

Penningpolitisk rapport

2023 september



Penningpolitisk rapport

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

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

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

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 20 september 2023. Rapporten går att ladda ned i PDF-format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se där det också finns mer information om Riksbanken.

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

Penningpolitiken i Sverige – Riksbankens strategi

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

Innehållsförteckning

1	Höjd styrränta för att inflationen ska stabiliseras kring målet inom rimlig tid	6
1.1	Inflationen sjunker men är fortfarande långt över målet	6
1.2	Penningpolitiken behöver stramas åt ytterligare något	12
1.3	Konjunkturutsikterna fortsatt mycket osäkra	16
1.4	Alternativa scenarier för inflationen och penningpolitiken	17
2	Den åtstramande penningpolitiken påverkar hushållen och företagen	22
2.1	Stabila finansiella marknader och stigande marknadsräntor	22
2.2	Företagens och hushållens kredittillväxt på låga nivåer	28
3	Den höga inflationen dämpas och konjunkturen försvagas	38
3.1	Lägre inflation i Sverige och omvärlden	38
3.2	Starkare konjunktur i USA än i euroområdet men tecken på att arbetsmarknaden kyls av	46
3.3	Svensk ekonomi krymper 2023	49
	FÖRDJUPNING – Kronan kommer att stärkas på sikt	57
	FÖRDJUPNING – Hushållens sparande ökade tydligt under pandemin	69
	Prognostabeller	77

I KORTHET – Penningpolitiken september 2023



Den stramare penningpolitiken har bidragit till att inflationen sjunker. För att säkerställa att den fortsätter ner och stabiliseras kring målet inom rimlig tid behöver penningpolitiken fortsätta att stramas åt något. Direktionen har därför beslutat att höja styrräntan med 0,25 procentenheter till 4 procent. Beslutet är i linje med bedömningen vid det penningpolitiska beslutet i juni.



Inflationen sjunker i Sverige. Ökningstakten i energi- och livsmedelspriserna har dämpats påtagligt, vilket är positivt. Men inflationstrycket är fortfarande för högt. Tjänstepriserna fortsätter att öka i en snabb takt, vilket tillsammans med den omotiverat svaga kronan bidrar till att hålla inflationen uppe och ökar risken för att inflationen inte ska fortsätta sjunka och stabiliseras kring målet tillräckligt snabbt.



Styrräntan är på en åtstramande nivå och dämpar efterfrågan i ekonomin. Det är nödvändigt för att inflationen ska sjunka tillbaka mot målet inom rimlig tid. Riksbankens prognos innebär att BNP förväntas sjunka något framöver, samtidigt som utvecklingen på arbetsmarknaden dämpas. Tillsammans med en förväntad måttlig förstärkning av kronan de kommande åren bidrar det till att inflationen faller tillbaka och är nära målet på 2 procent 2024.



Prognosen för styrräntan indikerar att den kan komma att höjas ytterligare. Liksom tidigare är bedömningen att penningpolitiken behöver vara åtstramande under en längre period för att inflationen ska falla tillbaka och varaktigt stabiliseras nära målet på 2 procent. Ny information och hur den bedöms påverka konjunktur- och inflationsutsikterna är avgörande för utformningen av penningpolitiken.

1 Höjd styrränta för att inflationen ska stabiliseras kring målet inom rimlig tid

Centralbankernas stora och snabba räntehöjningar sedan början av förra året har bidragit till att den globala inflationen sjunker. Många centralbanker har nu börjat anpassa penningpolitiken i mer gradvisa steg, men har samtidigt flaggat för att sänkningar ligger långt framåt i tiden.

Inflationen i Sverige sjunker också men inflationstrycket är fortfarande för högt. De stora dragen i prisutvecklingen står sig sedan juni: Öknings- takten i energi- och livsmedelspriserna dämpas påtagligt, samtidigt som tjänstepriserna fortsätter att öka i en alltför snabb takt, vilket bidrar mycket till den totala inflationen. Kronkursen är fortsatt omotiverat svag, vilket håller uppe prisökningarna på importerade varor. För att inflationen ska komma tillbaka till målet på 2 procent inom en rimlig tidsperiod bedömer direktionen att penningpolitiken behöver stramas åt ytterligare något, i linje med bedömningen som gjordes i juni.

Direktionen har därför beslutat att höja Riksbankens styrränta med 0,25 procentenheter till 4 procent. Prognosen för styrräntan indikerar att den kan komma att höjas ytterligare. Liksom tidigare är bedömningen att penningpolitiken behöver vara åtstramande under en längre period för att inflationen ska falla tillbaka och stabiliseras nära målet på 2 procent. Ny information och hur den bedöms påverka konjunktur- och inflations- utsikterna är avgörande för utformningen av penningpolitiken.

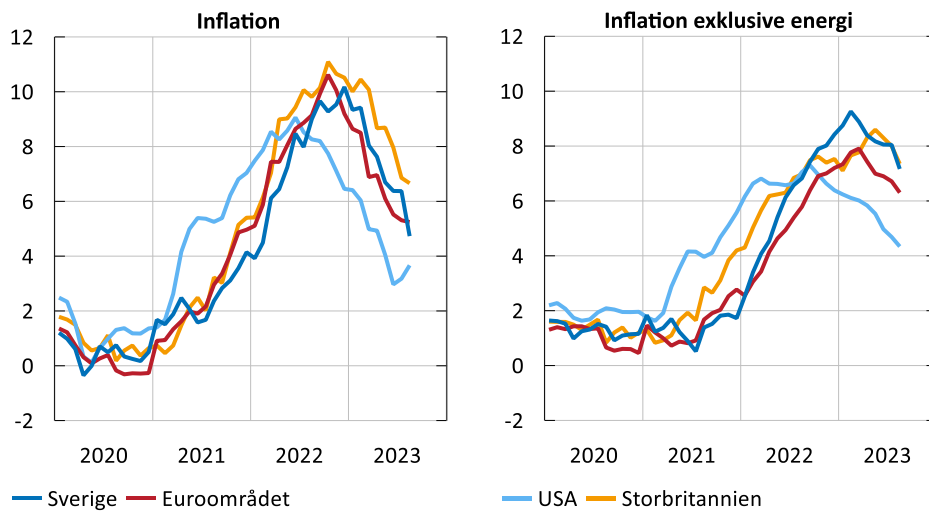
1.1 Inflationen sjunker men är fortfarande långt över målet

Mer gradvisa steg i penningpolitiken bland omvärldens centralbanker

Inflationen är på väg ner i många länder. Det gäller också den underliggande inflationen – exklusive energi – även om utvecklingen i det fallet går långsammare (se diagram 1). Efter de snabba höjningarna av styrräntorna under förra året har centralbankerna nu börjat anpassa penningpolitiken i mer gradvisa steg (se diagram 2). Kommunikationen har överlag tolkats som att styrräntorna närmar sig sin topp. Men centralbankerna har samtidigt tydligt poängterat att sänkningar bedöms ligga långt framåt i tiden.

Diagram 1. Inflation

Årlig procentuell förändring

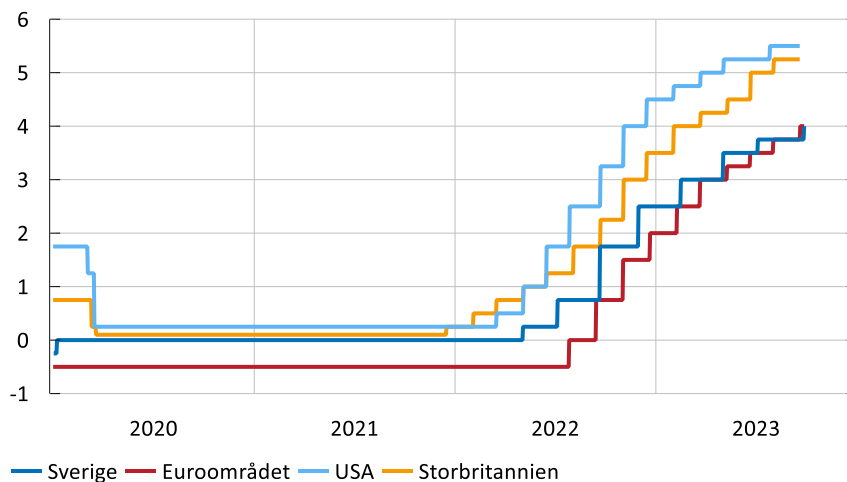


Anm. Avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för Storbritannien och USA.

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

Diagram 2. Styrräntor

Procent



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

Tillväxten i omvärlden har i stort sett varit i linje med Riksbankens tidigare bedömning. I USA utvecklas tillväxten betydligt starkare än i euroområdet (se kapitel 3). Arbetsmarknaderna fortsätter överlag att visa stor motståndskraft, och arbetslösheten är kvar nära rekordlåga nivåer i såväl euroområdet som USA, även om en liten uppgång kan noteras i USA den senaste tiden.²

² Se fördjupningen "Stark arbetsmarknad i Sverige och omvärlden" i *Penningpolitisk rapport*, juni 2023, Sveriges riksbank.

Tillväxten i Sverige dämpas snabbt

Tillväxten har bromsat in snabbare i Sverige än i omvärlden. Hushållens konsumtion har sjunkit påtagligt, och precis som tidigare under året utvecklas konsumtionen av varor svagare än konsumtionen av tjänster. Bostadsinvesteringarna fortsätter samtidigt att falla brant. Den sammantagna bilden står sig sedan tidigare: De räntekänsliga sektorerna i den svenska ekonomin dämpas särskilt mycket när penningpolitiken stramas åt (se även faktarutan ”Penningpolitikens genomslag till räntekänsliga sektorer i ett europeiskt perspektiv” i kapitel 2).

I likhet med flera länder i omvärlden har arbetsmarknaden i Sverige hittills stått emot konjunkturnedgången oväntat väl och är mycket stark i ett historiskt perspektiv. En tänkbar förklaring är att företag i större utsträckning behåller arbetskraften trots konjunkturnedgången. Det beror förmodligen på lärdomar från återhämtningen efter pandemin, när många företag hade problem att få tag i arbetskraft.³ Beteendet kan ha förstärkts av att företagen har höjt sina priser mycket, samtidigt som löneökningarna har varit relativt återhållsamma. Därigenom har företagen kunnat hålla lönsamheten uppe och på så vis haft större möjligheter att behålla sin arbetskraft. Men arbetsmarknaden visar efter sommaren fler tecken på avmattning.

Det finns förutsättningar för fortsatt sjunkande inflation ...

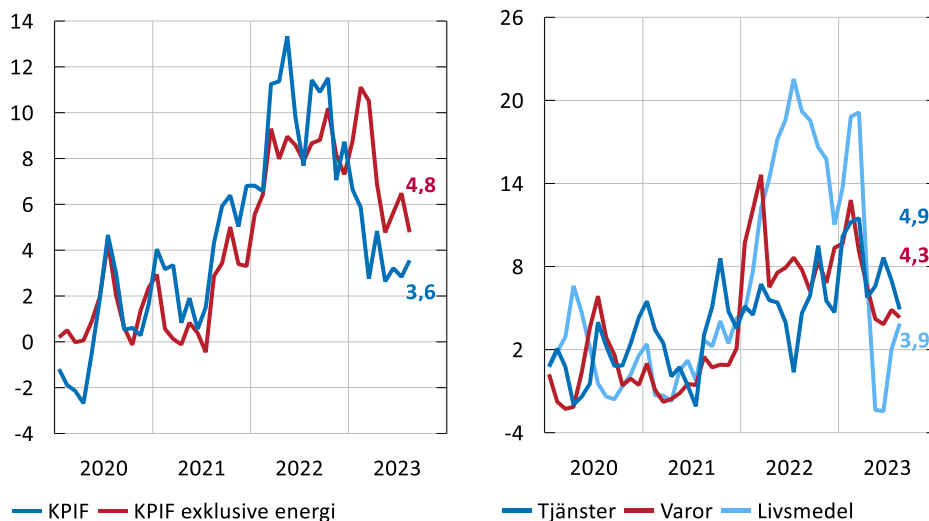
Inflationen mätt med KPIF fortsätter att sjunka från toppnivån kring 10 procent i slutet av förra året och uppgick till 4,7 procent i augusti. Den underliggande inflationen mätt med KPIF exklusive energi är dock högre och dämpas också i en långsammare takt, från strax över 9 procent i inledningen av året till 7,2 procent i augusti.

Inflationen mäts oftast som förändringen i prisnivån jämfört med ett år tillbaka. Diagram 3 visar i stället prisförändringarna på 3 månaders sikt uppräknade till årstakt. Det är tydligt att KPIF ökar betydligt långsammare än de högsta nivåerna under förra året. Men det hänger till stor del ihop med de sjunkande energipriserna. Prisförändringen i KPIF exklusive energi har inte minskat lika tydligt. De kortsiktiga prisförändringarna på livsmedel och varor har minskat från de högsta nivåerna under förra året. Men den kortsiktiga förändringen av tjänstepriserna visar så här långt inte någon entydig trend nedåt och måste sjunka framöver för att inflationen varaktigt ska nå 2 procent. Sammantaget rör sig prisökningarna i rätt riktning men de är fortfarande för höga, både mätta i årlig procentuell förändring och mer kortsiktiga månadsförändringar.

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

Diagram 3. KPIF och KPIF exklusive energi samt priser på tjänster, varor och livsmedel

Tremånadersförändring, uppräknad årstakt i procent, säsongrensade data

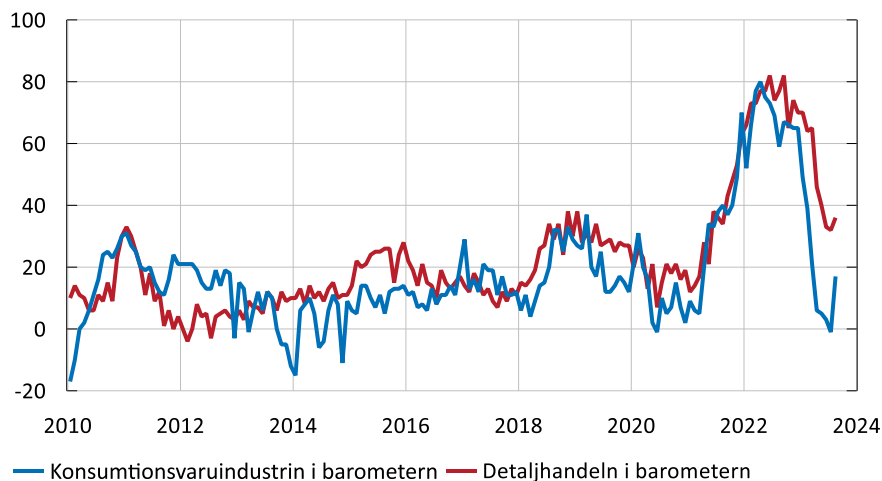


Källor: SCB och Riksbanken.

Men det finns förutsättningar för att inflationen ska avta ytterligare. Prisökningarna i producentledet har fortsatt att mattas av. Dessutom uppger en allt lägre andel av företagen i Konjunkturinstitutets barometer att de planerar att höja priserna den närmaste tiden (se diagram 4).

Diagram 4. Företagens prisplaner i Sverige

Nettotal



Anm. Frågan handlar om hur företagen planerar att förändra priserna de närmaste tre månaderna. Nettotalen anger hur många företag som planerar att höja sina priser minus hur många som planerar att sänka dem.

Källa: Konjunkturinstitutet.

