiken ska också, om inflationsutvecklingen tillåter, bidra till att hålla produktionen och sysselsättningen nära långsiktigt hållbara nivåer, det vill säga stabilisera resursutnyttjandet. Resursutnyttjandet i svensk ekonomi bedöms nu vara något lägre än normalt och ekonomin befinner sig i en mild lågkonjunktur.

Uppskattningar av resursutnyttjandet kan göras på flera sätt. Riksbankens resursutnyttjandeindikator, som är en sammanvägning av olika indikatorer, tyder på att resursutnyttjandet har sjunkit och är lågt (se diagram 22). Ett annat sätt att uppskatta resursutnyttjandet är att bedöma hur stor skillnaden är mellan den faktiska och den potentiella aktiviteten i ekonomin, det så kallade BNP-gapet. Enligt Riksbankens bedömning av BNP-gapet är resursutnyttjandet lägre än normalt.

I takt med att BNP-tillväxten tilltar mot slutet av 2024 bedöms resursutnyttjandet successivt återgå mot balans. Det innebär att mängden lediga resurser i ekonomin minskar. Konjunkturen bedöms åter vara nära normal nivå i början av 2027 (se diagram 22).

**Diagram 22. Mått på resursutnyttjandet i Sverige**

Procent (BNP-gap) respektive standardavvikelse (RU-indikator)



Anm. Gapet avser BNP:s avvikelse från Riksbankens bedömda trend. RU-indikatorn är ett statistiskt mått på resursutnyttjandet. Måttet är, från första kvartalet 1996 till fjärde kvartalet 2023, normaliserat så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Svart streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i mars.

Källor: SCB och Riksbanken.

## 2.3 Inflationsutsikterna i Sverige

Riksbanken bedömer att inflationen mätt med KPIF fortsätter att sjunka framöver och att den kommer att ligga nära målet på 2 procent från och med i mitten av 2024.

Bedömningen stöds av flera indikatorer. Löneavtalet tyder dessutom på att lönerna ökar i en takt som är förenlig med inflationsmålet.

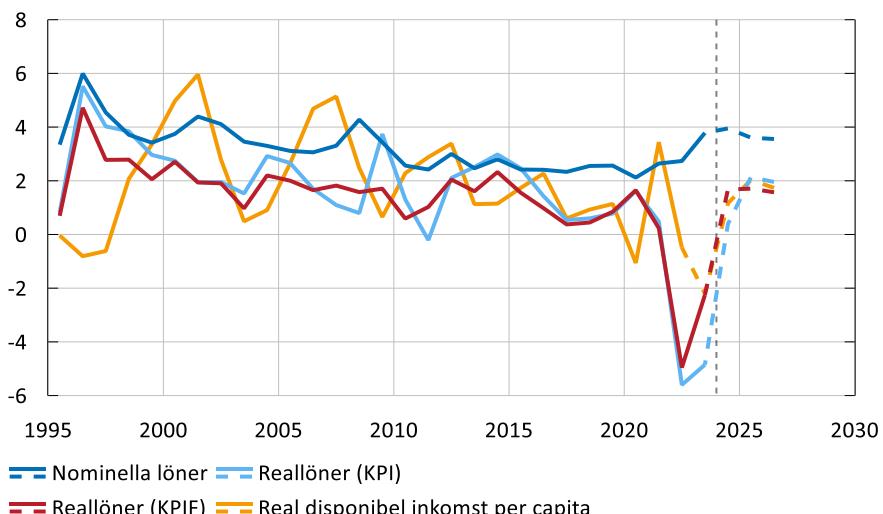
### Något lägre löneökningstakt, men högre reallöner

Lönerna, som är en viktig faktor för inflationen, steg snabbare än normalt 2023, men bedöms öka långsammare från och med våren 2024, i linje med profilen på avtalet. Nuvarande industriavtal, som är normgivande även för andra avtalsområden, gäller till och med början av 2025 och väntas medföra lägre löneökningar från och med våren 2024. Löneökningarna 2025 bedöms bli måttliga i och med att inflationen och inflationsförväntningarna då väntas vara i linje med målet.

Trots att lönerna bedöms öka långsammare framöver är Riksbankens prognos att reallönerna stiger under 2024 eftersom inflationen återgår till 2 procent. Även hushållens reala disponibla inkomst per capita väntas öka 2024, efter att ha sjunkit två år i rad (se diagram 23). Ökningen beror främst på ökade reallöner.

**Diagram 23. 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. Heldragna linjer avser utfall, streckade linjer avser Riksbankens prognos. Svart streckad linje markerar årsskiftet 2023/2024.

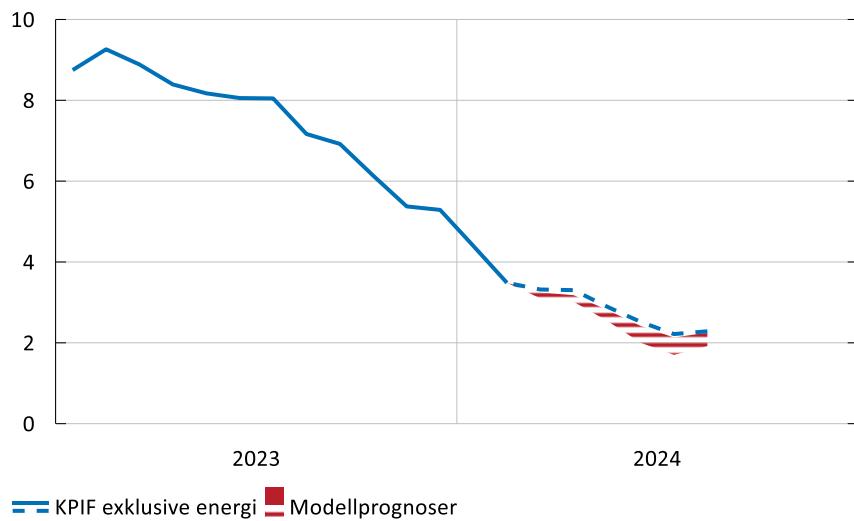
Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

## Inflationen sjunker mot målet när konjunkturen mattas av

Riksbankens modellprognosar sammanfattar information från ett stort antal indikatorer och tyder på att ökningstakten i KPIF exklusive energi kommer att sjunka de närmaste månaderna (se diagram 24).<sup>20</sup> Riksbanken prognos ligger i det övre spannet av modellskattringarna. En förklaring till detta är att hyror och avgifter i bostadsrättsföreningar bedöms öka snabbare än vanligt i år, vilket inte fångas i modellerna.

**Diagram 24. Modellprognos för KPIF exklusive energi**

Årlig procentuell förändring



Anm. Det röda bandet visar ett interval mellan de högsta och lägsta prognoserna från olika modeller. Modellprognoserna baseras på ett stort antal indikatorer för prisutvecklingen.

Källor: SCB och Riksbanken.

Företagens kostnadsökningar för arbetskraft dämpas framöver, vilket också väntas bidra till att inflationen minskar. När lönerna ökar längsammare än tidigare minskar företagens kostnadstryck. Ökningstakten i arbetskostnader per producerad enhet väntas mot slutet av prognosperioden ligga strax över 2 procent.

Den starka konjunkturen 2022 innebar att företagen hade möjlighet att ovanligt snabbt föra över de höga kostnadsökningarna som uppkom efter pandemin till konsumenterna.<sup>21</sup> Riksbankens ränte höjningar de två senaste åren har medfört att konjunkturen försvagats, vilket bidrar till att inflationen väntas sjunka och nära sig målet på 2 procent.

Riksbanken bedömer därtill att kronan är undervärderad och kommer att stärkas gradvis under prognosperioden.<sup>22</sup> Den stärkta kronan leder till lägre importpriser, vilket dämpar prisökningstakten i den svenska ekonomin.

<sup>20</sup> Ett urval av dessa indikatorer omnämns i kapitel 1.

<sup>21</sup> Se ”Prissättning hos svenska företag 2023”, Konjunkturinstitutet (konj.se).