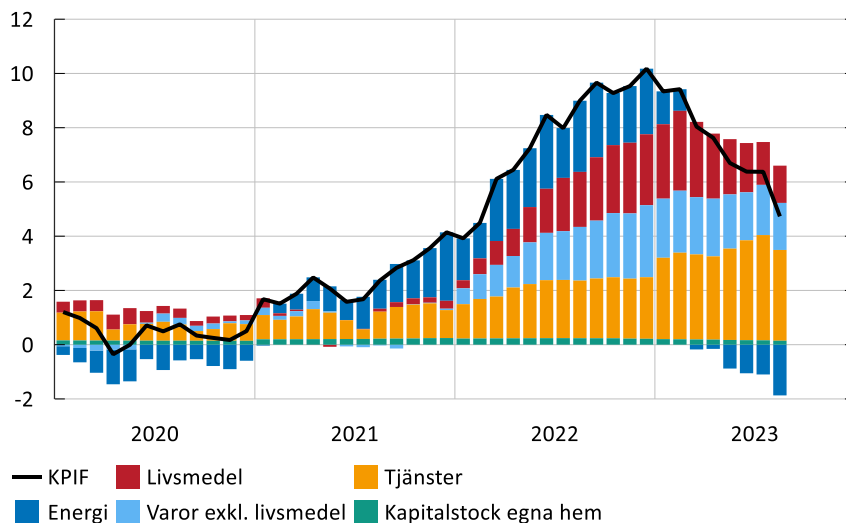
... men pristrycket i ekonomin är alltså för högt

Trots förutsättningarna för en sjunkande inflation framöver finns flera tecken på att pristrycket i den svenska ekonomin alltså är för högt. Ett orosmoment är att prisförändringarna fortfarande ligger över de nivåer som är förenliga med en inflation på 2 procent (se diagram 3). Det gäller särskilt KPIF exklusive energi, som under de senaste tre månaderna ökar med nästan 5 procent uppräknat till årstakt. De kort-siktiga ökningstakterna måste avta för att inflationen ska nå målet. Samtidigt visar Konjunkturinstitutets barometer att andelen företag som planerar att höja priserna den närmaste tiden fortfarande är kraftigt förhöjd inom detaljhandeln (se diagram 4 och en närmare beskrivning i kapitel 3).

Ett annat orosmoment är att ökningstakten i tjänstepriserna inte visar tillräckliga tecken på att mattas av (se diagram 3). Det kan avspejla att hushållens efterfrågan på tjänster är fortsatt relativt hög. Tjänstepriserna väger närmare 50 procent i KPI-korgen, vilket tillsammans med den höga ökningstakten ger ett stort bidrag till inflationen (se diagram 5).

Diagram 5. Bidrag till KPIF-inflationen

Årlig procentuell förändring (KPIF) respektive procentenheter



Källor: SCB och Riksbanken.

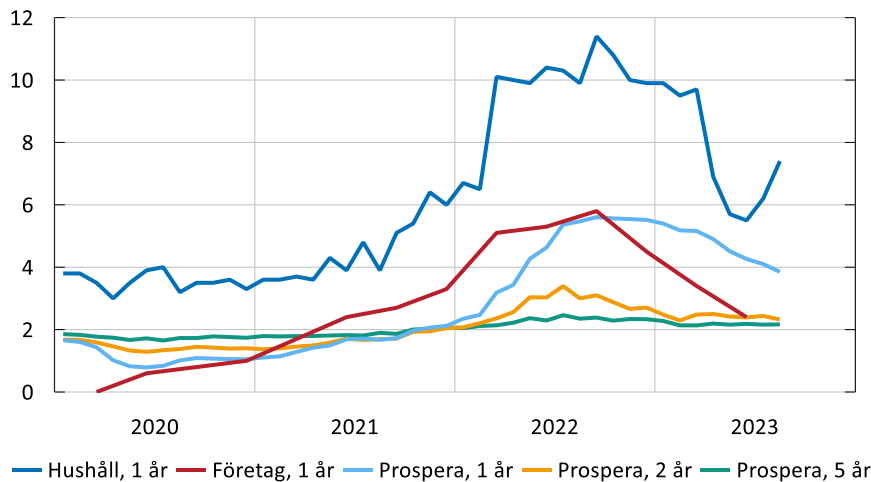
De långsiktiga inflationsförväntningarna har varit påfallande stabila under perioden med hög inflation, vilket visar att det finns ett starkt förtroende för penningpolitiken (se diagram 6). Vårens industriavtal är en ytterligare indikation på det. Avtalet minskade påtagligt risken för en pris-lönespiral i den svenska ekonomin, men det förstärker också vikten av Riksbankens uppdrag att föra inflationen tillbaka till målet inom rimlig tid.

Det är också viktigt att de kortsiktiga inflationsförväntningarna fortsätter att sjunka mot 2 procent för att inflationen framöver ska kunna stabiliseras kring målet. Sedan en tid sjunker förväntningarna på ett års sikt påtagligt, även om hushållens förväntningar steg något i det senaste utfallet (se diagram 6). Att KPIF-inflationen fortsätter

falla bidrar till utvecklingen, eftersom de kortsiktiga förväntningarna påverkas mycket av faktiska inflationsutfall.

Diagram 6. Inflationsförväntningar

Procent



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

Källor: Kantar Prospera och Konjunkturinstitutet.

Den höga inflationen påverkar också finanspolitikens inriktning. En tydligt expansiv finanspolitik med breda stimulansåtgärder skulle förmodligen höja inflationen och påverka penningpolitiken i en mer åtstramande riktning. Men det finns många finanspolitiska åtgärder som kan vidtas utan att den samlade finanspolitiken för den skull blir inflationsdrivande. Regeringen har i samband med höstbudgeten kommunicerat att finanspolitiken inte ska hindra Riksbankens möjligheter att få ner inflationen.⁴ I Riksbankens prognos bedöms finanspolitiken sammantaget inte heller nämnvärt påverka förutsättningarna för penningpolitiken att få tillbaka inflationen till målet.

Fortsatt svag krona håller uppe inflationen framöver

Under sommaren har kronan fortsatt att utvecklas svagt – och något svagare än i prognosen i juni. Det finns många hypoteser kring varför det sker. Riksbankens prognos för kronkursen baseras på en bedömning av den reala växelkursens långsiktiga nivå som visar att kronan är undervärderad i dagsläget och därför förväntas stärkas framöver (se vidare i kapitel 3 och fördjupningen "Kronan kommer att stärkas på sikt").

Det är dock osäkert både hur kronan kommer att utvecklas och vilket genomslag som förändringar i kronkursen har på inflationen i ett läge när inflationen redan är hög.⁵ Om kronan skulle försvagas även fortsättningsvis skulle det bidra till att höja inflationsprognosen och därmed också öka behovet av penningpolitisk åtstramning.

⁴ Se "[Hög inflation fortsätter prägla svensk ekonomi - Regeringen.se](https://www.regeringen.se/pressmeddelanden/2022/06/hog-inflation-fortsatter-pragla-svensk-ekonomi)".

⁵ Se faktarutan "Växelkursens genomslag när inflationen är hög" i *Penningpolitisk rapport*, juni 2023, Sveriges riksbank.

Genomslaget av en svagare krona kan också visa sig vara större än vad som antagits i prognosen, vilket innebär ytterligare en upptrisk för inflationen framöver.

1.2 Penningpolitiken behöver stramas åt ytterligare något

Styrräntan höjs med 0,25 procentenheter till 4 procent

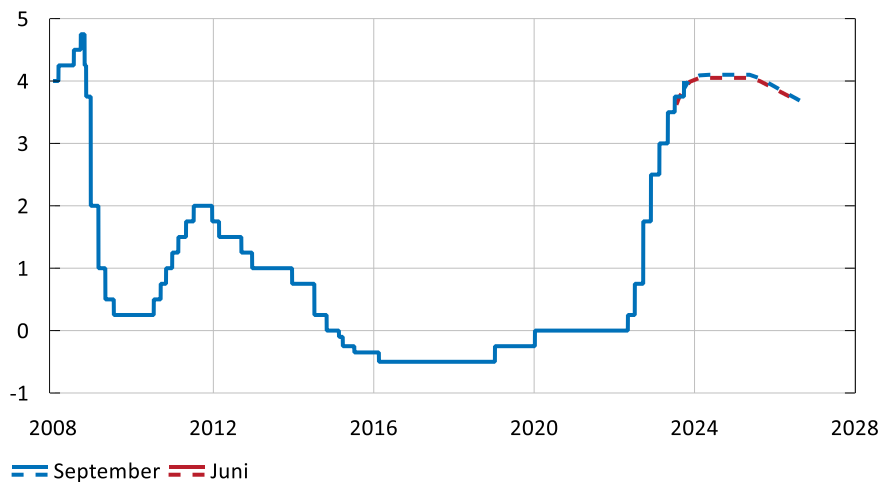
Den stramare penningpolitiken har bidragit till att inflationen nu börjat sjunka. Men trots att inflationen nu sjunker är den fortfarande långt över målet på 2 procent. Dessutom dämpas den underliggande inflationen mätt med KPIF exklusive energi i långsammare takt än KPIF-inflationen, vilket hänger samman med att energipriserna faller. Den höga inflationen är problematisk för ekonomin i stort och är särskilt kännbar för hushåll med små marginaler.

Utvecklingen av inflationen går visserligen åt rätt håll. Men de snabbt stigande tjänstepriserna och den svaga kronan bidrar till att hålla inflationen uppe och ökar risken för att den inte ska fortsätta sjunka och närma sig målet tillräckligt snabbt. För att säkerställa att inflationen fortsätter ner och stabiliseras kring målet inom rimlig tid behöver penningpolitiken fortsätta att stramas åt något. Direktionen har därför beslutat att höja styrräntan med 0,25 procentenheter till 4 procent. Beslutet är i linje med bedömningen vid det penningpolitiska beslutet i juni som innebar att styrräntan troligen skulle höjas minst en gång till i år. Den högre styrräntan bedöms leda till att den ekonomiska aktiviteten på kort sikt blir något lägre och utvecklingen på arbetsmarknaden dämpas jämfört med om styrräntan hade lämnats oförändrad. Riksbanken bedömer dock att den penningpolitiska åtstramningen är nödvändig för att få ner inflationen och därmed bidra till en god ekonomisk utveckling på lite sikt. Om inflationen blir mer varaktigt hög kommer de negativa konsekvenserna för svensk tillväxt och arbetsmarknad att bli betydligt större. Det illustreras i ett scenario i avsnitt 1.4.

Prognosen för styrräntan indikerar att den kan komma att höjas ytterligare (se diagram 7). Penningpolitiken behöver vara åtstramande under en längre period för att inflationen ska falla tillbaka och varaktigt stabiliseras nära målet på 2 procent. Ny information och hur den bedöms påverka konjunktur- och inflationsutsikterna är avgörande för utformningen av penningpolitiken.

Diagram 7. Riksbankens styrränta

Procent



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

Källa: Riksbanken.

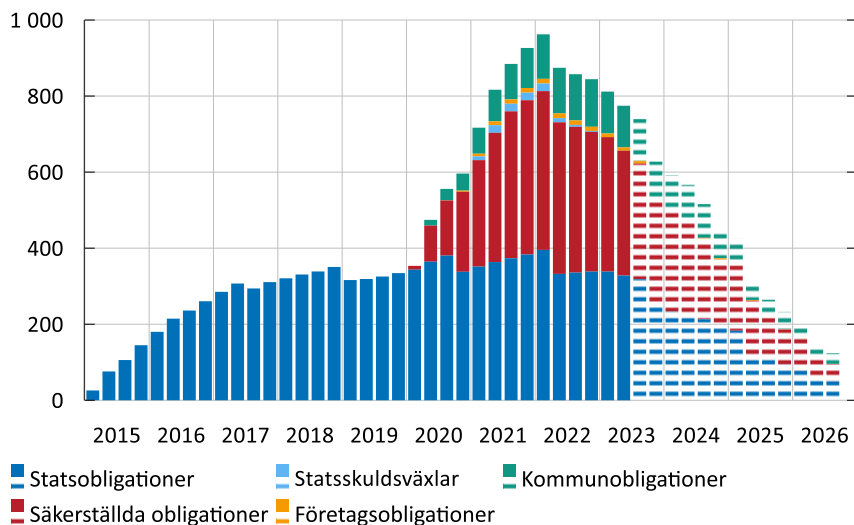
Försäljningarna av statsobligationer fortsätter enligt plan

I april började Riksbanken sälja statsobligationer. Eftersom försäljningarna hade fungerat väl och fått önskad effekt beslutade direktionen i juni att det var lämpligt att höja takten i normaliseringen av Riksbankens balansräkning genom att utöka försäljningarna. Genom att underlätta för utländska aktörer att investera i svenska tillgångar och förbättra funktionen på de finansiella marknaderna kan försäljningarna, allt annat lika, bidra till att stärka kronan och förbättra Riksbankens möjligheter att dämpa inflationen.

Normaliseringen av balansräkningen bör ske gradvis och präglas av förutsägbarhet. Riksbanken planerar inte att sälja sitt innehav av icke-statliga obligationer. Om penningpolitiken skulle behöva stramas åt ytterligare är höjningar av styrräntan det huvudsakliga och mest effektiva verktyget. Om försäljningarna av statsobligationer fortsätter i den nu beslutade takten och övriga obligationer hålls till förfall kommer innehavet av värdepapper att uppgå till strax under 150 miljarder kronor vid slutet av prognosperioden (se diagram 8).

Diagram 8. Riksbankens innehav av värdepapper

Nominellt belopp, miljarder kronor



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

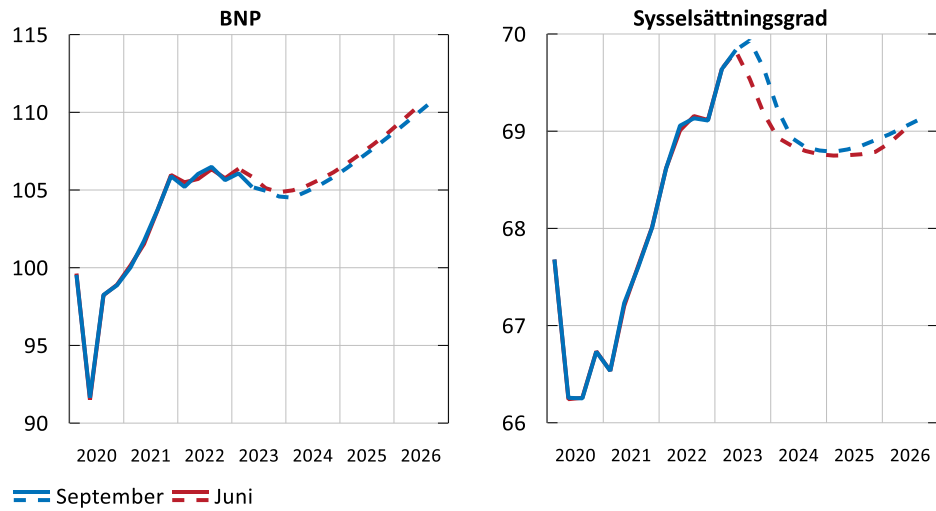
Källa: Riksbanken.

Inflationen sjunker mot målet när efterfrågan mattas av

Styrräntan är på en åtstramande nivå, vilket bidrar till att dämpa efterfrågan i ekonomin. Det är nödvändigt för att inflationen ska sjunka tillbaka mot målet inom rimlig tid. Riksbankens prognos innebär att BNP förväntas sjunka något framöver, samtidigt som utvecklingen på arbetsmarknaden dämpas ytterligare (se diagram 9). Tillsammans med en förväntad måttlig förstärkning av kronan de kommande åren bidrar det till att inflationen faller tillbaka. I och med att energipriserna förväntas falla snabbt väntas KPIF-inflationen hamna nära målet 2024. Det tar lite längre tid för inflationen mätt med KPIF exklusive energi att hamna nära 2 procent (se diagram 10). Prognoserna beskrivs närmare i kapitel 3.

Diagram 9. BNP och sysselsättningsgrad i Sverige

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

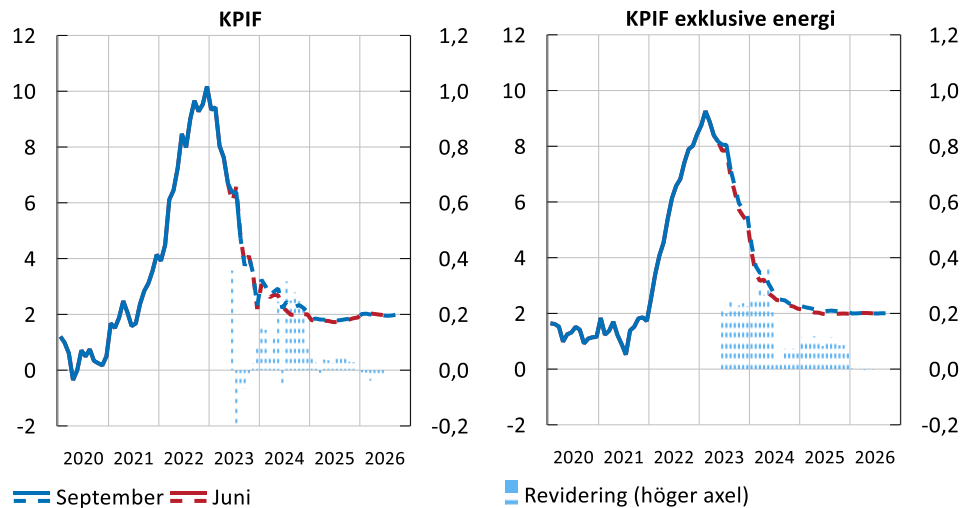


Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: SCB och Riksbanken.

Diagram 10. KPIF och KPIF exklusive energi

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



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

Källor: SCB och Riksbanken.

1.3 Konjunkturutsikterna fortsatt mycket osäkra

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

Även om el- och livsmedelspriserna har sjunkit tillbaka är det svårt att säga hur de ska utvecklas framöver. Både geopolitiken och klimat- och väderrelaterade faktorer bidrar till osäkerheten. I slutet av februari förra året inledde Ryssland sin invasion av Ukraina. En påtaglig ekonomisk effekt av kriget var att el- och livsmedelspriserna steg kraftigt under fjolåret. Världsmarknadspriserna på råvaror liksom elpriserna har visserligen fallit tillbaka en hel del den senaste tiden, men hur utvecklingen blir under kommande år är fortsatt osäkert. Att utvecklingen på råvarumarknaderna kan svänga snabbt illustreras av att oljepriset åter har stigit kraftigt under sommaren. Livsmedelspriserna skulle också kunna börja stiga igen, till exempel om det uppstår nya problem med transporterna från Ukraina till övriga Europa. När det gäller den klimat- och väderrelaterade osäkerheten har vissa risker minskat något sedan i juni, exempelvis när det gäller årets livsmedelsskördar i Europa. Men för prognosperioden som helhet kvarstår riskerna.

Två faktorer som kan dämpa konjunkturutsikterna i världsekonomin oväntat mycket – och som delvis hänger ihop – är den svaga utvecklingen i den kinesiska och tyska ekonomin. Under en följd av år har Kina agerat draglok åt den globala tillväxten. Men sedan ekonomin återöppnades tidigare i år har utvecklingen varit betydligt svagare än förväntat, bland annat på grund av den vikande fastighetsmarknaden. Om den kinesiska tillväxten fortsätter att vara svagare än förväntat skulle det inverka negativt på tillväxtutsikterna i världsekonomin. Tyskland missgynnas redan nu av den svaga industrikonjunkturen globalt och skulle drabbas ytterligare om Kinas tillväxtutsikter försämras, på grund av sin relativt stora export dit. Eftersom Sverige har en omfattande handel med Tyskland skulle en kraftig inbromsning där i sin tur få en negativ effekt även på den svenska tillväxten.

Den svenska realekonomin kan påverkas negativt av den högt belånade kommersiella fastighetssektorn. Några bolag har redan hamnat i svårigheter nu när räntorna har stigit. Men det är stora skillnader mellan olika fastighetsbolag, och de med starkare balansräkningar är bättre rustade för ett högre ränteläge (se faktarutan ”Tudelning i den kommersiella fastighetssektorn” i kapitel 2). Bankerna har dessutom goda förutsättningar att fortsätta ge krediter till livskraftiga bolag, och många fastighetsbolag försöker nu minska sin skuldsättning. Men problemen i de högt skuldsatta bolagen utgör ändå en risk för den svenska ekonomin.⁶

Prognosen för hushållens konsumtion i Sverige är mycket osäker, med risker på både upp- och nedsidan. Hushållens räntekänslighet är hög, ur såväl ett historiskt som ett internationellt perspektiv.⁷ Risken finns att deras efterfrågan kommer att dämpas mer än väntat när räntehöjningarna väl får full effekt. Hushållen överlag byggde dock upp ett stort sparande under pandemin, och uppskattningar tyder på att de kan ha en hel

⁶ Se *Finansiell stabilitet* 2023:1, Sveriges riksbank.

⁷ Se ”Allt fler väljer rörlig ränta”, faktaruta i *Finansiell stabilitet* 2023:1, Sveriges riksbank.

del sparkapital kvar (se fördjupningen ”Hushållens sparande ökade tydligt under pandemin”). Om de skulle välja att använda mer av sparandet till konsumtion framöver skulle efterfrågan kunna utvecklas starkare än Riksbankens prognos. Men bland annat eftersom det saknas aktuella mikrodata över hur sparande är fördelat mellan hushållen är det svårt att bedöma hur de kommer att agera. Ytterligare en faktor som skulle kunna leda till en oväntat hög konsumtionsefterfrågan är att den svenska arbetsmarknaden under det senaste året har utvecklats starkare än väntat. Om den utvecklingen består skulle de disponibla inkomsterna, och därmed också efterfrågan, sannolikt bli högre än i prognosen.

Även bostadsmarknaden skapar osäkerhet i den svenska ekonomin. Under förra året sjönk priserna snabbt. Men i år har de stabiliserats och till och med stigit något, trots att boräntor höjts ytterligare. Samtidigt är omsättningen ovanligt låg, vilket gör utvecklingen framöver svår att bedöma. Riksbankens prognos är att priserna kommer att falla något under hösten, för att så småningom åter börja stiga något. Om prisutvecklingen i stället fortsätter på årets trend kan bostadpriserna bli högre än i prognosen. Då skulle framför allt hushållens konsumtion kunna utvecklas starkare än förväntat och möjligen också bostadsinvesteringarna. Men det finns även en risk för att priserna sjunker ännu mer än vad som nu antas när bostäder behöver säljas till lägre priser. Effekten på efterfrågan och inflationen blir då den omvända.

1.4 Alternativa scenarier för inflationen och penningpolitiken

De risker som beskrivits ovan kan påverka inflationsutsikterna och penningpolitiken i Sverige, så att styrräntan blir en annan än i huvudscenariot (prognosen). I scenarierna som beskrivs här ska vi titta närmare på hur sådana risker skulle kunna leda till en annan utveckling av inflationen och penningpolitiken än i prognosen. Därför beskriver vi i detta avsnitt två scenarier för inflationen: ett där inflationen blir högre än väntat och ett där inflationen sjunker snabbare än i huvudscenariot.⁸

Det första scenariot där inflationen blir högre än i prognosen tar sin utgångspunkt i förnyade utbudsstörningar i den globala ekonomin. Som beskrevs i avsnitt 1.3 kan sådana störningar inträffa som en följd av såväl ökad geopolitisk oro som klimat- och väderrelaterade problem och exempelvis leda till högre priser på energi- och livsmedel på världsmarknaden. I scenariot antas den realekonomiska utvecklingen bli svagare än i prognosen samtidigt som inflationen blir högre. Det följer det normala mönstret vid utbudsstörningar, då BNP och priser utvecklas åt olika håll. I det andra scenariot antas att efterfrågan utvecklas svagare än väntat. Som beskrivs i avsnitt 1.3 kan det inträffa av flera olika skäl, både till följd av utvecklingen i omvärlden och faktorer relaterade till den svenska ekonomin. I ett sådant scenario blir inflationen lägre än i prognosen, samtidigt som realekonomin utvecklas svagare än väntat.

⁸ Scenarierna baseras på simuleringar i Riksbankens makroekonomiska modell MAJA, precis som de som publicerades i den penningpolitiska rapporten i april och juni.

Nya utbudsstörningar driver upp inflationen och motiverar en stramare penningpolitik, trots sämre realekonomisk utveckling

I det första scenariot antas att utbudsstörningarna leder till *direkta* effekter på energi- och livsmedelspriser. Men det antas dessutom uppstå *indirekta effekter* och *andra-handseffekter*. Det är i linje med forskning som tyder på att hushållens inflationsförväntningar påverkas mycket av just energi- och livsmedelspriser.⁹

I tidigare scenarier med en oväntat hög inflation har två penningpolitiska alternativ visats: inledningsvis samma penningpolitik som i huvudscenariot och därefter en penningpolitisk reaktion som försöker stävja den högre inflationen.¹⁰ En skillnad nu är att vi inledningsvis ska titta på utvecklingen då penningpolitiken reagerar och försöker stävja den högre inflationen. Därefter ska vi titta på en utveckling då penningpolitiken *inledningsvis* inte reagerar men *så småningom* tvingas göra det, eftersom inflationen annars skulle bita sig fast på en nivå över målet under en längre tid.

Den högre inflationen i scenariot illustreras av den ljusblå linjen i den vänstra bilden i diagram 11. I scenariot skulle tillväxten utvecklas svagare än i prognosen, vilket framgår av den ljusblå linjen i diagram 12. I teorin skulle det innebära att man måste göra en avvägning mellan att stabilisera realekonomin och att dämpa inflationen. Men i dagens situation då inflationen är alldeles för hög ligger fokus på att få ned inflationen. Därför antas i scenariot att styrräntan höjs till en nivå mellan 0,5 och 1 procentenhet över prognosen i huvudscenariot, som visas i den ljusblå linjen i den högra bilden i diagram 11. Styrräntan skulle börja höjas mer än i huvudscenariot relativt omgående, för att förhindra att inflationen biter sig fast i ett läge när den redan är för hög. En sådan penningpolitik skulle bidra till att inflationen stabiliseras kring målet inom en tvåårsperiod.

Vi ska nu titta på ett alternativ då penningpolitiken inledningsvis inte reagerar på den oväntat höga inflationen. Alternativet illustreras av de röda linjerna i bilderna i diagram 11 och diagram 12. Trots att inflationen överraskar på uppsidan följer Riksbanken inledningsvis den tidigare planen och håller styrräntan på en nivå kring 4 procent. Man kan fråga sig varför penningpolitiken skulle bedrivas på det sättet. Några anledningar skulle kunna vara att man fäster stor vikt vid att stabilisera realekonomin, i ett läge då konjunkturen redan försvagas, eller att man underskattar bredden i inflationsuppgången.

I scenariot antas dock den uteblivna penningpolitiska reaktionen leda till att inflationsförväntningarna stiger vilket gör att inflationen riskerar att inte stabiliseras kring målet ens på lång sikt. Därför höjs styrräntan så småningom när de här problemen blir tydliga. Men för att stabilisera inflationen kring målet inom prognosperioden skulle styrräntan behöva höjas mycket mer än om man hade reagerat tidigare. Som framgår av diagram 12 skulle realekonomin på kort sikt kunna utvecklas starkare om penningpolitiken inte reagerar, men på längre sikt blir utvecklingen sämre. Det hänger

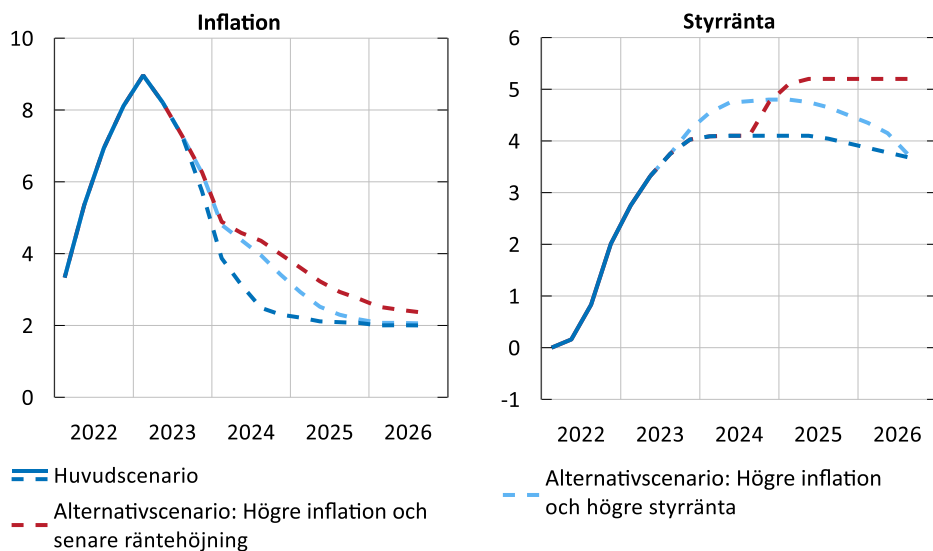
⁹ Se exempelvis tal av Anna Breman, "Hushåll drabbas olika när inflationen är hög – men alla påverkas negativt och därför måste den ner", Annual Congress of the European Economic Association, publicerat den 30 augusti 2023, Sveriges riksbank.

¹⁰ Se exempelvis fördjupningen "Alternativa scenarier för inflationen och penningpolitiken", *Penningpolitisk rapport*, november 2022, Sveriges riksbank.

samman med de stora räntehöjningar som skulle krävas för att återställa förtroendet för inflationsmålet när inflationsförväntningarna väl börjat driva iväg uppåt.

Diagram 11. Scenario med högre inflation än i huvudscenariot

Årlig procentuell förändring (vänster) respektive procent (höger)

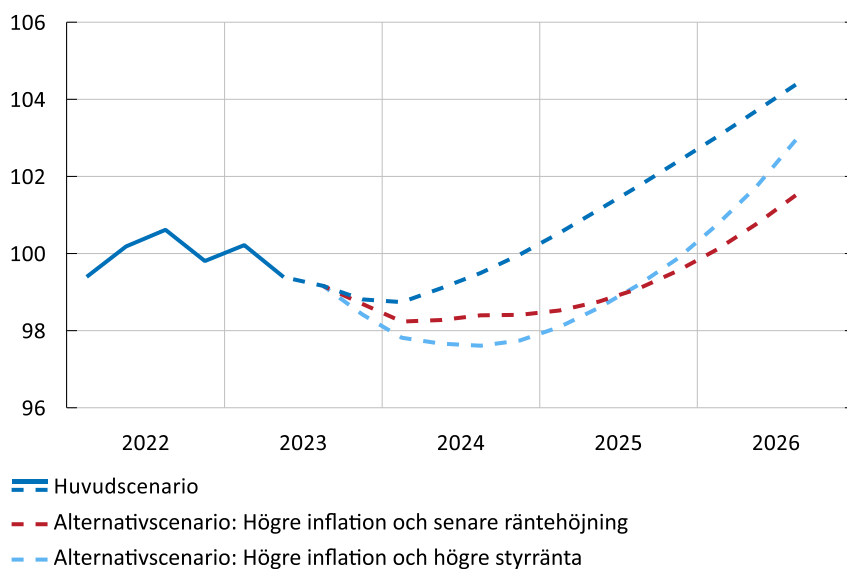


Anm. Inflationen avser KPIF exklusive energi. Heldragen linje avser utfall, streckade linjer avser scenarier.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 12. BNP i scenariot med högre inflation

Index, 2019 kv4 = 100, säsongsrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken.

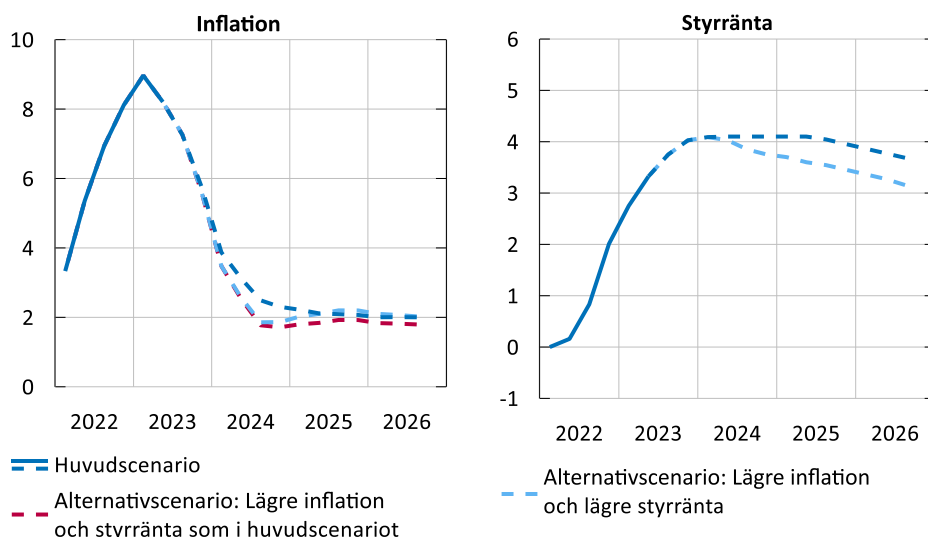
Lägre efterfrågan sänker både tillväxten och inflationen men det kan ändå finnas skäl att vänta något med räntesänkningar

Efterfrågan kan bli svagare än i Riksbankens prognos av många skäl som kan härröra från både globala och inhemska faktorer. Exempelvis kan utvecklingen i Kina och Tyskland bli svagare och påverka efterfrågan i den globala ekonomin negativt eller också kan hushållen i Sverige minska sin konsumtion mer än väntat (se avsnitt 1.2).

När efterfrågan sjunker minskar bland annat möjligheterna för företagen att föra över kostnadsökningar till priserna i konsumentledet. Inflationen blir därför lägre än i huvudscenariot, vilket illustreras av de ljusblå och röda linjerna i den vänstra bilden i diagram 13.