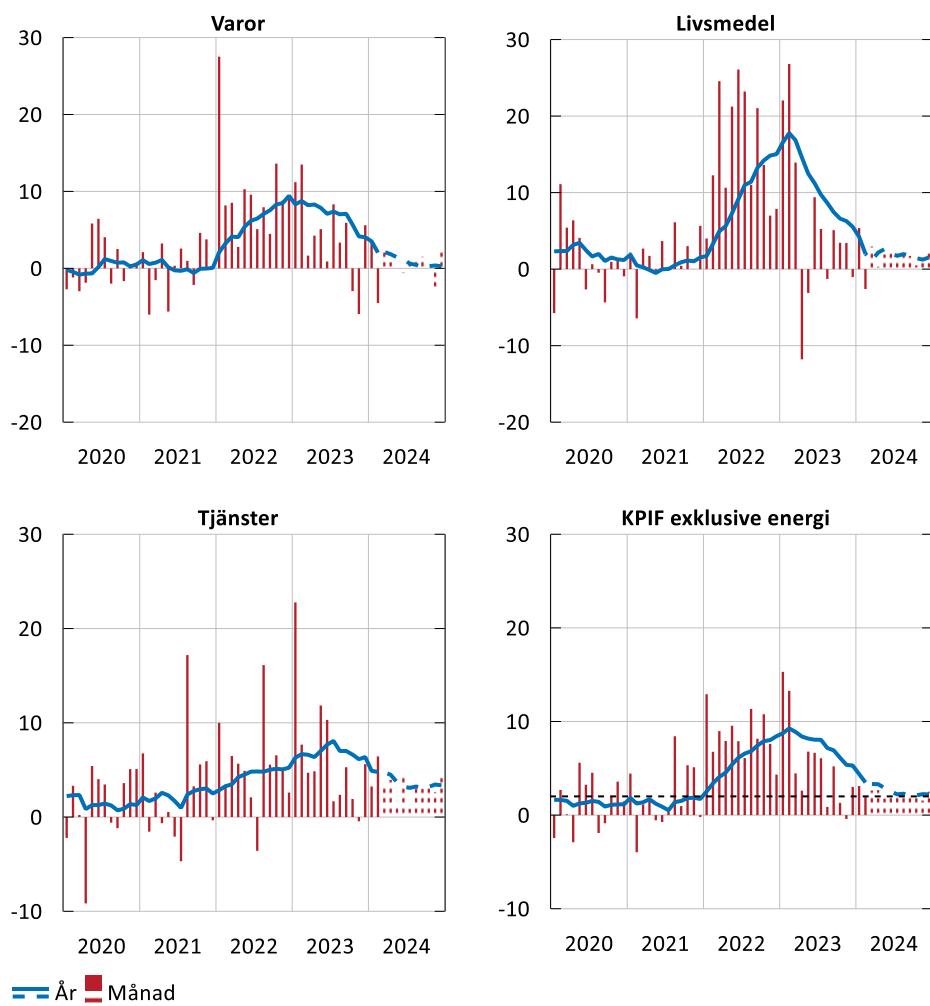
<sup>22</sup> Se ”Kronan kommer att stärkas på sikt”, fördjupning i penningpolitisk rapport september 2023 (riksbank.se).

Hyror och avgifter i bostadsrättsföreningar bedöms däremot fortsätta att öka snabbare än vanligt de närmaste åren och bidra till att hålla inflationen uppe. De påverkas även framöver av de senaste årens inflationsuppgång och av högre ränteutgifter.

Sammantaget bedöms inflationen mätt med både KPIF och KPIF exklusive energi fortsätta minska och nå 2 procent inom det närmaste året (se diagram 26). KPIF-inflationen väntas nå målet något tidigare, vilket förklaras av att energipriserna faller snabbt. KPII-inflationen väntas på grund av tidigare räntehöjningar ligga högre än de andra inflationsmåttet under 2024, men når 2 procent under 2025. Prisökningstakten faller i samtliga undergrupper i KPIF exklusive energi det närmaste året (se diagram 25).

#### **Diagram 25. KPIF exklusive energi och undergrupper**

Årlig procentuell förändring (linje) respektive månatlig procentuell förändring i säsongsrensat index uppräknat till årstakt (stapel)

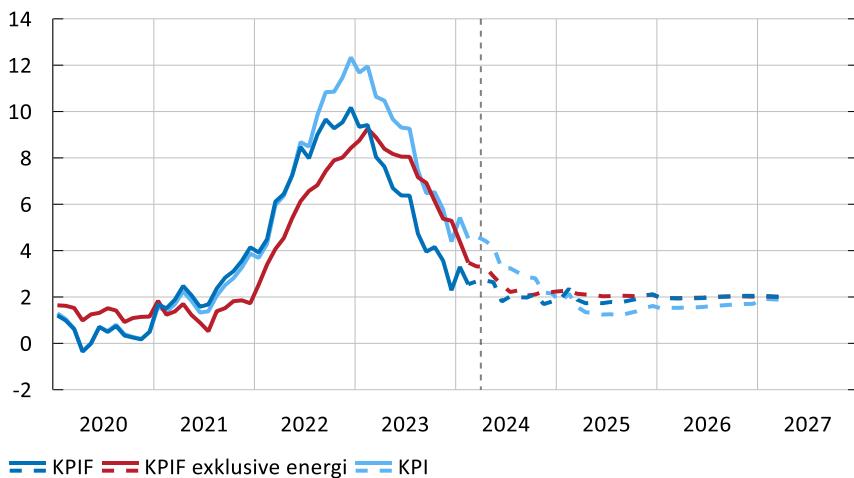


Anm. Den svarta streckade linjen i nedre högra bilden visar 2 procent.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 26. 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 mars.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Tabell 3. Nyckeltal inflation**

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

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

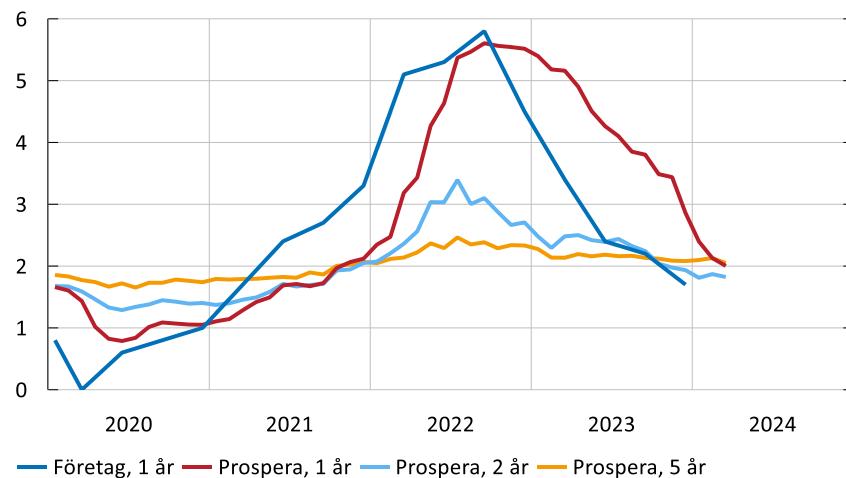
Källor: SCB och Riksbanken

**Inflationsförväntningarna är stabila kring målet**

Inflationsförväntningarna är fortsatt stabila kring målet. Förväntningarna över kortare tidsperioder steg snabbt med den högre inflationen i början av 2022 men har sedan slutet av samma år sjunkit och har nu återigen stabilisering nära målet. På den längre tidshorisonten på 5 år har förväntningarna legat relativt stabilt vid inflationsmålet under hela perioden (se diagram 27).

**Diagram 27. Inflationsförväntningar**

Procent



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

Källor: Kantar Prospera och Konjunkturinstitutet.

## ANALYS – Sambandet mellan producent- och konsumentpriser

Konsumentpriserna på livsmedel och varor har stigit snabbt de senaste åren. Även priserna i producentled har stigit och sambandet mellan dessa och konsumentpriserna tycks ha varit starkare än det har varit historiskt. En orsak till det kan vara företagens kraftigt ökade kostnader. Vid mer normala kostnadsförändringar kan företagen välja att jämma ut dessa och istället justera konsumentpriserna mer gradvis. När kostnadsökningarna bli för stora minskar den möjligheten och de förs då över snabbare till konsumentpriserna.

Priserna på livsmedel och andra varor har stigit snabbt de senaste åren i såväl konsument- som producentled och är nu på en nivå som är mycket högre än för några år sedan. De ökade priserna beror bland annat på att det varit obalanser i utbud och efterfrågan under och efter pandemin, att energi- och råvarupriser steg snabbt efter Rysslands invasion av Ukraina och att kronan varit svag.

Många av de faktorer som drev upp priserna har minskat i betydelse, och priserna i producentled har på många håll slutat stiga. Det finns även tendenser till att de börjar vika nedåt igen. I den här analysen diskuteras sambandet mellan priser i producentled och konsumentpriser på varor och livsmedel, hur dessa sett ut de senaste åren och om det kan säga något om vart konsumentpriserna är på väg framöver.

### Vad är producentpriser?

Konsumentprisindex (KPI) mäter priserna i konsumentledet, det vill säga på de varor och tjänster som hushållen konsumrerar. Men priser mäts även i tidigare led, det så kallade producentledet, där producenternas försäljningspriser mäts. För importerade produkter mäts priset importören betalar när produkterna kommer in i Sverige.<sup>23</sup>

Till skillnad från KPI, där tjänster har stor vikt, så mäts i producentledet nästan uteslutande priser på varor. Även priset på insatsvaror och kapitalvaror inkluderas. Det innebär att täckningen och viktfördelningen mellan prisindex i producent- och konsumentled skiljer sig åt en hel del vilket gör det svårt att analysera sambandet mellan dem.