Diagram 13. Scenario med lägre inflation än i huvudscenariot

Årlig procentuell förändring (vänster) respektive procent (höger)



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

Källor: SCB och Riksbanken.

I scenariot med lägre inflation ska vi först titta på utvecklingen då penningpolitiken reagerar och därefter titta på alternativet då den inte gör det.

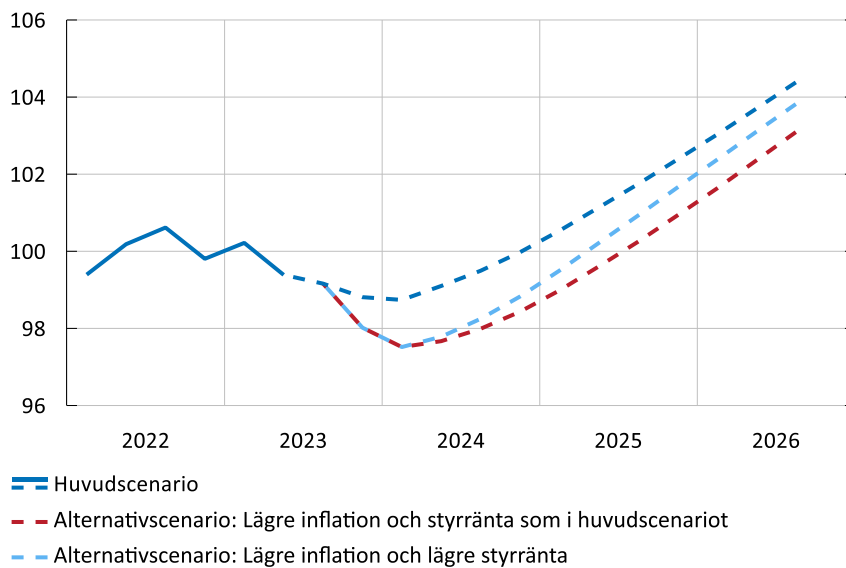
I dagens situation skulle en lägre inflation än väntat vara ett betydligt mindre problem än en oväntat hög inflation. Även om vi tillåter att penningpolitiken reagerar antas det i scenariot därför dröja en tid innan styrräntan sänks, trots inflationen blir oväntat låg. Den ljusblå linjen i den högra bilden i diagram 13 visar en tänkbar penningpolitik i ett scenario med en lägre inflation än väntat. Räntan börjar sänkas först en bit in på nästa år, när indikatorer i form av exempelvis månadsförändringar i prisnivå tyder på att inflationen redan är nära målet. Med hjälp av den lägre räntan skulle inflationen efter ett tag stabiliseras närmare 2 procent, vilket framgår av den ljusblå linjen i den vänstra bilden i diagram 13. I och med att penningpolitiken inte behöver vara lika åtstramande för att få ner inflationen blir också den realekonomiska utvecklingen starkare än annars, så att BNP-nivån och arbetslösheten så småningom hamnar

ganska nära Riksbankens prognos. Det framgår av de ljusblå och mörkblå linjerna i diagram 13.

Vi kan också titta på alternativet då penningpolitiken bedrivs som i prognosen, trots att inflationen och efterfrågan utvecklas svagare än väntat. Det illustreras av de röda linjerna i diagram 13 och diagram 14. Inflationen skulle sjunka under målet även på lite sikt, samtidigt som återhämtningen i BNP skulle gå långsammare, jämfört med om styrräntan skulle börja sänkas under nästa år.

Diagram 14. BNP i scenariot med lägre inflation

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken.

Flera andra tänkbara scenarier för inflationen och penningpolitiken framöver

Scenarierna som illustrerats här syftar till att beskriva hur penningpolitiken kan tänkas reagera om inflationen blir högre eller lägre än i Riksbankens prognos. Vi såg att en svagare tillväxt än i prognosen skulle kunna vara förenlig med både en högre och lägre inflation än väntat. I några tidigare publicerade scenarier har i stället inflationen blivit antingen högre eller lägre än väntat, trots att realekonomin utvecklats som i prognosen. Många kombinationer av händelser kan alltså föranleda en oväntad utveckling av inflationen. Därför är det svårt att i förväg säga exakt hur penningpolitiken i praktiken kan komma att behöva reagera på oförutsedda händelser för att återföra inflationen till målet.

2 Den åtstramande penningpolitiken påverkar hushållen och företagen

Centralbankerna kommunicerar att penningpolitiken har en åtstramande effekt på ekonomin och att sänkningar av styrräntor kan ligga långt fram i tiden. Marknadsaktörer förväntar sig att styrräntor börjar sänkas inom det närmaste året men förväntningarna på räntesänkningar har minskat sedan slutet av juni. Det har bidragit till att de amerikanska marknadsräntorna med långa löptider har stigit. Kronan stärktes i början av juli men har sedan dess åter försvagats och är i nuläget något svagare än vid det penningpolitiska beslutet i juni.

Styrräntehöjningarna har fått relativt snabbt genomslag i den svenska ekonomin då många hushåll är högt skuldsatta och har korta räntebindingstider. Företagens kredittillväxt bromsar in och tillväxten i hushållens upplåning är mycket låg. Samtidigt är dock läget på arbetsmarknaden alltför starkt och investeringarna utanför bostadssektorn utvecklas väl. Räntehöjningarna tynger delar av fastighetssektorn, men variationen inom sektorn är stor. Många fastighetsbolag har fortsatt en god finansiell ställning. Transmissionen av Riksbankens penningpolitik till de räntor som hushållen och företagen möter bedöms fungera väl.

2.1 Stabila finansiella marknader och stigande marknadsräntor

Styrräntor på åtstramande nivåer

I likhet med Riksbanken har de flesta andra centralbanker höjt sina styrräntor snabbt under det senaste dryga året (se diagram 15 och tabell 1).¹¹ Styrräntorna är på åtstramande nivåer och under våren och sommaren har takten i styrräntehöjningarna växlat ner. Många centralbanker uppger att de tar sina beslut "möte för möte" och framhäver vikten av att beakta inkommande data. Samtidigt kommunicerar de att det kan behövas styrräntor på åtstramande nivåer under en längre tid för att få bukt med inflationen. I juli valde den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, att höja målintervallet för Federal funds-räntan efter att ha lämnat målintervallet oförändrat i juni. Vid sitt möte i september beslöt den Europeiska centralbanken (ECB) att höja styrräntan med 0,25 procentenheter. ECB framhöll att styrräntan har nått nivåer som

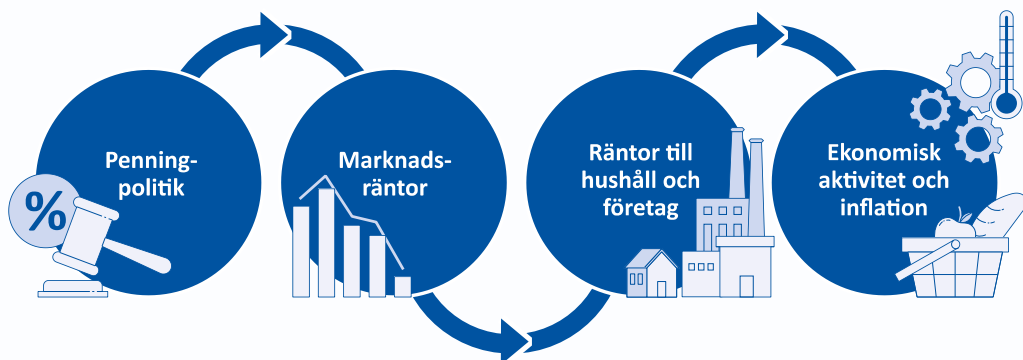
¹¹ Ett undantag bland tongivande internationella centralbanker är den kinesiska centralbanken som tvärt emot lättar på penningpolitiken för närvarande. Orsaken är den inhemska ekonomiska och finansiella utvecklingen (se kapitel 3). Utöver det har företrädare för Bank of Japan signalerat att penningpolitiken kan komma att stramas åt framöver.

om de upprätthålls under tillräckligt lång tid kommer att bidra till att inflationen återgår till målet inom en rimlig tid och underströk samtidigt att styrräntan kommer att vara på en åtstramande nivå så länge det behövs. Den brittiska centralbanken har fortsatt att kommunicera behovet av en stramare penningpolitik.

Prissättningen av terminskontrakt på korta penningmarknadsräntor tyder på att marknadsaktörer förväntar sig att styrräntetoppen i många fall är nära och inom ett år förväntar sig marknadsaktörer lägre styrräntor (se diagram 15). Situationen i Storbritannien sticker ut i så mån att räntehöjningarna förväntas pågå in på nästa år. Jämfört med i juni har förväntningarna på styrräntan på medellång sikt stigit framför allt i USA men även till viss del i Sverige.

Transmissionen – från penningpolitik till inflation¹²

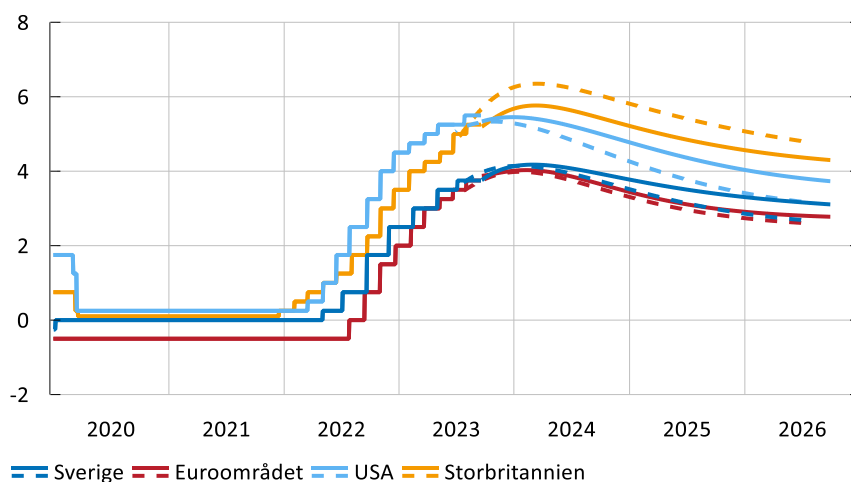
Styrräntan har en direkt effekt på korta marknadsräntor, som räntorna på interbanklån och statsskuldväxlar. Men förväntningar kring den framtida styrräntan påverkar även utvecklingen av marknadsräntor med längre löptider, som räntorna på statsobligationer, säkerställda obligationer och företagsobligationer.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



¹² Faktarutan beskriver i korthet hur penningpolitiken påverkar inflationen via de räntor som hushåll och företag möter. Men penningpolitiken fungerar även via andra kanaler. En viktig sådan är effekten penningpolitiken har på inflationsförväntningarna, som i sin tur påverkar pris- och lönebildningen. Exempel på ytterligare kanaler är växelkursen och hushållens förmögenheter. För en mer detaljerad beskrivning av transmissionsmekanismen se: <https://www.riksbank.se/sv/penningpolitik/vad-ar-penningpolitik/sa-paverkar-penningpolitiken-inflationen/>.

Diagram 15. Styrräntor och styrränteförväntningar enligt marknadsprissättningen

Procent



Anm. Diagrammet visar styrräntor samt marknadsbaserade förväntningar på framtida styrräntor. Heltäckande linjer avser förväntningar 2023-09-18. Streckade linjer avser förväntningar strax före det penningpolitiska beslutet i juni.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken.

Tabell 1. Penningpolitiken i omvärlden

	Styrränta i början av 2022	Aktuell styrränta	Förväntad styrränta vid slutet av december 2023	Status på värdepappersinnehaven
ECB	-0,50	4,00	4,1	Kompenserar för en del av förfallen i en av tillgångsportföljerna ¹³
Federal Reserve	0-0,25	5,25-5,50	5,4	Kompenserar för en del av förfallen
Bank of England	0,25	5,25	5,6	Påbörjade försäljningar under hösten 2022
Norges Bank	0,50	4,00	4,2	Har inte köpt några tillgångar i penningpolitiskt syfte
Bank of Canada	0,25	5,00	5,2	Inga kompensationsköp
Riksbanken	0	4,00	4,1	Påbörjade försäljningar i april 2023

Anm. Procent. Styrräntan i början av 2022 avser den effektiva styrräntan 2021-12-31. Aktuell styrränta avser den effektiva styrräntan per 2023-09-20, förutom för Riksbanken där värdet avser den räntenivå som Riksbanken beslutar om 2023-09-20 och som blir effektiv 2023-09-27. Förväntad styrränta i slutet av december 2023 enligt marknadsprissättningen 2023-09-19 avrundad till närmaste tiondels procent. För förväntad styrränta i Norge används Norges Banks senast publicerade penningpolitiska rapport från 2023-06-22.

Källor: Bloomberg, nationella centralbanker och Riksbanken.

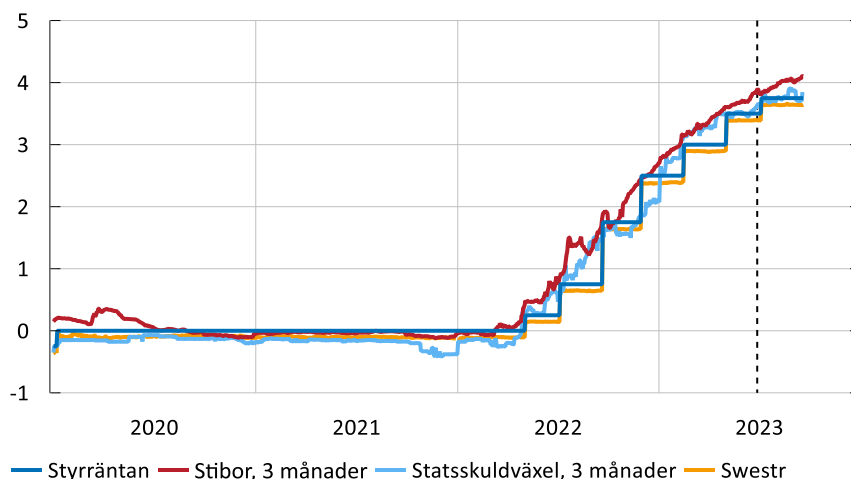
¹³ ECB avslutade kompensationsköpen för tillgångsportföljen APP (Asset Purchase Programme) från och med juli 2023. Kompensationsköpen för centralbankens andra tillgångsportfölj PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) planeras att fortsätta åtminstone till och med slutet av 2024.

Längre marknadsräntor har stigit

Sedan centralbankerna började höja styrräntorna har höjningarna fått genomslag i de korta och långa marknadsräntorna. Även i Sverige har korta och långa marknadsräntor stigit som följd av den åtstramande penningpolitiken (se diagram 16 och diagram 17). Under sommaren har marknadsräntor med långa löptider fortsatt att stiga något i USA (se diagram 17). Uppgången förklaras av minskade förväntningar om räntesänkningar på medellång sikt och stigande terminspremier. De högre terminspremierna beror bland annat på ett högre utbud av amerikanska statsobligationer och nedgraderingen av den amerikanska statens kreditbetyg. Även i Sverige har räntor på längre löptider stigit, bland annat på grund av stigande förväntningar om framtida styrräntor på medellång sikt.

Diagram 16. Riksbankens styrränta och korta marknadsräntor

Procent



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

Källor: SFBF, Refinitiv och Riksbanken.

Under förra året ökade skillnaden mellan räntor på obligationer som har högre kreditrisk än statsobligationer och så kallade swapräntor (se diagram 18).^{14,15} Dessa ränteskillnader ökar vanligtvis när osäkerheten är stor och investerarna söker sig till säkrare tillgångar. Räntorna på säkerställda obligationer har tidigare legat på ungefär samma nivå som räntorna på kommunobligationer. Skillnaden mellan räntorna på säkerställda obligationer och kommunobligationer har dock stigit något under det

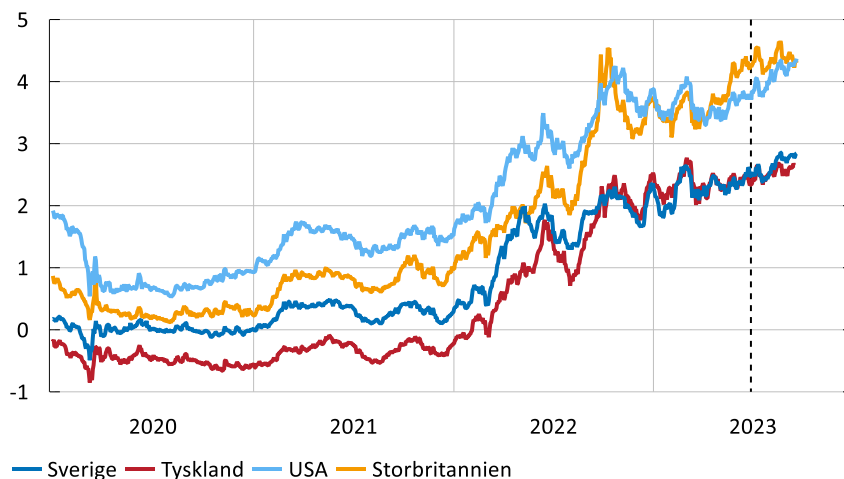
¹⁴ Riksbanken använder även begreppet riskfyllda obligationer för sådana med högre kreditrisk än statsobligationer. Med det avses t.ex. säkerställda obligationer, kommunobligationer och företagsobligationer.