En uppsats från Riksbanken visar att sambandet tycks vara ganska starkt om man matchar likartade produkter i producent- och konsumentled med hjälp av mikrodata.<sup>24</sup> Genom att göra så försvinner en stor del av sammansättningsproblematiken som finns i aggregerad data. En viktig slutsats från studien är också att prisökningar i

<sup>23</sup> Importerade produkter som är prissatta i utländsk valuta konverteras till SEK i statistiken. Detta gör att det finns en väldigt stark samvariation mellan importpriser och valutakursen.

<sup>24</sup> Se E. Ahlander, M. Carlsson och M. Klein (2023), "Price Pass-Through Along the Supply Chain: Evidence from PPI and CPI Microdata", *Working paper* nr 426, Sveriges riksbank.

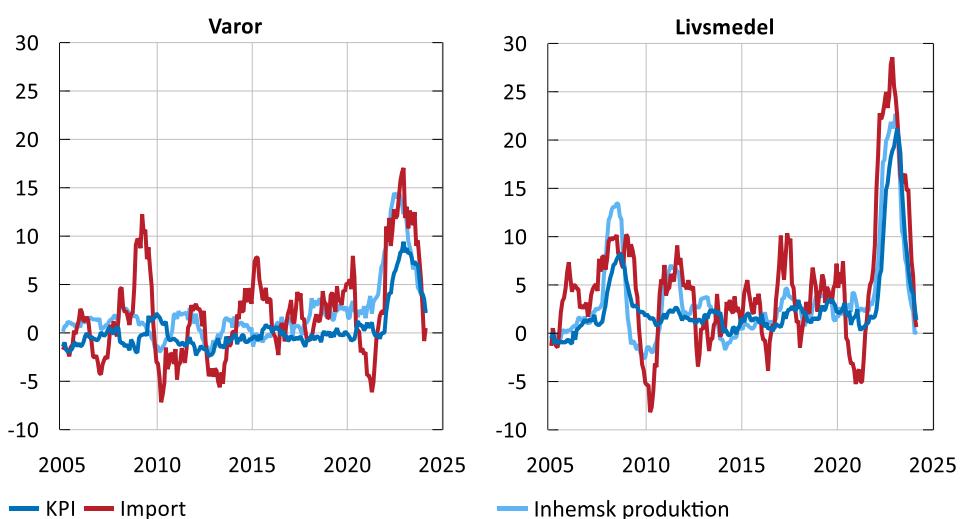
producentledet verkar slå igenom snabbt till konsumentpriserna för varor vars priser uppdateras ofta, som livsmedel, och längsammare för andra varor.

### Större variation i producentpriser

Diagram 28 visar hur de inhemska och importerade producentpriserna har utvecklats jämfört med konsumentpriserna för livsmedel och andra varor. Diagrammet visar att det samtida sambandet för varor fram till de senaste åren har varit relativt svagt, medan de har varit något tydligare för livsmedel. De sista åren är dock sambandet för både varor och livsmedel betydligt starkare. Importpriserna är i regel de mest volatila av de tre männen, men även de inhemska priserna i producentled rör sig betydligt mer än konsumentpriserna.

**Diagram 28. Priser för varor och livsmedel i konsument- och producentled**

Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

En viktig förklaring är att inköp av varor endast utgör en del av konsumentföretagens totala kostnader. Övriga delar, som exempelvis löner och hyror, är i regel mer stabila. Det gör att konsumentpriserna inte rör sig lika mycket som producentpriserna även om producenterna skulle vältra över alla sina kostnadsförändringar direkt.

Vid normala svängningar i producentpriserna kan företagen också använda sina vinstmarginaler till att jämna ut svängningar i inköpskostnader istället för att lägga över dem direkt på kunderna. Om inköpspriserna stiger snabbare än normalt kan de låta marginalerna gå ner och sen öka dem igen när kostnaderna ökar längsammare eller faller genom att då inte sänka priserna fullt ut. Ett motiv till att agera på detta sätt kan vara att man av konkurrensskäl inte vill förändra priserna för ofta och att det innebär en kostnad att ändra priser ofta.

Hur stor del av kostnaden som utgörs av inköp varierar också mellan olika branscher. I livsmedelshandeln där inköp är en stor del av den totala kostnadsmassan är bruttomarginalerna låga medan de är högre i andra branscher. Allt annat lika kan man

förvänta sig att det ska finnas en större samvariation mellan producent- och konsumentpriser i branscher där inköp är en stor del av kostnaden och där bruttomarginalerna är låga.

Låga nettomarginaler innebär också mindre möjlighet att absorbera ökade kostnader i vinstmarginalen utan att gå med förlust. Om kostnaderna ökar mycket, likt de senaste åren, förbrukas till sist företagens möjlighet att jämma ut ökningen i konsumentpriserna inom en normal variation i vinstmarginalen. Företagen måste då välja att antingen sänka sina marginaler ännu mer, gå med förlust eller att i större utsträckning direkt föra över kostnaderna på konsumentpriserna.

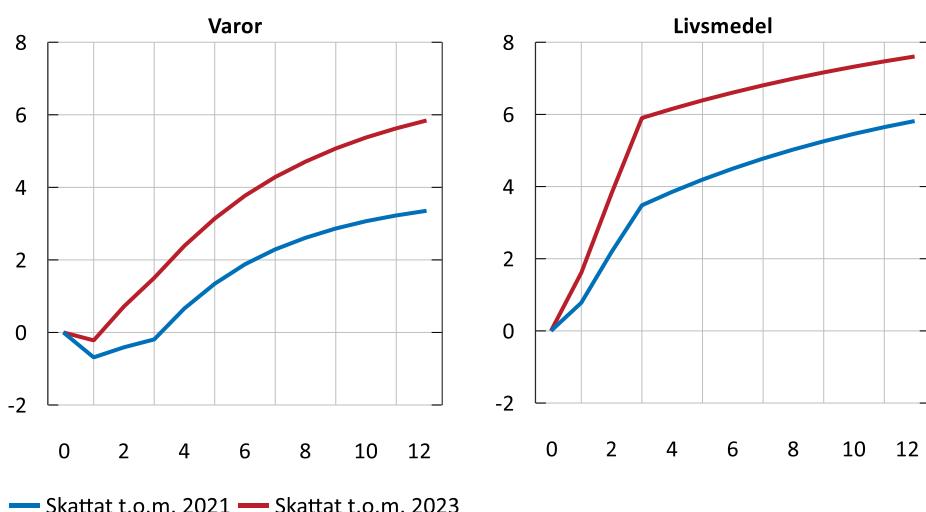
### Större genomslag för varupriser senaste åren

För att fånga det långsiktiga sambandet mellan producent- och konsumentpriser kan man skatta så kallade felkorrigeringssmodeller. Dessa modeller tar inte bara hänsyn till förändringstakten utan även till den relativta nivån i serierna. Det vill säga att om konsumentpriserna tidigare exempelvis har höjts mindre än ökningen i producentpriser, indikerar modellerna att finns ett uppdämt behov av att höja konsumentpriserna om inte gapet istället sluts av lägre producentpriser.

I diagram 29 visas det skattade genomslaget från producentpriser till konsumentpriser från dessa modeller vid en permanent uppgång i producentpriser med 10 procent. Genomslaget är skattat på data dels till och med 2021, dels till och med december 2023. För livsmedel visar båda skattningarna på ett relativt snabbt och stort genomslag, men för övriga varupriser tycks genomslaget vara betydligt snabbare när man även tar hänsyn till de senaste åren.

**Diagram 29. Effekten på konsumentpriser från högre producentpriser**

Procentuell förändring



Anm. Avser effekt av att producentpriserna höjs med 10 procent i period 0.

Källa: Riksbanken

Att företagen, under de senaste åren, valt att snabbare föra över kostnaderna till konsumenterna kan bero på en kombination av faktorer som nämns ovan. Det relativt goda efterfrågeläget och acceptansen för prishöjningar tillsammans med det faktum att i stort sett alla företag höjde sina priser samtidigt lär också ha bidragit till att det var möjligt.

Det är för tidigt att säga om det har skett en bestående förändring i företagens pris-sättningsbeteende och om det kommer vara en möjlig strategi framöver. Hur stor effekt ett ändrat genomslag från producentpriserna får på konsumentpriserna beror i sin tur främst på hur producentpriserna i sig utvecklas. Riksbankens inflationsprognos baseras på antagandet att producentpriserna växer i ungefär historiskt normal takt den närmaste tiden. Om det antagandet stämmer får storleken på genomslaget från producentpriserna mindre betydelse för utvecklingen av konsumentpriserna.

## 3 Penningpolitisk analys

---

Direktionen har beslutat att lämna styrräntan oförändrad på 4 procent. Om inflationsutsikterna fortsätter att vara gynnsamma kan styrräntan troligen sänkas i maj eller juni.

Behovet av en åtstramande penningpolitik minskar när inflationen sjunker mot målet samtidigt som konjunkturen är svag. Riksbankens prognos indikerar att styrräntan sänks framöver, men risken för bakslag består och anpassningen av penningpolitiken bör framöver därför präglas av försiktighet.

Det finns betydande osäkerhet om inflationsutsikterna exempelvis kopplat till de globala geopolitiska spänningarna och till skillnaden i den ekonomiska utvecklingen i USA och euroområdet. Riksbanken kommer löpande anpassa penningpolitiken i ljuset av förändringar i inflationsutsikterna.

---

### 3.1 Penningpolitiken i Sverige

Penningpolitiken verkar med fördröjning och behöver därför baseras på prognoser om den framtida utvecklingen. Prognoserna påverkas i sin tur av vilka antaganden man gör om penningpolitiken, det vill säga hur styrräntan och Riksbankens övriga penningpolitiska verktyg kommer att utvecklas. Det här kapitlet diskuterar de antaganden om penningpolitiken som bedöms ge en lämplig balans mellan hur snabbt inflationen närmar sig målet och effekterna 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 avvikeler från inflationsmålet inte blir alltför långvariga. När inflationen är stabil och ekonomins aktörer har en gemensam bild av hur priserna utvecklas i framtiden blir det lättare att planera långsiktigt. Det skapar i sin tur gynnsamma förutsättningar för den ekonomiska utvecklingen.

#### Avtagande utbudsstörningar och svagare konjunktur

Den globala ekonomin drabbades av olika typer av produktionsstörningar under och efter pandemin och igen i samband med Rysslands invasion av Ukraina. Dessa bidrog till ovanligt snabba kostnadsökningar för företagen. Samtidigt var konjunkturen stark, vilket innebar att företagen ändrade sitt prissättningsbeteende och snabbt kunde föra kostnaderna vidare till konsumenterna. Det ledde till att inflationen steg dramatiskt.

En mycket viktig uppgift för penningpolitiken var i det här läget att förhindra att den höga inflationen skulle bita sig fast och att förtroendet för inflationsmålet därmed skulle äventyras. Nu har snabba styrräntehöjningar av centralbankerna bidragit till att dämpa den ekonomiska aktiviteten och kostnadsökningarna har avtagit påtagligt.

Konjunkturen fortsätter att mattas av i stora delar av omvärlden, även om den amerikanska ekonomin har utvecklats oväntat starkt. Underliggande mått på inflationen i euroområdet och USA har fallit och utsikterna för inflationen tyder på en fortsatt nedgång. Centralbankerna har också alltmer fokuserat på att kommunicera tidpunkten för en räntesänkning, från att tidigare ha diskuterat ytterligare höjningar. Enligt såväl ekonomiska bedömare som terminsprissättningen förväntas både Federal Reserve och ECB sänka sina styrräntor mot mitten av innevarande år.

Svensk inflation är fortfarande över 2 procent, men sedan den penningpolitiska rapporten i november har inflationen sjunkit, i synnerhet den underliggande inflationen. Utsikterna för den svenska konjunkturen är samtidigt fortsatt svaga, även om en återhämtning väntas inledas under andra halvåret i år. Den dämpade ekonomiska aktiviteten förklaras i stor utsträckning av att ekonomin utvecklats svagt i de delar av den som är räntekänsliga, som hushållens konsumtion och bostadsinvesteringar. Den svaga konjunkturutvecklingen återspeglas också på arbetsmarknaden där arbetslösheten stiger sedan en tid tillbaka.

Enligt Konjunkturbarometern och Riksbankens företagsundersökning har företagens prisplaner fortsatt att dämpas och bedöms nu sammantaget vara på nivåer som är förenliga med att priserna ökar i takt med inflationsmålet. Andra framåtblickande indikatorer ger samtidigt stöd för bilden att inflationsnedgången fortsätter och att inflationen väntas vara nära målet under andra halvåret i år.

Väl förankrade inflationsförväntningar och en inflation som i utgångsläget är nära målet skapar goda förutsättningar för avtalsrörelsen 2025. Riksbankens prognos innebär att lönerna i stort sett ökar i takt med produktivitetsutvecklingen och inflationen de kommande åren. Kronan väntas förstärkas gradvis och utvecklingen i företagens kostnader bedöms i stort vara förenlig med en inflation nära 2 procent.

### Risken för varaktigt hög inflation har fortsatt att minska

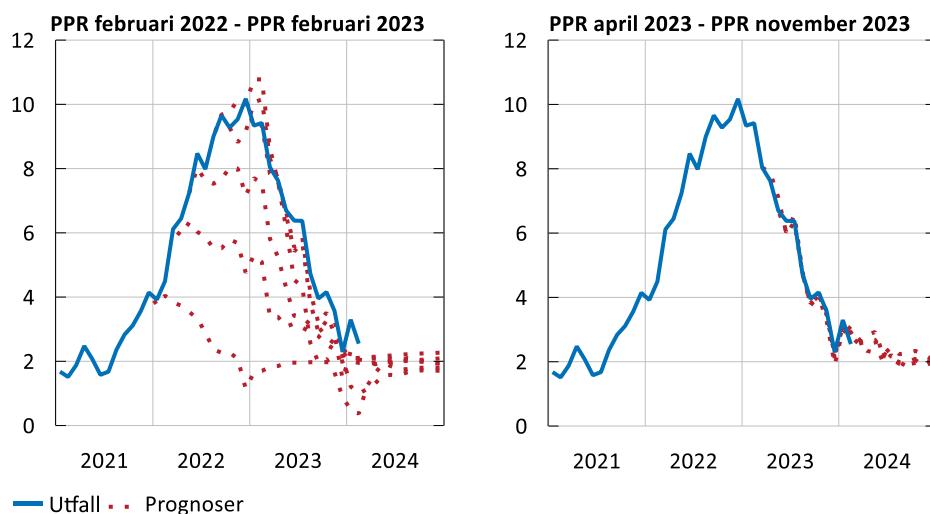
Under 2022 och 2023, när inflationen ökade mycket snabbt och både Riksbanken och andra bedömare systematiskt underskattade inflationstrycket i ekonomin, bedömde Riksbanken att inflationsmålets trovärdighet var hotad. Det hade kunnat innebära att löneavtalet blev alltför höga eller att företagen skulle fortsätta att höja sina priser på ett ohållbart sätt. En skenande inflation hade i sin tur krävt att Riksbanken höjt styrräntan ytterligare och mer varaktigt för att återföra inflationen till målet, något som hade lett till en betydligt högre arbetslöshet och kraftigt försämrade ekonomiska förutsättningar för både hushåll och företag.

Under 2023 utvecklades inflationen i allt större utsträckning i linje med Riksbankens prognoser och risken för en mer varaktigt hög inflation minskade (se diagram 30). Tillsammans med en generellt sett mer optimistisk syn på den svenska ekonomins inflationsbenägenhet innebär detta att en betydligt lägre prognos för styrräntan nu

bedöms vara förenlig med en inflationsprognos som i allt väsentligt liknar prognosen från november. De förbättrade inflationsutsikterna kom också till uttryck i den penningpolitiska uppdateringen i februari, då Riksbanken kommunicerade att styrräntan kan komma att sänkas tidigare än vad som indikerades i novemberprognosen.

### Diagram 30. Prognoser för KPIF 2022–2023

Årlig procentuell förändring



Anm. Heldragen linje avser utfall, prickade linjer avser Riksbankens prognoser under perioden februari 2022 – november 2023.

Källor: SCB och Riksbanken.

### Prognosen speglar att penningpolitiken bör anpassas med försiktighet

Behovet av en åtstramande penningpolitik minskar när inflationen sjunker mot målet och konjunkturen är svag. Riksbanken bedömer dock fortfarande att inflationstrycket är något förhöjt och mot bakgrund av de senaste årens mycket höga inflation och förändrade prissättningsbeteende vill direktionen få ytterligare bekräftelse på att inflationen stabiliseras nära målet. Styrräntan lämnas därför oförändrad på 4 procent. Om inflationsutsikterna fortsätter att utvecklas gynnsamt kan styrräntan troligen sänkas i maj eller juni.