¹⁵ Swapräntor avser vanligtvis den förväntade genomsnittliga nivån för Stibor med 3 månaders löptid vilken brukar ligga mycket nära styrräntan i tider då riskerna inom banksystemet är låga. Se faktarutan "Vad är en swapränta?" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2023, Sveriges riksbank.

senaste året.¹⁶ Under sommaren har rörelserna i de riskfyllda obligationsräntorna överlag varit små (se diagram 18).

Diagram 17. Statsobligationsräntor, 10 års löptid

Procent

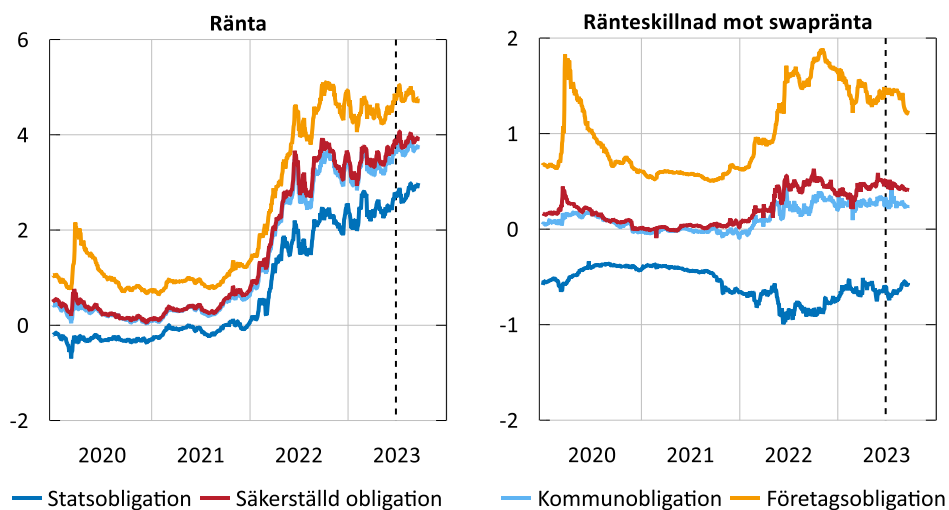


Anm. Räntor avser nollkupongräntor för Sverige, Tyskland och Storbritannien samt benchmarkräntor för USA. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

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

Diagram 18. Svenska räntor på olika obligationsslag, 5 års löptid

Procent (vänster) och procentenheter (höger)



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

Källor: Bloomberg, Refinitiv och Riksbanken.

¹⁶ Säkerställda obligationer har säkerhet i bolån och kallas i dagligt tal ofta för bostadsobligationer (även om den benämningen övergavs officiellt när nuvarande regelverk för säkerställda obligationer trädde ikraft 2006).

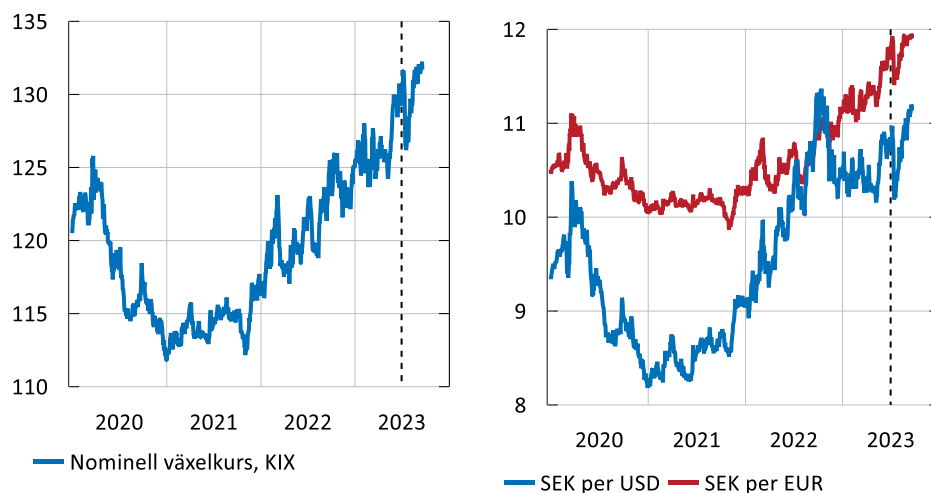
Stora rörelser i kronan

Sedan början av 2022 har kronan försvagats med drygt 13 procent, mätt med KIX-index (se diagram 19). Under samma period har också kronans växelkurs utvecklats svagare än Riksbankens prognoser. I fördjupningen ”Kronan kommer att stärkas på sikt” diskuteras tänkbara orsaker till denna utveckling.

Sedan det penningpolitiska beslutet i juni har kronkursen rört sig relativt mycket. En tydlig förstärkning i början av juli följdes av en svagare utveckling som medförde att kronan sammantaget försvagats med cirka 1,5 procent, mätt med KIX-index (se diagram 19). Den initiala förstärkningen av kronan sammanföll med att den amerikanska dollarn försvagades mot andra valutor, minskad osäkerhet på globala finansiella marknader, ett lägre inflationsutfall än väntat i USA och positiva besked i förhandlingarna om svenskt NATO-inträde. Därefter stärktes dollarn åter, vilket tillsammans med räntebesked från omvärldens centralbanker och ökad osäkerhet kan ha bidragit till den följande försvagningen av kronan.¹⁷ Kronan tenderar att ha en säsongsmässigt låg likviditet under juli månad. Det kan också ha bidragit till svängningarna i växelkursen.

Diagram 19. Nominell växelkurs mot KIX-index samt mot dollar och euro

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



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i 32 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Sedan den 28 mars 2022 är indexet beräknat mot 31 länder då den ryska rubeln exkluderats ur indexet. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

Källor: Macrobond Financial AB och Riksbanken.

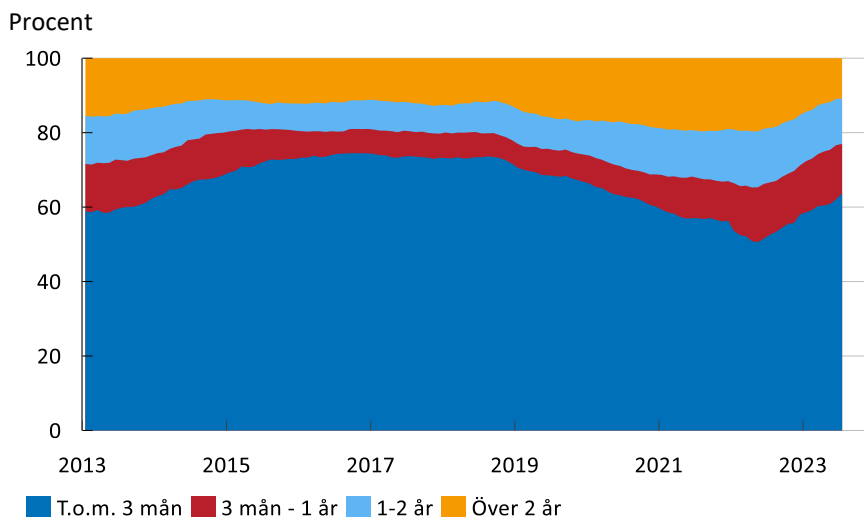
¹⁷ Bland annat är en svag utveckling för aktiemarknaden och ökad finansiell osäkerhet, mätt med volatilitetsmättet VIX, indikatorer på ökad upplevelse av risk.

2.2 Företagens och hushållens kredittillväxt på låga nivåer

Höga räntekostnader dämpar hushållens upplåning

Svenska hushåll har i genomsnitt stora lån i förhållande till sina inkomster och lånevolymer består till ungefär 80 procent av bostadslån.¹⁸ Jämfört med många andra länder är räntebindningstiden dessutom kort i Sverige (se även faktarutan "Penningpolitikens genomslag till räntekänsliga sektorer i ett europeiskt perspektiv"). Nästan 90 procent av lånevolymer har en återstående räntebindningstid på två år eller mindre (se diagram 20). Denna andel har också ökat tydligt sedan början av 2022 och har fortsatt öka under 2023. Det kan sannolikt förklaras av att de långa räntorna varit höga och att hushållen då valt lån med kortare bindningstider.¹⁹ Stora lån och korta bindningstider innebär att styrräntehöjningarna relativt snabbt påverkar hushållens ekonomi.²⁰

Diagram 20. Fördelning av hushållens återstående räntebindningstider



Anm. Avser stocken av utestående lån från monetära finansiella institut.

Källa: SCB.

Sedan början av 2022 har den genomsnittliga bolåneräntan för nya och omförhandlade lån stigit med drygt 3 procentenheter, se diagram 21. Detta motsvarar drygt 85 procent av de styrräntehöjningar som skett sedan 2022. Tittar man på samma utveckling sedan början av 2023 så har de genomsnittliga bolåneräntorna stigit med drygt 1 procentenhet vilket motsvarar ungefär 80 procent av de styrräntehöjningar som skett under samma period. Genomslaget av styrräntehöjningarna visar att den penningpolitiska transmissionen till dessa räntor fungerar väl.

¹⁸ Hushållens så kallade skuldkvot, det vill säga skulderna i förhållande till de disponibla inkomsterna, uppgår till ungefär 190 procent.

¹⁹ För mer information om detta, se fördjupningen "Allt fler hushåll väljer rörlig ränta" i *Finansiell stabilitetsrapport*, 2023:1, Sveriges riksbank.

²⁰ Se fördjupningen "Högre räntekänslighet i den svenska ekonomin" i *Penningpolitisk rapport*, september 2022, Sveriges riksbank.

Den genomsnittliga räntan i hushållens utestående lån har sedan 2022 stigit med cirka 2 procentenheter. Under denna period har drygt två tredjedelar av hushållens bolån nåtts av åtminstone någon del av räntehöjningarna i form av högre bolåneräntor. Bolåneräntorna med korta löptider är nu högre än för de med längre räntebindningstid men skillnaden dem emellan är samtidigt den minsta sedan styrräntehöjningarna inleddes (se diagram 22). En möjlig förklaring till detta är att marknaden bedömer att styrräntan nu är nära sin topp (se avsnitt 2.1).

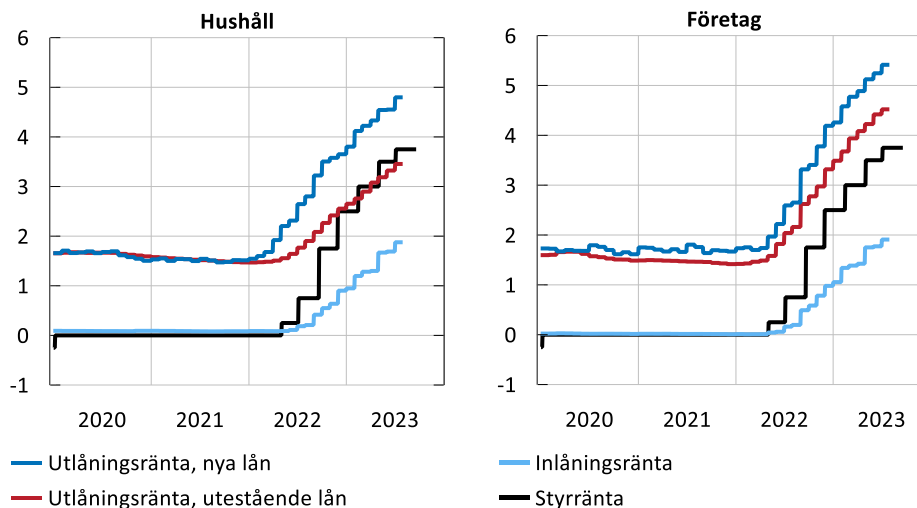
I takt med att räntorna har stigit har även den årliga tillväxttakten i hushållens bankupplåning sjunkit och i juli var den 0,9 procent (se diagram 23). Den svaga tillväxten innebär att bankupplåningen nu växer historiskt långsamt. Det finns flera förklaringar till att bolånen växer långsammare. Till exempel har högre räntor gjort det dyrare att äga en bostad, både direkt genom att bolåneräntan stiger och indirekt genom att bostadsrättsföreningar behöver ta ut högre avgifter för att betala av på sina lån. Priserna på bostäder har sjunkit sedan 2022 vilket såväl begränsar hushållens låneutrymme som minskar deras lånebehov. Dessutom kan många vara osäkra på vad som händer med bostadspriserna framöver vilket gör dem försiktiga med att ta nya lån.

Den stora majoriteten av hushållens lån består av bolån men hushållen har också konsumtionslån och en del övriga lån.²¹ Tillväxttakten för dessa lån har minskat tydligt vilket delvis kan bero på att de högre räntorna har medfört att större köp och investeringar som kräver lånefinansiering har blivit betydligt dyrare.

²¹ Enligt SCB har den årliga tillväxttakten för hushållens konsumtionslån ökat sedan i juni från 0,4 procent till 0,6 procent. Tillväxttakten för övriga lån har minskat och är fortsatt avtagande från -1,2 procent i juni till -1,5 procent i juli.

Diagram 21. Styrränta samt genomsnittliga in- och utlåningsräntor på nya lån respektive utestående lån

Procent



Anm. Volymviktade medelvärden av monetära finansiella instituts in- respektive utlåningsräntor på samtliga löptider. Hushållens utlåningsränta avser lån för bostadsändamål. Nya lån avser även omförhandlade lån.

Källor: SCB och Riksbanken.

Även företagens kredittillväxt bromsar in

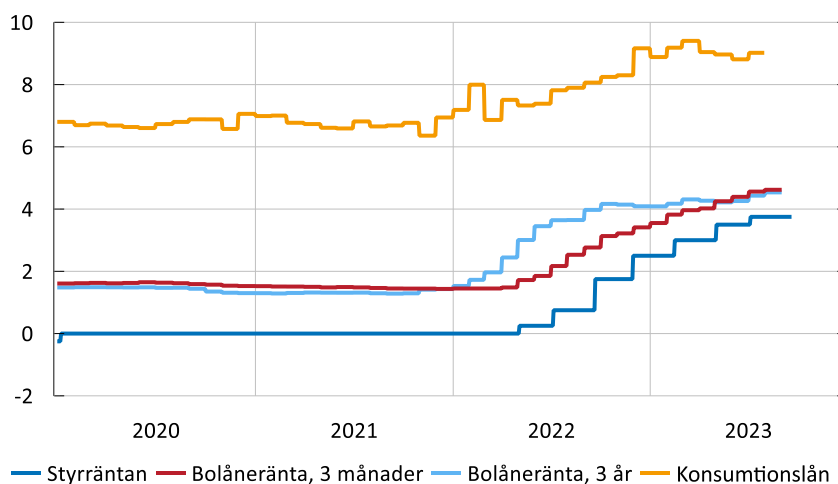
Svenska företag finansierar sig främst på två sätt: genom att ta banklån, vilket är vanligast, och genom att ge ut certifikat och obligationer. Likt hushållen har företagen främst banklån med korta räntebindingstider vilket gör att även de nås snabbt av styrräntehöjningar.²² Den genomsnittliga räntan på nya och omförhandlade lån för företag har stigit i samma utsträckning som styrräntan sedan början av 2022. Den genomsnittliga räntan på utestående lån har stigit med drygt 3 procentenheter under samma period (se diagram 21 och faktarutan ”Penningpolitikens genomslag till räntekänsliga sektorer i ett europeiskt perspektiv”). Detta innebär att ungefär en femtedel av styrränt ökningen ännu inte har nått ut till företagen men kan väntas göra det i takt med att lånen omförhandlas. Transmissionen till företagsräntorna är därmed god och i linje med sitt historiska mönster.

Tillväxttakten i företagens finansiering kan också visa i vilken utsträckning styrräntehöjningarna påverkar företagens möjligheter och vilja att ta nya lån. Den årliga tillväxttakten i bankupplåningen har successivt minskat sedan den toppade sommaren 2022 och minskningen har fortsatt sedan den penningpolitiska rapporten i juni (se diagram 23). Därtill har finansieringen via utgivning av räntebärande värdepapper har minskat tydligt jämfört med föregående år.

²² Enligt SCB har ungefär 90 procent av banklånen en ursprunglig löptid på ett år eller mindre, vilket medför att även räntebindingstiden på dessa lån är ett år eller mindre.

Diagram 22. Riksbankens styrränta och utlåningsräntor till hushåll

Procent

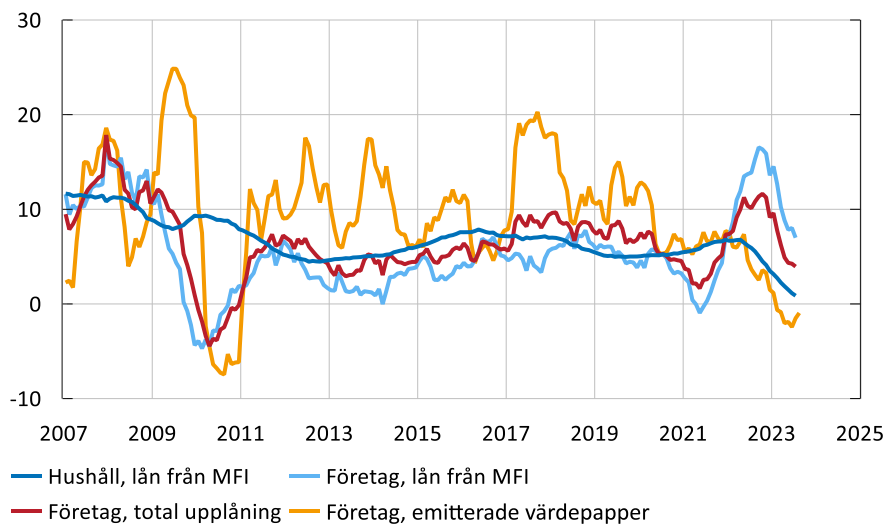


Anm. Bolåneräntorna utgör ett genomsnitt av faktiska bolåneräntor från Länsförsäkringar Bank, Nordea, SBAB, SEB, SHB och Swedbank. Dagsdata för styrräntan, månadsdata för övriga räntor.

Källor: Respektive bolåneaktör, SCB och Riksbanken.

Diagram 23. Hushållens och företagens upplåning

Årlig procentuell förändring



Anm. Monetära finansiella institut (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.

Högre utlånings- och inlåningsräntor

Vilka räntor som bankerna erbjuder på lån till hushåll och företag beror till stor del på deras kostnader för att finansiera lånen.²³ Bankerna finansierar sig antingen genom att ge ut obligationer och andra värdepapper eller genom att låna från allmänheten. En stor del av bankernas marknadsfinansiering utgörs av säkerställda obligationer. Räntorna för dessa är relativt oförändrade sedan det penningpolitiska beslutet i juni (se diagram 18).

De genomsnittliga inlånings- och utlåningsräntorna till hushåll och företag har stigit sedan den penningpolitiska rapporten i juni (se diagram 21). Inlåningen utgör en viktig del av bankernas finansiering och graden av genomslag från styrränteförändringar påverkar bankernas räntenetto. Sedan början av 2022 har bankernas räntenetto stigit.

²³ Även andra faktorer som t.ex. konkurrens och risk spelar förstås också roll.

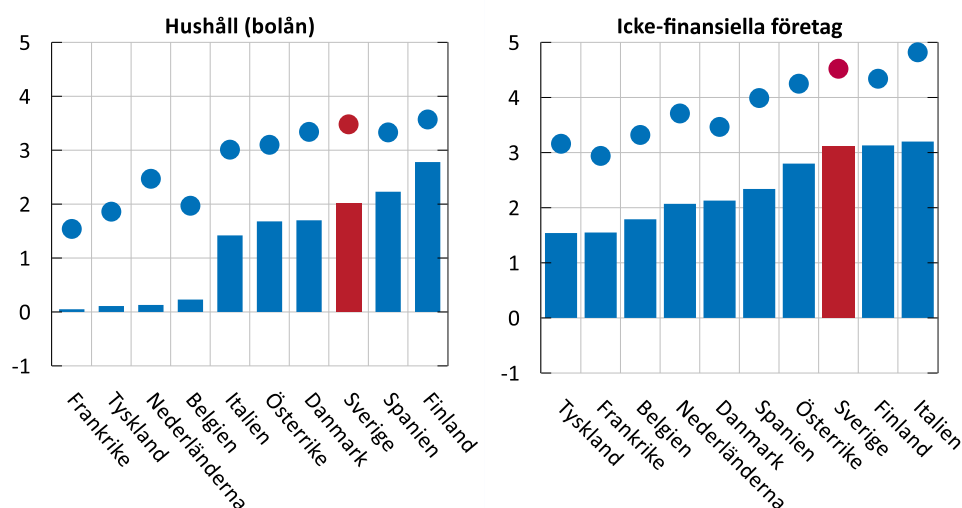
FAKTA – Penningpolitikens genomslag till räntekänsliga sektorer i ett europeiskt perspektiv

Räntekänsligheten i den svenska ekonomin har ökat trendmässigt de senaste trettio åren, vilket talar för att styrräntan inte behöver höjas lika mycket för att få samma stabiliseringspolitiska effekt jämfört med tidigare.²⁴ Inkommande data visar också att penningpolitiken har haft effekt på de delar av den svenska ekonomin som är mest räntekänsliga (se kapitel 3). Detta dämpar efterfrågan, vilket är nödvändigt för att inflationen ska falla tillbaka mot målet inom en rimlig tid (se kapitel 1).

Denna bedömning blir än tydligare i en jämförelse med andra europeiska länder. Såväl Riksbanken som den Europeiska centralbanken och Danmarks Nationalbank har höjt styrräntorna med omkring fyra procentenheter sedan inledningen av 2022. En jämförelse mellan länder visar att ränteförändringarna har fått ett genomslag ungefär i linje med hur räntekänsliga ekonomierna är.

Diagram 24. Räntenivåer samt förändring av räntenivåer sedan slutet av 2021

Räntenivå (bubblor) procent respektive ränteförändring (staplar) procentenheter



Anm. Avser utestående stock av lån från MFI. Innehåller inte kapitalmarknadsupplåning och är heller inte justerad för effekten av derivatinstrument. Sista notering avser juli 2023.

Källor: ECB, Statistics Denmark och SCB.

I jämförelse med hushållen i många andra europeiska ekonomier är de svenska förhållandevis högt skuldsatta (se diagram 25). De svenska hushållens genomsnittliga räntebindningstider är därtill jämförelsevis korta (se diagram 20). Detta har inneburit att de senare årens ränteuppgång har fått ett betydligt större genomslag på den genomsnittliga räntan i bolånestocken i Sverige än i exempelvis Tyskland eller Nederländerna (se diagram 24).²⁵

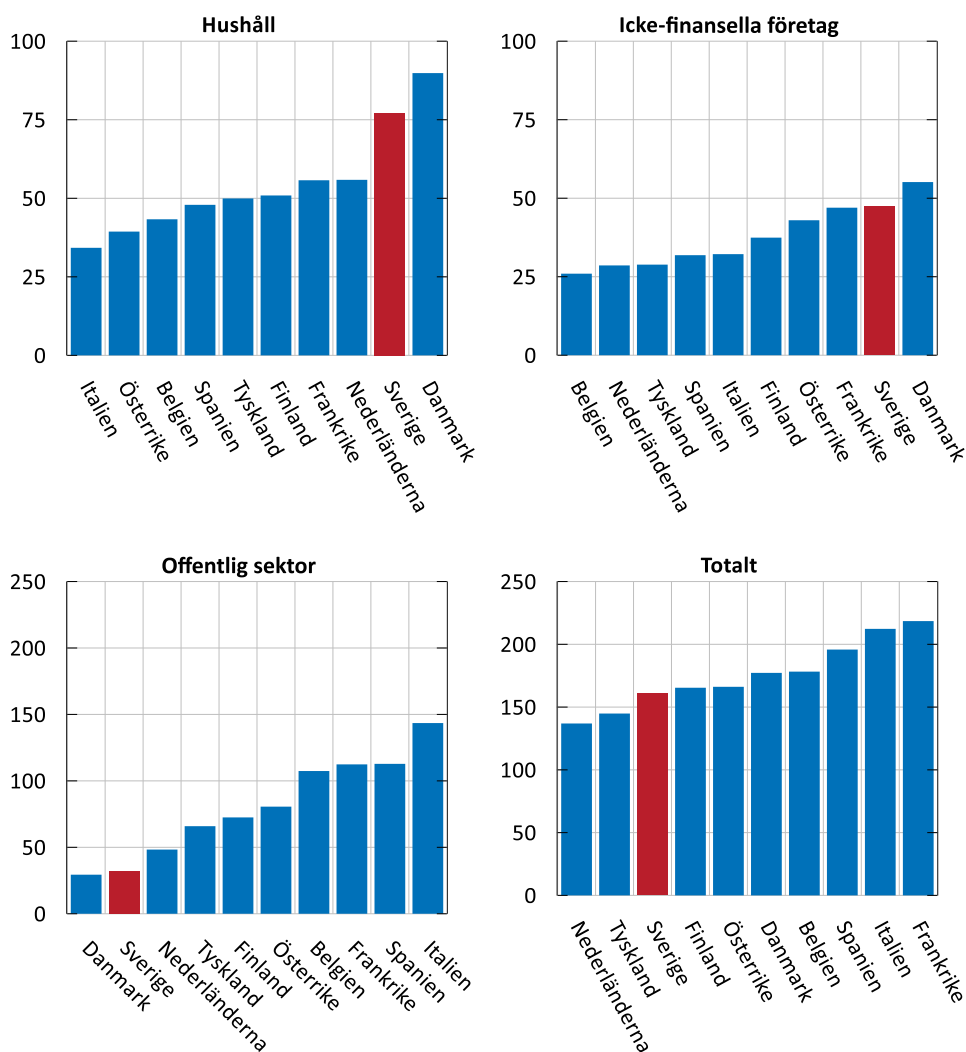
²⁴ Se fördjupningen "Högre räntekänslighet i den svenska ekonomin" i *Penningpolitisk rapport*, september 2022, Sveriges riksbank.

²⁵ Notera att dessa beräkningar inte tar hänsyn till avdragsmöjligheter för räntekostnader, något som skiljer sig mellan länder. Sverige har en jämförelsevis hög avdragsrätt för räntekostnader.

De svenska icke-finansiella företagen har också en något högre skuldsättning än genomsnittet i Europa. En jämförelse av företagens låneräntor visar att skillnaderna i ränteuppgång mellan länder visserligen är mindre än för hushållen, men att Sverige haft en stor ökning av räntekostnaderna jämfört med andra länder (se diagram 24).

Diagram 25. Skuldsättning i olika länder

Skuldstockar, procent av BNP



Anm. Ej säsongrensade data. "Totalt" avser summan av hushållens, de icke-finansiella företagens och den offentliga sektorns skuld i procent av BNP. Data avser andra kvartalet 2023.

Källor: ECB och Eurostat.

En hög skuldsättning hos hushåll och företag i kombination med ett högt genomslag från styrräntor till finansieringskostnader har alltså gjort att transmissionen av penningpolitiken till realekonomin förefaller ha varit starkare i Sverige än i många andra europeiska länder. Påverkan på den svenska ekonomin kan samtidigt förväntas vara mindre utdragen, än i de ekonomier där genomslaget på finansieringskostnaderna ännu inte varit lika stort. Detta eftersom de genomsnittliga finansieringskostnaderna för hushåll och företag i Sverige torde sluta stiga förhållandevis snart efter att

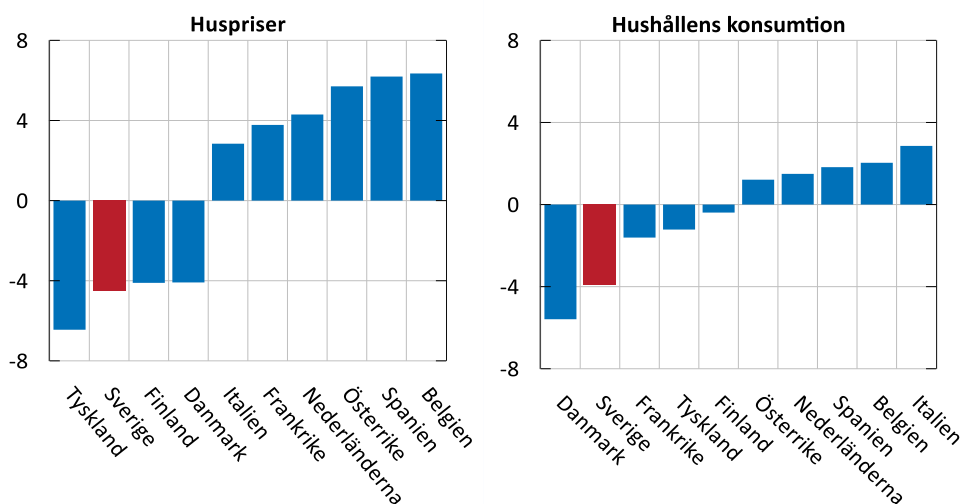
styrräntan har nått sin topp, medan snitträntor i ett antal andra länder kan förväntas fortsätta stiga under ett antal år framöver.

Ett antal ytterligare faktorer balanserar bilden av den svenska ekonomins räntekänslighet. Hushållssektorn är visserligen högt skuldsatt, men har även ett jämförelsevis högt sparande i internationell jämförelse, se fördjupningen ”Hushållens sparande ökade tydligt under pandemin”. Andelen bankinlåning i sparandet har därtill ökat på senare år och de stigande räntorna ger även hushållen ökade ränteinkomster. Till följd av den låga skuldsättningen hos den svenska offentliga sektorn, är dessutom de icke-finansiella delarna av den svenska ekonomin sammantaget jämförelsevis lågt skuldsatt (se diagram 25).

Som förväntat är det de räntekänsliga delarna av den svenska ekonomin som påverkats mest av räntehöjningarna. Bostadspriserna har fallit jämförelsevis mycket i Sverige sedan 2021 (se diagram 26), något som även bostadsinvesteringarna har gjort (se kapitel 3).²⁶ Därtill har hushållskonsumtionen utvecklats jämförelsevis svagt (se diagram 26). Samtidigt är andra delar av ekonomin påverkade i mindre grad. Tillväxten för investeringar utanför bostadssektorn är god, och arbetsmarknaden är alltså stark (se kapitel 3).

Diagram 26. Utveckling av räntekänsliga delar av ekonomin sedan slutet av 2021

Procentuell förändring sedan slutet av 2021



Anm. Huspriser avser Eurostats husprisindex. Hushållens konsumtion i fasta priser. Sista notering avser första respektive andra kvartalet 2023 för huspriser och hushållens konsumtion.

Källa: Eurostat.

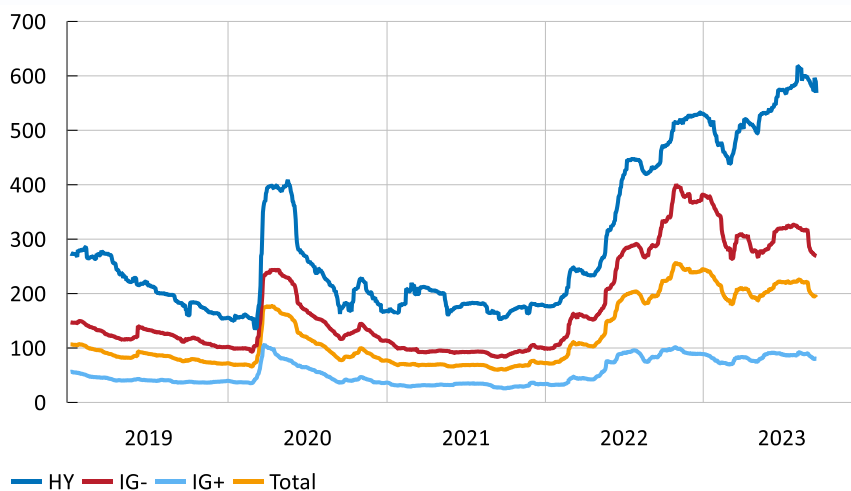
²⁶ Det är komplicerat att mäta utvecklingen för bostadspriser. Faktorer såsom vilka objekt som ingår, vilka datakällor som används, hur indexet beräknas och hur olika kvalitetsjusteringar utförs, kan ha en stor påverkan på nivåer för olika prisindex. För jämförbarhet har Eurostats kvartalsvisa husprisindex använts för samtliga länder i denna analys. Enligt indexet föll de svenska bostadspriserna med 4,5 procent mellan det fjärde kvartalet 2021 och det första kvartalet 2023. Andra mätningar indikerar att nedgången har varit större.