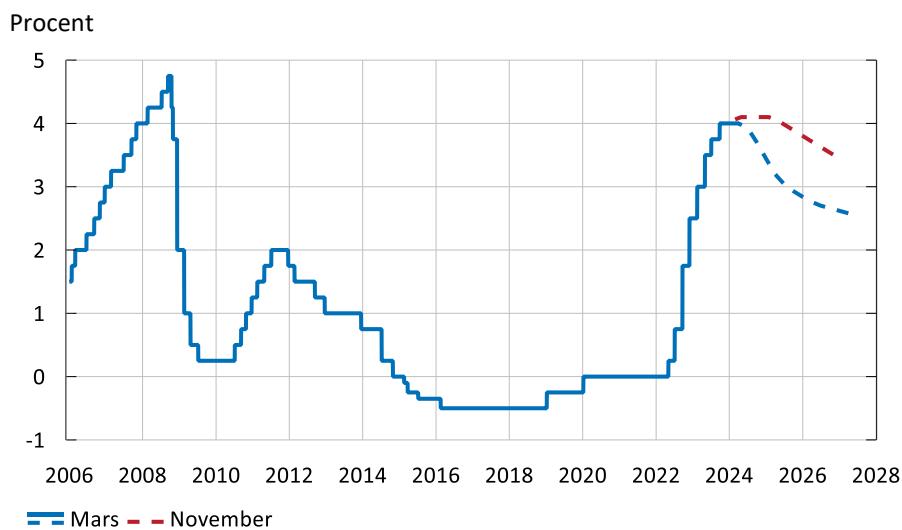
Risken för bakslag består och det finns flera skäl till varför inflationstrycket åter skulle kunna öka. Förnyade utbudsstörningar till följd av den geopolitiska oron kan bidra till att den globala inflationen återigen stiger på ett svårkontrollerat sätt vilket skulle ändra förutsättningarna för penningpolitiken. Kronans utveckling framöver är dessutom osäker och en tydligt svagare utveckling än i Riksbankens prognos kan bidra till oönskat hög inflation.<sup>25</sup> En oväntat stark amerikansk utveckling skulle kunna få återverkningar på den svenska inflationen via högre efterfrågan och en svagare krona. Det är också osäkert hur den inhemska efterfrågan påverkas av signalerna om en lägre

<sup>25</sup> Det råder även osäkerhet om hur kronans utveckling påverkar inflationen. Kronans genomslag på inflationen diskuterades i fördjupningen ”Kronans genomslag på inflationen tycks ha varit ovanligt stort” i Penningpolitisk rapport, i november 2023, Sveriges riksbank.

framtida styrränta och om efterfrågan ökar betydligt mer än väntat riskerar det att bidra till ett ökat inflationstryck. Ett högre inflationstryck till följd av någon av dessa faktorer skulle dessutom kunna påverka företagen att återigen föra över kostnadsökningar till konsumenterna på ett sätt som inte är att betrakta som förenligt med inflationsmålet.

Sammantaget talar dessa faktorer för att penningpolitiken framöver bör anpassas gradvis och med försiktighet. Detta präglar också Riksbankens prognos för styrräntan, som innebär att den reala styrräntan sjunker tydligt men relativt långsamt de närmaste åren (se diagram 31 och diagram 32). Penningpolitiken bidrar till att stabilisera resursutnyttjandet och säkerställa att inflationen varaktigt stabiliseras nära målet.

**Diagram 31. Prognos för styrräntan**



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

Källa: Riksbanken.

**Diagram 32. Prognos för real styrränta**

Procent



Anm. Den reala styrräntan är beräknad som ett kvartalsmedelvärde av Riksbankens prognos för styrräntan ett år framåt minus prognoserna för inflationen mätt med KPIF för motsvarande period. Prognoserna sträcker sig därför endast till 2026 kv1. Eftersom real styrränta är framåtblickande beräknas utfall med hjälp av de vid tidpunkten senast publicerade prognoserna.

Källa: Riksbanken.

Ekonomin utsätts regelbundet för störningar som ändrar förutsättningarna för penningpolitiken. Penningpolitikens effekter på inflationen och realekonomin kan dessutom ändras över tiden. Osäkerheten kring prognoserna för styrräntan är därför betydande. Hushåll och företag behöver följdaktligen planera sin ekonomi utifrån att styrräntan kan komma att behöva justeras på ett sätt som avviker signifikant från Riksbankens prognos. Det kan innebära att den blir högre eller lägre än i prognoserna. Vissa av de risker som, om de realiseras, implicerar en annan styrränta än i prognoserna diskuterar vi i avsnitt 3.2 där även två alternativa scenarier diskuteras mer i detalj.

Det råder också en betydande osäkerhet om styrräntans nivå på längre sikt. Riksbanken kommunicerade senast sin syn på denna ränta i den penningpolitiska rapporten i april 2022. Där gjordes den samlade bedömningen att det var rimligt att anta att styrräntan på längre sikt (5–10 år) var i nedre delen av det tidigare kommunicerade intervallet, 2,5–4 procent, eller något lägre.<sup>26</sup>

Studier indikerar att de globala faktorer som är viktiga för att bestämma denna ränta sammantaget inte har förändrats tydligt de senaste åren. Utsikterna för dessa faktorer tyder också på relativt små effekter på ränteläget en tid framöver (se analysen "Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt").

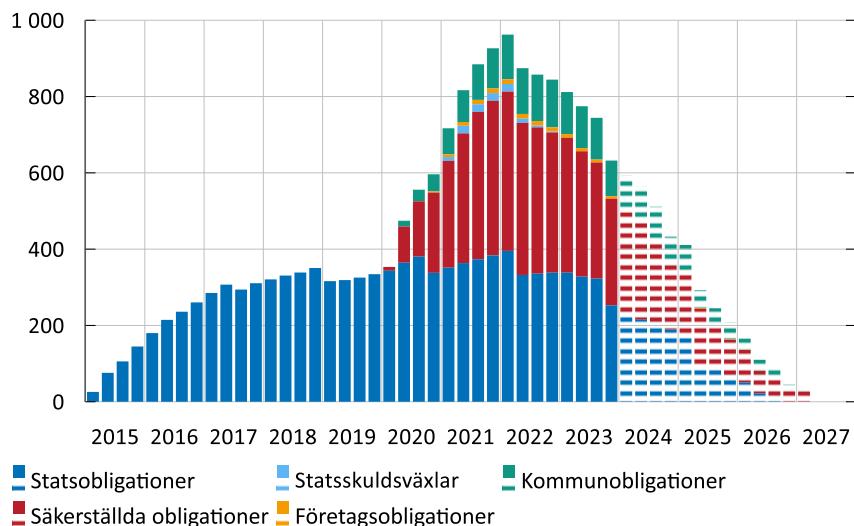
<sup>26</sup> Se fördjupningen "Reporäntan på lång sikt" i Penningpolitisk rapport februari 2017, Sveriges riksbank och Penningpolitiska rapport juli 2019 och april 2022, Sveriges riksbank.

Osäkerheten som omgärdar dessa uppskattningar talar för att utformningen av penningpolitiken behöver präglas av en prövande ansats.<sup>27</sup> Mer specifikt innebär detta att Riksbanken anpassar styrräntan gradvis och successivt ökar sin kunskap om vilken räntenivå som är förenlig med ett normalt resursutnyttjande.

Riksbankens värdepappersinnehav i svenska kronor antas fortsätta minska enligt beslutet vid det penningpolitiska mötet i januari och därmed bidra till en fortsatt normalisering av Riksbankens balansräkning (se diagram 33). Riksbanken planerar att senare i år återkomma till vad som utgör en lämplig nivå på värdepappersinnehavet på lång sikt och mer i detalj hur en sådan portfölj bör vara sammansatt.

**Diagram 33. Riksbankens innehav av värdepapper**

Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Streckade staplar är en framskrivning av Riksbankens värdepappersinnehav som bygger på förfall samt besluten att inga tillgångsköp görs efter 2022 och att statsobligationer säljs till ett nominellt värde om 6,5 miljarder SEK per månad. Serierna i diagrammet slutar 2027 kv1, som är det sista kvartalet i Riksbankens treåriga prognoshorisont.

Källa: Riksbanken.

### 3.2 Osäkerhet, risker och alternativscenarier

För att göra en prognos för styrräntans utveckling behöver Riksbanken identifiera och lägga rätt vikt vid de risker som, om de realiseras, påverkar de svenska inflationsutsikterna och därmed penningpolitiken. Som de senaste årens dramatiska händelseutveckling gjort mycket tydligt är detta svårt.

Den svenska ekonomin kommer, via händelser i omvärlden eller förändrade inhemska förhållanden, sannolikt att drabbas av oförutsedda händelser som påverkar inflationsutsikterna även de kommande åren. Dessa ändrar i så fall förutsättningarna för penningpolitiken, vilket är en förklaring till varför prognoserna för styrräntan alltid är

<sup>27</sup> För ett mer utvecklat resonemang, se A. Orphanides och J.C. Williams "Robust Monetary Policy Rules with Unknown Natural Rates", Brookings Papers on Economic Activity, 2002 No 2.

osäker. Nedan diskuteras ett antal riskfaktorer som bedöms kunna påverka de svenska inflationsutsikterna och Riksbankens penningpolitik.

### **Osäker omvärldsutveckling – omfattande geopolitiska störningar och en stark amerikansk ekonomi**

Det finns för närvarande en betydande risk för nya utbudsstörningar i den globala ekonomin som även skulle påverka den svenska ekonomin. Det är krig i Europa och geopolitiska spänningar i Mellanöstern skapar osäkerhet om hur priserna på energi, livsmedel och frakter kommer att utvecklas. En ytterligare upptrappling i de geopolitiska spänningarna skulle kunna ge upphov till en betydande uppgång i inflationen.

Det råder också osäkerhet om den framtida utvecklingen i omvärldens efterfrågan. Den ekonomiska utvecklingen i USA har under en tid överträffat de flesta bedömarens prognoser och skulle kunna bidra till att nedgången i den amerikanska inflationen stannar av. En fortsatt stark utveckling och uteblivna amerikanska räntesänkningar i närtid skulle kunna bidra till högre inflation i Sverige. Detta bland annat genom att globala priser då skulle stiga snabbare, den utländska efterfrågan på svenska varor och tjänster skulle öka och kronan riskera att försvagas.

Samtidigt finns det frågetecken kring den ekonomiska utvecklingen i bland annat Tyskland och Kina. Dessa ekonomier har direkt eller indirekt stor påverkan på svensk ekonomi. Om efterfrågan från dem blir tydligt svagare skulle den utländska efterfrågan på svenska varor och tjänster dämpas och bidra till en svagare svensk konjunktur.

Mot bakgrund av stora budgetunderskott och stigande statsskulder har oron kring hållbarheten i många länders offentliga finanser ökat de senaste åren. Om utvecklingen fortsätter skulle den kunna leda till att hållbarheten i dessa länders offentliga finanser ifrågasätts. Detta skulle i sin tur sannolikt tvinga fram betydande finanspolitiska åtstramningar som dämpar tillväxten i de berörda ekonomierna.

Kronans utveckling framöver är mycket osäker. Den har ofta försvagats när den geopolitiska osäkerheten har ökat men även när utvecklingen i omvärlden har blivit starkare än i Sverige. Flera av de internationella risker vi nämnd kan därför, om de blir mer påtagliga, medföra att kronan blir svagare än i Riksbankens prognos. Det skulle i så fall kunna bidra till ett högre inflationstryck och medföra att penningpolitiken behöver förbli åtstramande en längre tid.

### **Starkare eller svagare svensk konjunktur än i prognosen?**

Den svenska ekonomin har utvecklats förhållandevis väl med tanke på hur snabbt räntorna stigit de senaste åren och svensk ekonomis motståndskraft har varit starkare än väntat. Signaler om en lägre ränta framöver kan innebära att hushåll och företag nu börjar konsumera och investera betydligt mer eftersom de kan komma att utgå från att räntorna kommer att bli betydligt lägre de närmaste åren. Om den tilltron är alltför stark kan det bidra till att inflationen börjar stiga igen. Finanspolitiken kan också komma att läggas om i en mer expansiv riktning än i prognosen i takt med att inflationen faller tillbaka mot målet, vilket skulle bidra till en högre efterfrågan.

Räntehöjningarna har nu i stort sett fått fullt genomslag på hushållens kassaflöden och bidragit till att konsumtionen har minskat. Nedgången milderades sannolikt av att hushållen hade sparkapital som de hade byggt upp under pandemin och att sparandet i svensk ekonomi generellt är högt, men eftersom det inte finns aktuell data över hur hushållens tillgångar och sparande är fördelade är det svårt att bedöma hur stor den effekten har varit och hur mycket av sitt sparande som hushållen har kvar. Det är däremed också osäkert hur uthållig konsumtionsutvecklingen är vid de nuvarande räntenivåerna.

Den svenska arbetsmarknaden har länge stått emot nedgången i efterfrågan väl. Det kan bero på att företagen inte förväntat sig att nedgången i konjunkturen blir särskilt djup eller långvarig och därför valt att behålla personal. Om efterfrågan sjunker mer än företagen har förväntat sig skulle de däremot snabbt kunna ändra sitt beteende och säga upp personal, vilket skulle dämpa efterfrågan ytterligare.

En ogynnsam utveckling där till exempel arbetsmarknaden försvagas mer än väntat skulle också kunna påverka efterfrågan på bostäder negativt och därigenom bidra till ytterligare prisfall. Detta skulle i sin tur sannolikt förstärka den svaga utvecklingen i hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna.

En stabilitetsrisk som Riksbanken länge har varnat för är kopplad till högt belånade företag inom den kommersiella fastighetssektorn. Hittills har fastighetsföretagens finansiella utmaningar drabbat bankerna i liten utsträckning, däremot har de påverkat realekonomin via lägre investeringar i nya bostäder och andra fastigheter. Riksbankens prognos tyder nu på att räntetoppen är nådd samtidigt som sektorns finansiella förutsättningar överlag har förbättrats. Men det finns fortsatt frågetecken kring hur vissa fastighetsföretag klarar av att hantera nuvarande räntenivåer, samt hur deras hyresintäkter utvecklas till följd av den svaga ekonomiska aktiviteten.

### **Två alternativa scenarier för inflationen och penningpolitiken**

I detta avsnitt beskriver vi två alternativa scenarier för att illustrera hur några av de risker som nämns ovan skulle kunna påverka svensk ekonomi och prognoserna för styrräntan.<sup>28</sup>

I det första scenariot blir inflationstrycket högre än i prognoserna. Vi antar att omvärldsenfterfrågan blir högre, framförallt i USA, men också att nya globala utbudsstörningar bidrar till ett ökat inflationstryck.<sup>29</sup> Det högre inflationstrycket förklaras av att globala priser ökar snabbare och att ett högre ränteläge i omvärlden bidrar till ett tryck på kronan att försvagas, men också av att inflationsförväntningarna stiger.

För att motverka denna utveckling och föra inflationen tillbaka till målet stramar Riksbanken åt penningpolitiken mer än i prognoserna (se röd linje i diagram 34 och diagram 35). Detta dämpar efterfrågan och minskar inflationstrycket i ekonomin. Inflationen blir initialt högre än i prognoserna, men närmar sig åter målet under 2025.

<sup>28</sup> Scenarierna baseras på simuleringar i Riksbankens makroekonomiska modell MAJA, precis som de som publicerades i den penningpolitiska rapporten i april, juni, september och november 2023.

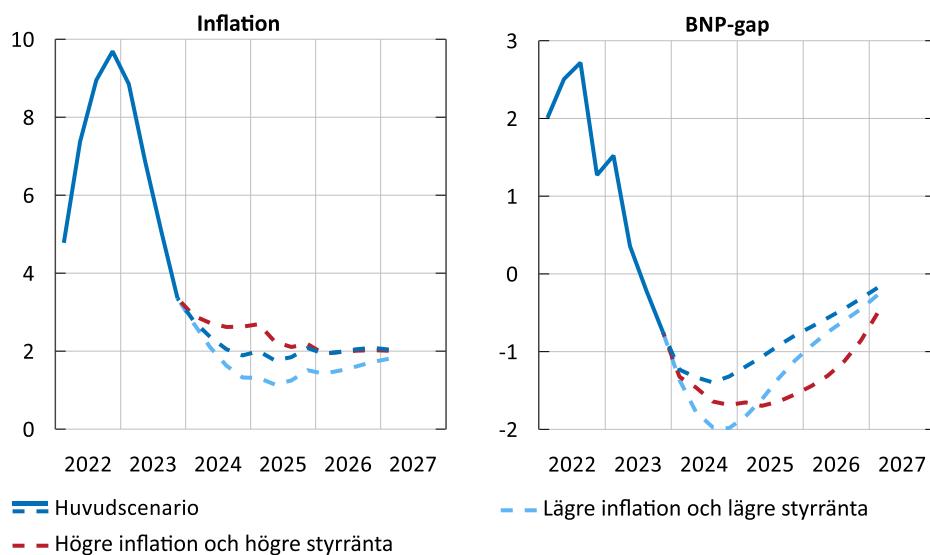
<sup>29</sup> Scenariot är förenligt med att utvecklingen i USA till större del än väntat är beror på en stark efterfrågan snarare än att tidigare utbudsstörningar klingar av.

Dessutom motverkar penningpolitiken tendenser till andrahandseffekter på inflationen via pris- och lönebildningen. En konsekvens av den förlida penningpolitiken är att den bidrar till att resursutnyttjandet mätt med BNP-gapet blir lägre än i prognoserna på något års sikt. Alternativet till att inte reagera snabbt hade i stället varit att Riksbanken skulle behöva höja styrräntan betydligt mer i ett senare skede, vilket hade lett till högre inflation och större långsiktiga realekonomiska kostnader.<sup>30</sup>

I det andra scenariot blir inflationstrycket istället lägre än i prognoserna. I detta scenario antar vi att efterfrågan istället utvecklas svagare än väntat på viktiga svenska exportmarknader, till exempel Tyskland och Kina. Det bidrar till att realekonomin utvecklas svagare och att inflationstrycket blir lägre än i prognoserna. Arbetslösheten stiger, vilket gör att efterfrågan faller ytterligare bland hushållen som ju redan innan denna försämring har fått en tuffare ekonomi med högre ränteutgifter. Detta förstärker den negativa effekten på realekonomien, och gör att inflationstrycket i ekonomin blir ännu lägre.