FAKTA – Tudelning i den kommersiella fastighetssektorn

En hög inflation, stigande räntor och svagare tillväxtutsikter innebär stora utmaningar för fastighetssektorn. Det gäller inte minst vissa kommersiella fastighetsföretag med stora lån och kommande obligationsförfall. Några av dessa bolag är i en situation där deras överlevnad hotas om de inte vidtar tillräckliga åtgärder för att minska sina lån. Men fastighetssektorn är heterogen och inkluderar även bolag med starka ägare och höga kreditbetyg. Bolag med svag finansiell ställning har under det senaste dryga året sett stigande kostnader för ny marknadsfinansiering. Andra starka bolag har fortsatt kunna emittera nya obligationer till nästan oförändrade ränteskillnader mot swap-räntan (se diagram 27).²⁷

Diagram 27. Ränteskillnader för fastighetsbolagens obligationer

Kreditindex för fastighetsbolag, baspunkter över swapräntor



Anm. Investment Grade+ (IG+) innehåller företag med högst kreditbetyg, AAA till och med A-. Investment Grade- (IG-) innehåller BBB+ till och med BBB-. High Yield (HY) innehåller företag med kreditbetyg lägre än BBB-.

Källor: Bloomberg och Riksbanken.

För bolagen med en svag finansiell ställning är det en stor utmaning att hantera kommande lånebetalningar och säkra fortsatt finansiering. Hittills har företagen hanterat situationen genom en kombination av åtgärder: sälja fastigheter, pausa aktieutdelningar, minska investeringarna och öka lånen från nordiska banker.

Många av de större fastighetsföretagen har lån där räntan är bunden via kreditavtal eller räntederivat, vilket innebär att den allmänna ränteuppgången påverkar dem mer gradvis. Det innebär att de får längre tid på sig att anpassa sig till nya finansieringsvillkor. Därtill har hyresmarknaden varit stabil och lokalhyrorna har justerats upp i

²⁷ Indexen är framtagna av Riksbanken och beräknade baserade på fastighetsföretag som i september 2023 har utställda obligationer med löptid som överstiger ett år. Indelningen är gjord utifrån det kreditbetyg som de ingående företagen hade under inledningen av september 2023. Obligationerna för fastighetsbolag i kategorin HY utgör ungefär 5 procent av den totala obligationsvolymen ("HY" + "IG-" + "IG+") med löptid över ett år. Men det finns även enskilda företag i IG- vars obligationer handlas till höga räntor, vilket indikerar risker för kreditförluster.

linje med inflationen, vilket har mildrat räntehöjningarnas konsekvenser för såväl företagens resultat som fastighetsvärden.

De höga räntorna kommer att fortsätta leta sig in i fastighetsföretagens balansräkningar och fram till 2025 har företagen också stora obligationsförfall. Bankernas framtida utlåningsvilja kommer därför att ha stor betydelse för hur väl fastighetsföretagen kan hantera situationen. Bankerna har av goda skäl blivit mer selektiva i sin utlåning till utsatta företag. Dessa företag riskerar därför att få än större problem om de inte anpassar sig, till exempel genom att sälja av fastigheter för att stärka sina balansräkningar.

Den oro som finns inom delar av fastighetsmarknaden ser dock inte ut att ha spridits till banksektorn. Goda inlåningsmarginaler och låga kreditförluster har gjort att bankernas lönsamhet har förbättrats under andra kvartalet 2023. Och kostnaden för att köpa skydd mot betalningsinställelse har sjunkit.²⁸ Det är ett tecken på att banksektorn bedöms som stabil trots utmaningar hos en del fastighetsbolag. I en internationell jämförelse är de svenska bankerna välkapitaliserade och har god lönsamhet men de har alltjämt en stor exponering mot fastighetsföretagen

²⁸ Aktörer kan köpa skydd mot betalningsinställelse genom så kallade creditswappar (CDS:er). Dessa syftar till att överföra kreditrisken i en tillgång från en aktör till en annan. Den som köper en creditswap köper ett kreditskydd från säljaren. Om en betalningsinställelse inträffar lämnar köparen den försäkrade tillgången till säljaren som betalar det nominella värdet av tillgången.

3 Den höga inflationen dämpas och konjunkturen försvagas

Sveriges BNP har försvagats den senaste tiden främst på grund av en dämpad konsumtionsutveckling och kraftigt fallande bostadsinvesteringar. Tillväxten väntas nu bromsa in ytterligare när den stramare penningpolitiken får successivt större genomslag. Arbetsmarknaden är stark i nuläget, men visar tecken på att kylas av. Det gäller även i omvärlden. Bedömningen är dock att både produktion och sysselsättning gradvis stärks från och med andra halvåret nästa år.

Den stramare penningpolitiken har bidragit till att inflationen har börjat sjunka både omvärlden och Sverige. Även mer högfrekventa data indikerar att de största prisökningarna ligger bakom oss. Osäkerheten fortsätter dock att vara stor. Kronan är svag och prisökningstakten framför allt på tjänster, men även varor är fortfarande högre än normalt, vilket visar att inflationen är bred. Penningpolitiken dämpar nu efterfrågan i ekonomin, vilket i kombination med att effekter av utbudsstörningar som fortsätter att klinga av, talar för att inflationen faller tillbaka ytterligare och hamnar nära 2 procent under nästa år.

3.1 Lägre inflation i Sverige och omvärlden

Indikatorer tyder på att inflationen kommer att dämpas ytterligare

Den stramare penningpolitiken har bidragit till att inflationen har börjat sjunka både omvärlden och Sverige, men det finns stora skillnader mellan olika länder. I Sverige uppgick inflationen mått med KPIF till 4,7 procent i augusti. KPIF-inflationen har därmed mer än halverats sedan den högsta noteringen i december 2022. En bidragande orsak till nedgången är att energipriserna är betydligt lägre idag än för ett år sedan. Även rensat för energipriserna har inflationen sjunkit, men inte lika snabbt. Ökningstakten i KPIF exklusive energi uppgick till 7,2 procent i augusti. Inflationsutvecklingen i euroområdet och USA liknar den i Sverige, men nedgången i inflationen har kommit lite längre i USA där också inflationen steg tidigare (se diagram 28).

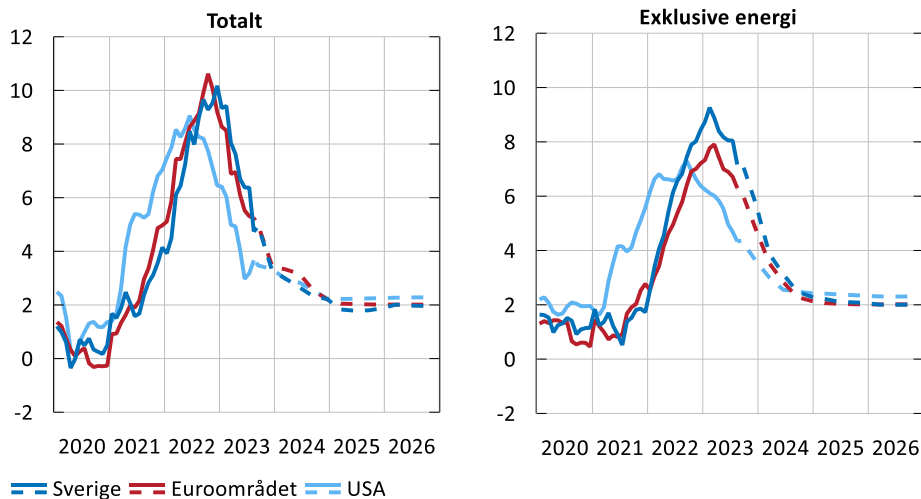
Liksom KPIF exklusive energi har också andra mått på så kallad underliggande inflation som Riksbanken följer vänt ned under de senaste månaderna.²⁹ Att inflationen är på väg ner i Sverige och i omvärlden syns även i prisförändringar över kortare tidsperioder än ett år. Tremånadersförändringen i inflationen exklusive energi är lägre nu

²⁹ Måtten på underliggande inflation inkluderar både sådana mått där vissa förutbestämda komponenter exkluderas (till exempel KPIF exklusive energi) och mått som använder statistiska metoder för att minska betydelsen av de varor och tjänster som brukar variera mest.

än under fjolåret (se diagram 29). Men av diagrammet framgår också att prisökningstakten enligt detta mått fortfarande är tydligt högre under 2023 än under 2021 för både euroområdet och Sverige och även högre än vad som är förenligt med inflationsmålet. Om det volatila prisindexet för utrikes resor exkluderas från tjänster är prisökningstakten inte lika hög men fortfarande högre än under 2021.³⁰

Diagram 28. Konsumentpriser i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring



Anm. Avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för USA. Utfall på månadsfrekvens och prognoser på kvartalsfrekvens. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

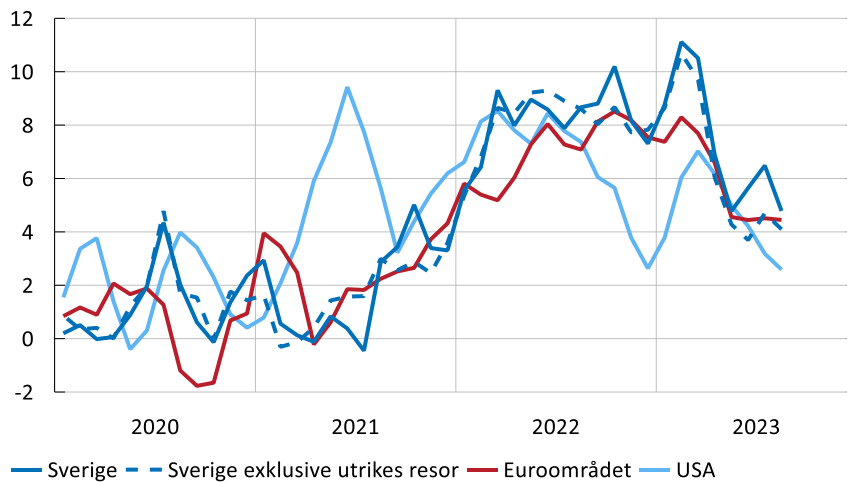
Källor: Eurostat, SCB, U.S. Bureau of Labor Statistics och Riksbanken.

Flera faktorer som förut drev upp inflationen i Sverige bidrar nu i stället till att inflationen sjunker. En av de viktigaste orsakerna är lägre energipriser som nu ger ett tydligt negativt bidrag till KPIF-inflationen (se diagram 5). Lägre energipriser har också bidragit till att kostnads- och pristrycket mattats av i tidigare led i produktionskedjan, vilket bör påverka andra konsumentpriser indirekt. Dessutom har de globala fraktpiserna sjunkit tydligt och flera råvarupriser har lämnat de höga nivåer som noterades speciellt under pandemin 2021 och efter Rysslands invasion av Ukraina våren 2022. Ett exempel är priset på konstgödsel som har fallit kraftigt, vilket i sin tur har sänkt priserna på livsmedel i råvaruledet.

³⁰ Tydliga säsongsvariationer i priserna över året i kombination med stora viktförändringar i spåren av pandemin påverkar bidraget från priserna på utrikes resor till inflationen i Sverige just nu.

Diagram 29. Prisindex exklusive energi

Tremånadersförändring i uppräknad årstakt, säsongrensade data



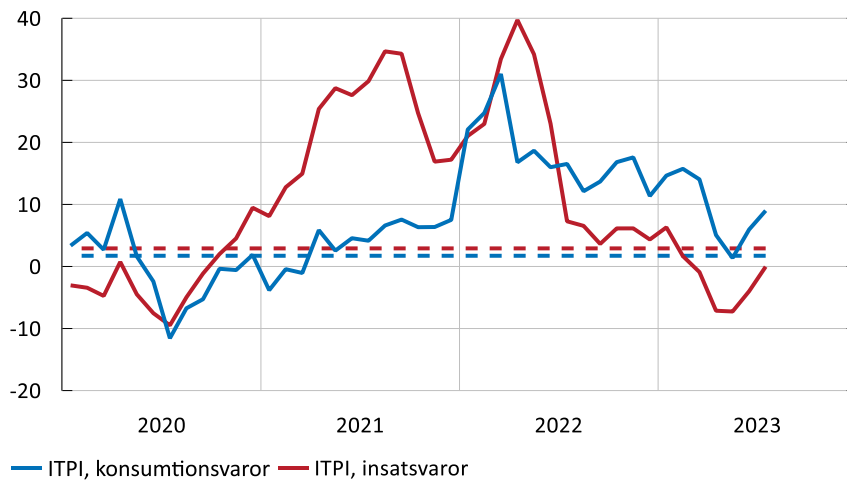
Anm. Avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för USA.

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

I Sverige, euroområdet och USA har ökningstakten i producentpriserna på konsumtionsvaror dämpats tydligt sedan första halvåret 2022. Om man ser prisförändringar över kortare tidsperioder än ett år ligger priserna på insatsvaror och konsumtionsvaror nu nära sina historiska genomsnitt i Sverige (se diagram 30). Detta bedöms leda till att ökningstakten i konsumentpriserna fortsätter att pressas ner. Indikatorer, som exempelvis enkätundersökningar om företagens prissättningsplaner, pekar också på fortsatt lägre prisökningstakt under andra halvåret i år både i Sverige och i omvärlden. I Sverige är det nu färre företag inom detaljhandeln som planerar prishöjningar, även om andelen fortsatt är ovanligt hög. Inom konsumtionsvaruindustrin har däremot andelen svenska företag som planerar att höja priserna till sina återförsäljare fallit mycket snabbt och är nu ovanligt låg (se diagram 4). Inköpschefsindex visar samtidigt att kostnaderna för råvaror och insatsvaror inom tillverkningsindustrin är låga. Enligt samma källa har kostnaderna dämpats också för tjänsteföretagen i Sverige sedan våren 2022, men inte lika mycket som i tillverkningsindustrin.

Diagram 30. Priser i producentled i Sverige

Tremånadersförändring i uppräknad årstakt, säsongrensade data



Anm. ITPI avser prisindex för inhemsk tillgång som är en sammanvägning av importpriser och hemmamarknadspriser (priser på varor tillverkade och sålda i Sverige). Horisontella streckade linjer avser medelvärden 2000–2019.

Källa: SCB.

Samtidigt som effekterna av pandemin och kriget i Ukraina klingar av dämpas nu också efterfrågan eftersom många centralbanker har stramat åt penningpolitiken (se avsnitt 3.2 och 3.3 i detta kapitel för en mer ingående beskrivning av den realekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden). De största prisökningarna bedöms därmed vara bakom oss och inflationen väntas falla tillbaka i både omvärlden och Sverige. Men läget är osäkert. Prisökningstakten på livsmedel, andra varor och speciellt tjänster är fortfarande högre än normalt i Sverige, vilket innebär att inflationen är bred. Nedgången har dessutom varit långsammare än väntat hittills. Den svaga kronkursen och hur den påverkar inflationen är också ett orosmoment framöver.

Fortsatt höga ökningstakter i tjänstepriser i Sverige och i omvärlden

Även om inflationen har dämpats så fortsätter många tjänstepriser att stiga snabbt i Sverige och omvärlden (se diagram 31). När man jämför tjänstepriserna bör man notera att både innehållet och vikten i det prisaggregatet skiljer sig åt mellan olika länder och regioner, vilket kan förklara skillnader i utvecklingen.

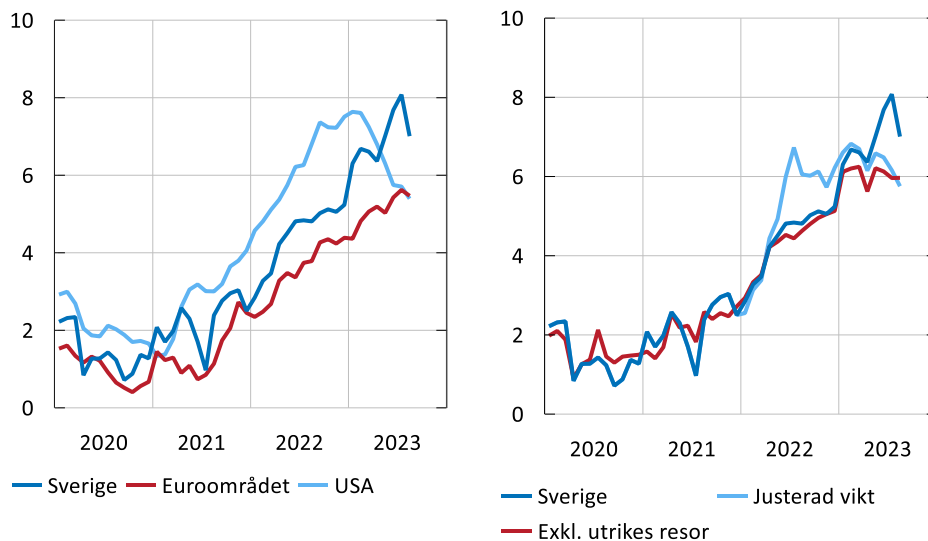
I USA har hyrorna, som har stor vikt i amerikansk KPI, stigit snabbt och bidragit till en högre inflation medan prisuppgångarna för övriga tjänstepriser har dämpats mer tydligt sedan slutet av 2022. Nu finns dock tecken på att även hyresökningarna har bromsat in, vilket bör leda till att prisökningstakten på tjänster mattas av ytterligare.

I Sverige och euroområdet har boendekostnader mindre vikt och har heller inte stigit lika mycket. Däremot har prisökningstakten för andra tjänster fortsatt att stiga. Att en hög efterfrågan kan ha varit betydelsefull för den utvecklingen märks till exempel på de relativt snabba prisökningarna inom de tjänstebanscher som utvecklats starkt efter pandemin. Ett exempel är hotell- och restaurangbranschen. I Sverige har

ändrade konsumtionsbeteenden under pandemin också resulterat i relativt stora viktjusteringar inom tjänsteprisaggregatet, vilket påverkar den årliga prisökningstakten. Det gäller speciellt utrikes resor där tydliga säsongsvariationer i priserna över året i kombination med viktförändringar bidragit till en högre beräknad prisökningstakt i aggregatet tjänster under sommaren (se diagram 31). Den effekten väntas dock dämpas redan nu under hösten 2023.

Diagram 31. Tjänstepriser i Sverige och i omvärlden

Årlig procentuell förändring



Anm. Avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet och KPI för USA. För att bättre kunna särskilja hur index påverkas av rena prisförändringar och sådana förändringar i index som uppstår på grund av att vikterna förändrats visas också ett justerat index i den högra figuren (ljusblå linje). Där används 2023 års så kallade år- till- månad-vikter även för 2022.

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

Kronan har försvagats ytterligare under den senaste tiden

Kronan har försvagats mycket det senaste året. Det finns förklaringar till varför kronan har utvecklats svagt, men försvagningen har varit betydligt större än väntat (se fördjupningen "Kronan kommer att stärkas på sikt").

Förändringar i växelkursen påverkar inflationen. Genomslaget kan variera över tid beroende på vad som orsakat själva växelkursförändringen och hur långvarig förändringen i kronkursen förväntas vara.³¹ Det finns också indikatorer på att priserna påverkas mer av växelkursförändringar när inflationen och osäkerheten redan är hög.³² Enligt den senaste företagsundersökningen uppger också främst de varuproducerande företagen att den svaga kronkursen är ett viktigt skäl för planerade prishöjningar.³³

³¹ Se fördjupningen "Växelkursen och inflationen", *Penningpolitisk rapport*, april 2018, Sveriges riksbank.

³² Se faktarutan "Växelkursens genomslag när inflationen är hög", *Penningpolitisk rapport*, juni 2023, Sveriges riksbank.

³³ Se "Jakten på röda lappar tilltar", *Riksbankens företagsundersökning*, maj 2023, Sveriges riksbank.

Penningpolitiken bidrar till att inflationen faller tillbaka

Inflationen steg snabbt ifjol och är fortfarande för hög. En stark efterfrågan gjorde det möjligt för företagen att höja sina priser och kompensera sig för stigande kostnader för bland annat energi, livsmedel och övriga råvaror på världsmarknaden, orsakade av obalanser mellan utbud och efterfrågan efter pandemin och Rysslands invasion av Ukraina. Inflationen har dock sjunkit sedan slutet av fjolåret och väntas fortsätta sjunka i år. En viktig orsak till det är att energipriserna fortsätter att falla i årstakt. Samtidigt väntas andra priser fortsätta öka, men i en långsammare takt. En mer dämpad efterfrågan i Sverige och i vår omvärld bidrar till den utvecklingen (se avsnitt 3.2 och 3.3). Det i kombination med fallande inflationsförväntningar gör att företagen inte längre planerar att fortsätta höja priserna i lika snabb takt som under förra året.

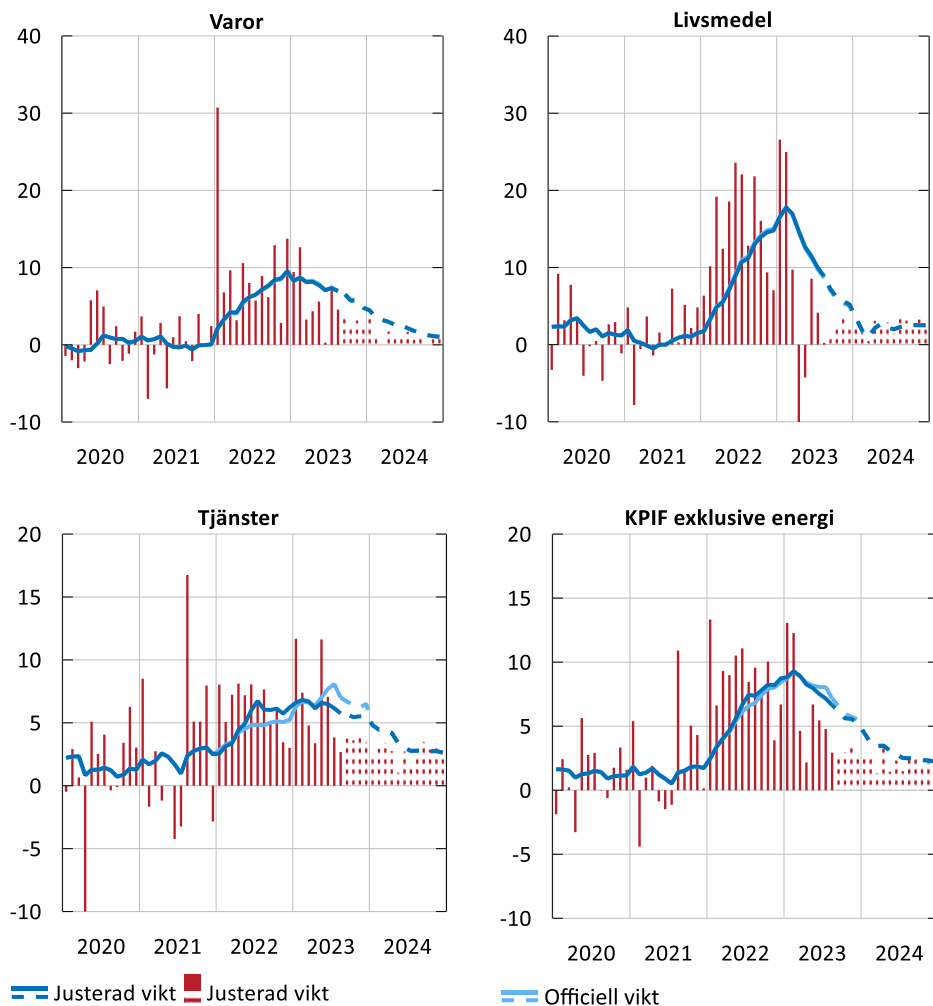
Ökningstakten i livsmedelspriserna har dämpats tydligt och priserna har till och med sjunkit under några månader i år. Det beror delvis på att kostnaderna har blivit lägre generellt sett. Bland annat har kostnaderna för energi fallit. Det brukar påverka hela leveranskedjan inom livsmedelsindustrin, från gårdsproduktionen till transport och bearbetning, lagring och försäljning.

Den höga inflationen med kraftiga prisökningar på livsmedel i kombination med en dämpad efterfrågan, bland annat till följd av stramare penningpolitik, har också bidragit till att hushållen nu är mer priskänsliga, jämför priser och söker efter billigare alternativ. Det begränsar möjligheterna för grossister och matbutiker att fortsätta höja priserna utan att tappa försäljningsvolym. Under resten av året och under nästa år väntas ökningstakten livsmedelspriserna dämpas ytterligare (se diagram 32).

Detsamma gäller för övriga varupriser vars månatliga procentuella förändringar har varit ovanligt höga den allra senaste tiden, vilket kan hänga samman med att kronan har fortsatt att försvagas. Men månadsförändringarna har hittills i år ändå varit tydligt lägre än under 2022. Riksbanken bedömer också att kronan kommer att stärkas gradvis de kommande åren, vilket bidrar till att dämpa inflationen (se diagram 33). Därtill väntas ökningstakten i tjänstepriserna sluta stiga i takt med att penningpolitiska åtgärder och lägre realinkomster dämpar efterfrågan bland hushållen. Hyror och avgifter i bostadsrättsföreningar bedöms dock öka snabbare de närmaste åren, vilket håller uppe prisökningstakten på tjänster.

Diagram 32. KPIF exklusive energi och undergrupper

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

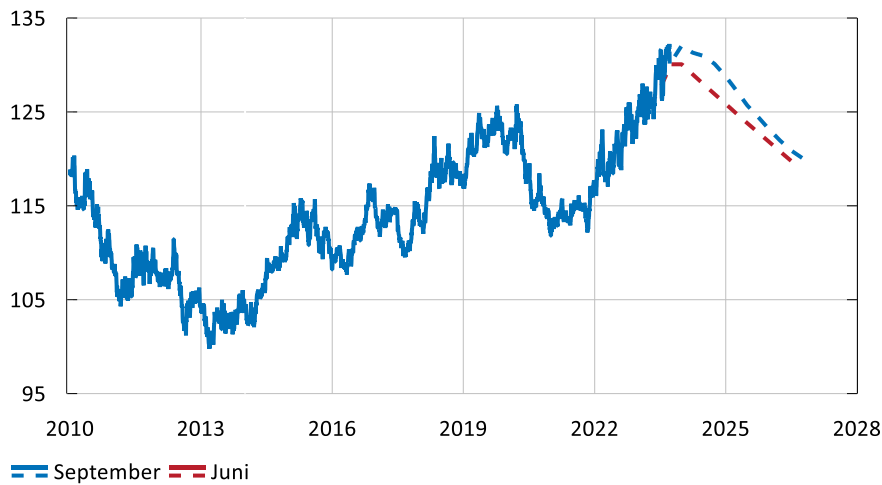


Anm. För att bättre kunna särskilja hur index påverkas av rena prisförändringar och sådana förändringar i index som uppstår på grund av den så kallade korgeffekten visas också ett justerat index i figurerna (mörkblåa linjer). I det justerade indexet används 2023 års så kallade år- till- månad-vikter för hela perioden 2022–2024.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 33. Nominell växelkurs

Index, 1992-11-18 = 100



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

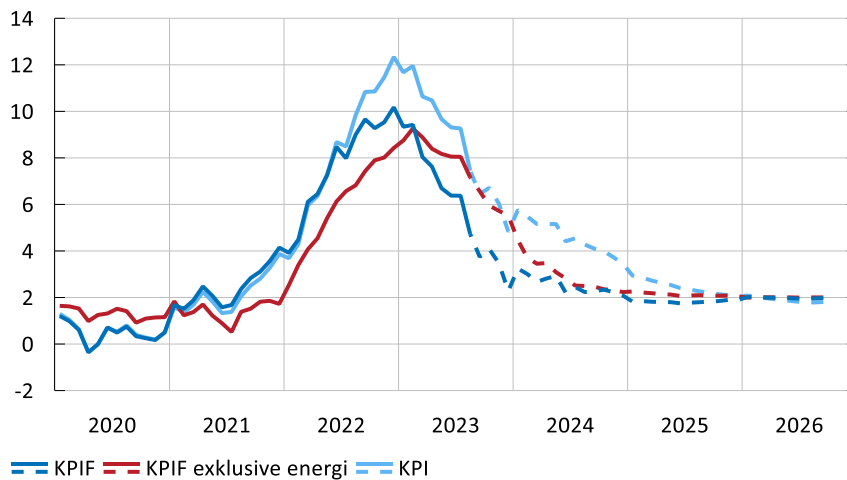
Källa: Riksbanken.

Inflationen väntas vara nära målet under 2024

Sammantaget bedöms kombinationen av en stram penningpolitik och avklingande effekter av tidigare utbudsstörningar göra att inflationen mätt med både KPIF och KPIF exklusive energi fortsätter falla och hamnar nära 2 procent under nästa år (se diagram 34). De långsiktiga inflationsförväntningarna ligger nära 2 procent vilket tyder på att ekonomins aktörer har ett fortsatt förtroende för inflationsmålet. Avtalen tyder dessutom på att lönerna kommer att stiga i en takt som, givet den ekonomiska utvecklingen i övrigt, är förenlig med att inflationen faller tillbaka mot målet.

Diagram 34. KPIF, KPIF exklusive energi och KPI

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

3.2 Starkare konjunktur i USA än i euroområdet men tecken på att arbetsmarknaden kyls av

Den ekonomiska aktiviteten har utvecklats starkare i USA än i euroområdet under första halvåret i år. Under det andra kvartalet ökade framför allt investeringarna, samtidigt som den privata konsumtionen var fortsatt hög. I euroområdet var tillväxten fortsatt mycket svag under det andra kvartalet. Hushållens konsumtion var oförändrad medan investeringarna steg något.

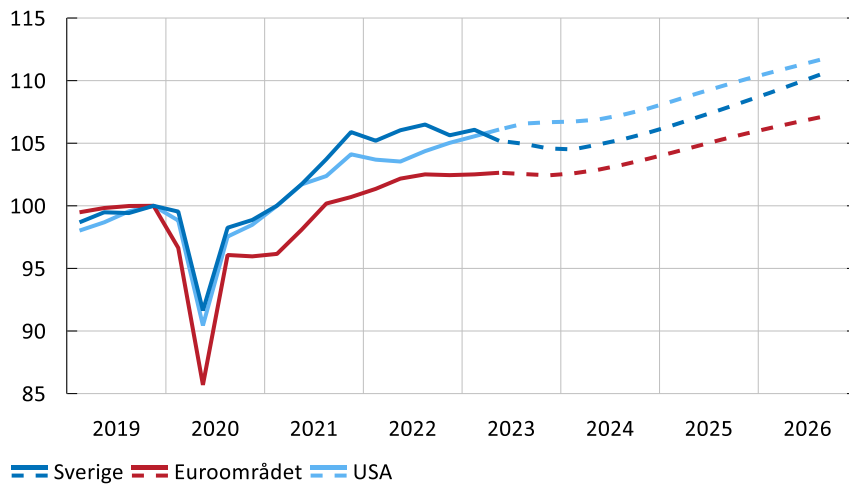
Det finns flera faktorer som kan förklara att den ekonomiska aktiviteten varit högre i USA den senaste tiden. Inflationen har sjunkit mer i USA och är nu tydligt lägre än i euroområdet, vilket i sin tur bidragit till att de reala disponibla inkomsterna för tillfället utvecklas starkare i USA än i euroområdet. Finanspolitiken är också mer expansiv i USA och förväntas fortsätta vara så de närmaste åren.

Under pandemin var sparandet lite högre i euroområdet än i USA, men placerades huvudsakligen i illikvida tillgångar. I USA placerades det däremot i stor utsträckning på sparkonton eller i andra mer likvida tillgångar. Pengarna har därför snabbare kunnat användas till konsumtion. En annan förklaring är att euroområdet är mer beroende av industrisektorn som har saktat in globalt. Den åtstramande effekten av räntehöjningar kan också ha varit mindre i USA eftersom många hushåll har fasta bolåneräntor med mycket långa löptider.

Konjunkturen väntas dock bromsa in under andra halvåret i euroområdet och runt årsskiftet i USA, när den åtstramande penningpolitiken får ett successivt större genomslag och när efterfrågan i industrin dämpas (se diagram 35).

Diagram 35. BNP i Sverige och omvärlden

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



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

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