När den lägre efterfrågan på exportmarknaderna dämpar realekonomien och minskar inflationstrycket måste Riksbanken föra en mindre åtstramande penningpolitik än i prognoserna. Den lägre styrräntan dämpar nedgången i efterfrågan och inflationen (se ljusblå linje i diagram 34 och diagram 35). Från andra halvan av 2025 börjar inflationen stiga och är mycket nära målet mot slutet av 2026.

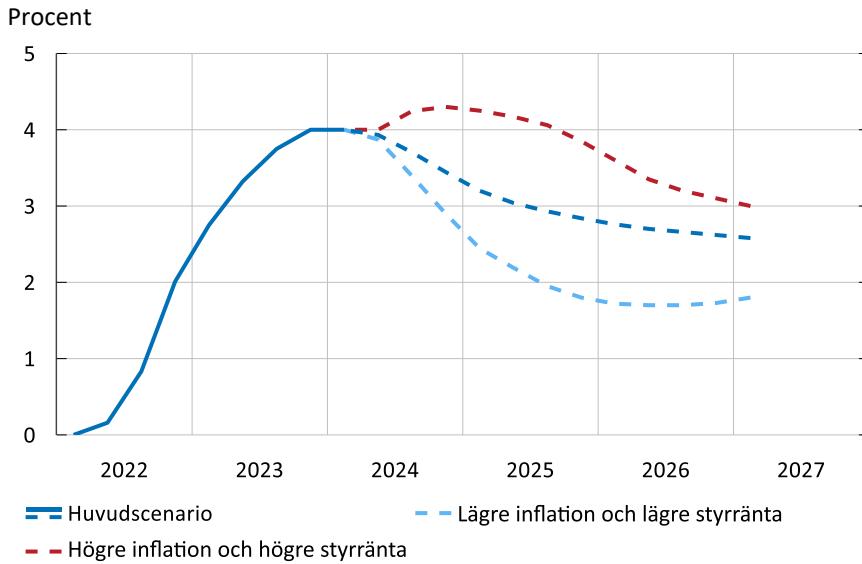
**Diagram 34. Prognos och alternativscenarier för inflationen och BNP-gap**  
Årlig procentuell förändring (vänster) respektive procent (höger)



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckade linjer avser prognoser och scenarier. Inflationen avser KPIF. BNP-gapet avser BNP:s avvikelse från Riksbankens bedömda trend. Säsongrensade data (höger).

Källor: SCB och Riksbanken.

<sup>30</sup> Detta illustrerades i scenariot med högre inflation i den penningpolitiska rapporten i september 2023.

**Diagram 35. Prognos och alternativscenarier för styrräntan**

Anm. Heldragens linje avser utfall, streckade linjer avser prognos och scenarier. Avvikelserna från prognosen i de alternativa scenarierna är inte symmetriska då de illustrerar den penningpolitiska responsen på specifika tänkbara störningar till ekonomin. Asymmetrin ska därför inte nödvändigtvis tolkas som att Riksbanken ser riskerna som omgärdar prognoserna för styrräntan som obalanserade.

Källa: Riksbanken.

## ANALYS – Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt<sup>31</sup>

Före de allra senaste årens inflations- och ränteuppgång hade reala räntor i såväl omvärlden som Sverige fallit trendmässigt i flera decennier. Det råder relativt bred konsensus om att en stor del av nedgången beror på förändringar i flera strukturella faktorer. De senaste åren tycks dessa faktorer inte ha ändrats nämnvärt, men hur de utvecklas framöver och hur det i sin tur påverkar ränteläget är osäkert. Det finns argument som talar för både en högre och lägre ränta på lång sikt. Oavsett riktning är dock de förändringar som väntas sannolikt relativt små i relation till den trendmässiga nedgång som redan skett.

### Den neutrala räntan varierar över tid

Före de senaste årens inflations- och ränteuppgång hade den reala räntan på tillgångar med låg risk, som statsobligationer, sjunkit trendmässigt under flera decennier. Nedgången har varit gemensam för många utvecklade länder, däribland Sverige. Centralbanker kan påverka den reala räntan på kort sikt, och därmed även resursutnyttjandet och inflationen, eftersom priser på varor, tjänster och arbetskraft är trögrörliga. Men på längre sikt styrs realräntan, det pris på sparande som balanserar utbudet av sparande och efterfrågan på investeringar, främst av strukturella faktorer.<sup>32</sup> Det råder relativt bred konsensus om att en stor del av nedgången i den reala räntan beror på förändringar i flera av dessa strukturella faktorer. Det rör sig bland annat om demografiska förändringar, lägre produktivitetstillväxt, ett högt sparande i Kina och ett underskott på säkra tillgångar.<sup>33</sup>

Nationalekonomisk teori skiljer på den realränta som sparare och låntagare faktiskt möter och den realränta som är förenlig med ett normalt resursutnyttjande. Den senare brukar kallas den *neutrala* räntan. En komplicerande faktor är dock att den neutrala räntan, i likhet med exempelvis potentiell BNP, inte kan observeras direkt utan måste skattas med hjälp av statistiska metoder och från antaganden om hur ekonomin fungerar. Bedömningen av den är därmed förknippad med betydande osäkerhet.

<sup>31</sup> För ytterligare diskussion och analys, se ”Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt”, *Ekonomisk kommentar* nr 5 2024, Sveriges riksbank.

<sup>32</sup> Under senare år har dock ett antal studier ifrågasatt den här förklaringsmodellen vilket belyser graden av osäkerhet kring ämnet, se exempelvis C. Borio, P. Diyalat, M. Juselius och P. Rungcharoenkitul (2022) ”Why so low for so long? A long-term view of real interest rates”, International Journal of Central Banking, vol 18, no 3, pp 47–87.

<sup>33</sup> För en utförlig genomgång av olika förklaringsfaktorer, se H. Lundvall ”Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan”, Bilaga 2 till Långtidsutredningen 2023, SOU 2023:87.

En ytterligare källa till osäkerhet är att den varierar över tid. Den påverkas dels av globala trögrörliga strukturella faktorer (till exempel de som nämnts ovan) som påverkar trenden i den neutrala räntan, dels av kortslitiga faktorer såsom tillfälliga ekonomiska störningar (exempelvis från finanspolitiken) som kan få den neutrala räntan att stiga eller sjunka under ett antal år. Den här analysen syftar till att diskutera utvecklingen av den långsiktiga trenden i den neutrala räntan.

### **Empiriska skattningar och beräkningar indikerar ingen tydlig förändring av trenden i den neutrala räntan de senaste åren**

Det finns olika ansatser för att skatta den neutrala räntan. Under senare år har det kommit flera studier med modeller som inkluderar data för många av de strukturella faktorer som antas påverka räntans trend, till exempel demografiska förändringar. Sådana modeller visar att den neutrala räntan har fallit trendmässigt under de senaste decennierna.<sup>34</sup> Nedgången förklaras bland annat av ökad efterfrågan på säkra tillgångar, förändringar i demografi och lägre produktivitet. Dessa skattningar och beräkningar av trenden i den neutrala räntan i ett antal utvecklade ekonomier pekar på att den under senare år legat i intervallet -0,6 till 1,3 procent, men med betydande osäkerhet.<sup>35</sup> Sammantaget indikerar skattningarna inte heller att det skett någon tydlig förändring de allra senaste åren. Vissa faktorer som högre offentlig skuld och ett ökat utbud av statsobligationer kan ha höjt den, men de demografiska förändringarna har fortsatt verka i motsatt riktning.

### **Strukturella förändringar väntas påverka ränteläget i olika riktning framöver**

För en liten öppen ekonomi som den svenska bestäms trenderna i den neutrala räntan nästan uteslutande av strukturella förändringar i omvärlden. Osäkerheten kring deras utveckling framöver är dock betydande.

Utvecklingen av artificiell intelligens (AI) skulle kunna innebära att vi nu är inne i en period av högre produktivitets- och investeringstillväxt, vilket skulle bidra till en högre neutral ränta. Men det är för tidigt att dra en sådan slutsats. Den ökade geoekonomiska fragmenteringen, med större distans mellan exempelvis USA och Kina, skulle samtidigt kunna tala för en minskad press på ränteläget i utvecklade ekonomier från Kinas stora sparande. Det finns även skäl att tro att klimatomställningen kommer att påverka den neutrala räntan, men i litteraturen råder det osäkerhet om både i vilken riktning och hur mycket.

Slutsatsen att globala demografiska förändringar har drivit en del av den trendmässiga nedgången i realräntan har relativt starkt empiriskt stöd. I många länder har åldrandet nått en punkt då en allt större andel av befolkningen går i pension och kan behöva börja dra ned på sparandet. Befolkningsstillväxten fortsätter dock samtidigt att dämpas

<sup>34</sup> Se exempelvis A. Cesa-Bianchi, R. Harrison och R. Sajedi (2023) "Global R\*", *Staff Working Paper No. 990*, Bank of England; T. Ferreira och S. Shousha (2023), "Determinants of global neutral interest rates", *Journal of International Economics*, volume 145; och kapitlet "The natural rate of interest: drivers and implications for policy", *World Economic Outlook*, april 2023, Internationella valutafonden.

<sup>35</sup> Estimat i reala termer för euroområdet, Frankrike, Japan, Kanada, Storbritannien, Tyskland och USA,

globalt vilket minskar behovet av investeringar. Demografiska förändringar sammantaget kan antas fortsätta att pressa det globala ränteläget nedåt.<sup>36</sup> Men när fler i befolkningen blir äldre ökar samtidigt kostnaderna för sjukvård och omsorgstjänster. Det är till exempel en anledning till att den offentliga skuldsättningen i USA, och därmed utbudet av amerikanska statsobligationer, väntas öka. Det kan i sin tur antas höja den neutrala räntan.

Sammantaget finns det inget entydigt svar på hur olika strukturella faktorer kommer att påverka den neutrala räntan. Gemensamt för de framskrivningar som gjorts är dock att de förändringar som väntas, oavsett riktning, sannolikt är relativt små i relation till den nedgång som skett sedan 1980-talet.

### Marknadsbaserade mått har stigit något de senaste åren

Ett annat vanligt sätt att bilda sig en uppfattning om den långsiktiga räntenivån är att använda framåtblickande information från finansiella marknader. Både Prosperas enkätsvar om styrräntan på fem års sikt och prissättningen av en nominell femårig statsobligation om fem år har skiftat ned tydligt under en längre tid (se diagram 36).<sup>37</sup> De senaste åren har de dock stigit något och ligger nu mellan 2 och 3 procent.

**Diagram 36. Marknadsprissättning och förväntningar på 5–10 års sikt**

Procent



Anm. Penningmarknadsaktörers förväntningar, medelvärde. Förväntningar om real styrränta beräknad som förväntningar på styrränta minus inflationsförväntningar om 5 år.

Källor: TNS SIFO Prospera, Macrobond och Riksbanken.

<sup>36</sup> En omfattande studie finner att demografiska förändringar sammantaget globalt kan antas fortsätta hålla tillbaka ränteläget kommande decennier med omkring en procentenhets från nivån 2016, se A. Auclert, H. Malmberg, F. Martenet och M. Rognlie (2021), "Demographics, Wealth, and Global Imbalances in the Twenty-First Century", *NBER Working Paper* Nr. 29161, National Bureau of Economic Research.

<sup>37</sup> Eftersom en långsiktig obligation normalt innehåller mer risk jämfört med ett kortfristigt lån är det rimligt att anta att detta mått, förutom en förväntan på styrräntan, även innehåller en viss positiv löptidspremie.

Trots att dessa mått avser att mäta styrräntan och korta räntor på längre sikt har de varierat en hel del sedan 2019. Samtidigt tycks de globala och trögrörliga strukturella faktorer som påverkar trenden i den neutrala räntan inte ha rört sig i samma omfattning. Det pekar på att dessa marknadsmått under perioder inte nödvändigtvis endast speglar utvecklingen av de strukturella faktorer som bestämmer räntan på längre sikt.

### **Centralbanker har gradvis justerat ned sina bedömningar av långsiktiga styrräntor**

Många centralbanker publicerar med varierande frekvens en bedömning av räntan på lång sikt, eller ett intervall för den. De bedömningar som Riksbanken tidigare publicerat har gällt för styrräntans nominella nivå, som kan delas upp i en normal nivå för inflationen (2 procent) och en bedömning av den reala styrräntans nivå på längre sikt (5–10 år).

För att kunna bedriva en effektiv penningpolitik behöver centralbankerna anpassa sig till de trender i den globala realräntan som är utanför deras kontroll. Över tid, i takt med att de globala räntorna har fallit, har därför många centralbanker justerat ner sina bedömningar av den egna ekonomins framtida styrränta. Riksbankens intervall för den långsiktiga styrräntan har reviderats ned från 3,5–5,0 procent 2006 till 2,5–4,0 procent 2017. Jämfört med 2017 har flera centralbanker, däribland Norges Bank och Bank of Canada, justerat ned sina bedömningar, vilket är i linje med utvecklingen av de globala trögrörliga strukturella faktorer som påverkar den neutrala räntans trend. Även Riksbanken har 2019 och 2022 kommunicerat att det är sannolikt att nivån ligger i den nedre delen av, eller något under, intervallet från 2017.

Utvecklingen av ränteläget framåt är osäkert. Strukturella faktorer kan både driva upp och hålla tillbaka ränteläget på längre sikt. Sammantaget väntas dock dessa faktorer ha relativt små effekter på ränteläget en tid framöver. Men även givet en bedömning av styrräntan på längre sikt är det osäkert var styrräntan kommer att hamna i praktiken. Ekonomin påverkas ständigt av nya kortsiktiga ekonomiska störningar som innebär att styrräntan över tid kommer att bli både högre och lägre än bedömningen av den långsiktiga styrräntan.

# Prognostabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

## Tabell 1. Styrränteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2023kv4	2024kv1	2024kv2	2025kv1	2026kv1	2027kv1
<b>Styrräntan</b>	4,00 (4,00)	4,00 (4,04)	3,93 (4,10)	3,20 (4,10)	2,76 (3,78)	2,58

Källa: Riksbanken.

## Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

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

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

Källor: SCB och Riksbanken.

## Tabell 3. BNP och efterfrågan

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

\* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken.

**Tabell 4. Produktion och sysselsättning**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

\* Procent av arbetskraften

\*\* Procentuell avvikelse från Riksbankens bedömda potentiella nivåer

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

Källor: SCB och Riksbanken.

**Tabell 5. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin**

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

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

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

**Tabell 6. Internationella prognoser**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen för 2024 enligt IMF. KIX-vikter avser vikter i Riksbanks kronindex (KIX) för 2024. Prognoserna för BNP i världen är baserade på IMF:s prognos för PPP-vikter. Prognoserna för KIX-vägd BNP baseras på ett antagande om att KIX-vikterna kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de senaste fem åren.

KPI	2022	2023	2024	2025	2026
Euroområdet (HIKP)	8,4 (8,4)	5,4 (5,5)	2,2 (2,3)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
USA	8,0 (8,0)	4,1 (4,1)	3,2 (2,5)	2,3 (2,3)	2,3 (2,3)
KIX-vägd	8,4 (8,4)	5,6 (5,7)	2,7 (3,2)	2,5 (2,6)	2,4 (2,4)
	2022	2023	2024	2025	2026
Styrränta i omvärlden, procent	0,5 (0,5)	3,6 (3,6)	4,0 (4,1)	3,2 (3,4)	2,8 (3,0)
Råoljepris, USD/fat Brent	98,6 (98,6)	82,1 (83,0)	81,3 (81,7)	76,6 (77,7)	73,3 (74,6)
Svensk exportmarknad	8,8 (8,5)	0,6 (1,0)	1,3 (1,9)	3,1 (3,1)	3,2 (3,1)

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 prognosar i sammanfattning**

Procent om ej annat anges, årsmedeldragning

	2022	2023	2024	2025	2026
Riksbankens styrränta	0,8 (0,8)	3,5 (3,5)	3,8 (4,1)	3,0 (4,0)	2,7 (3,6)
10-årsränta	1,5 (1,5)	2,5 (2,5)	2,3 (2,9)	2,2 (3,0)	2,2 (3,0)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	121,1 (121,1)	127,5 (127,7)	124,6 (125,3)	122,1 (121,7)	118,3 (117,4)
Offentligt finansiellt sparande, procent av BNP	1,2 (1,1)	-0,5 (0,1)	-1,1 (-0,7)	-0,7 (-0,6)	-0,5 (-0,4)

Anm. Riksbanken kommer inom kort inkomma med en framställning till riksdagen om återställning av eget kapital. Det är upp till riksdagen att ta ställning till framställningen. Det offentligfinansiella sparandet skulle påverkas av ett eventuellt kapitaltillskott till Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken.



**SVERIGES RIKSBANK**

Tel 08 - 787 00 00

[registratorn@riksbank.se](mailto:registratorn@riksbank.se)

[www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK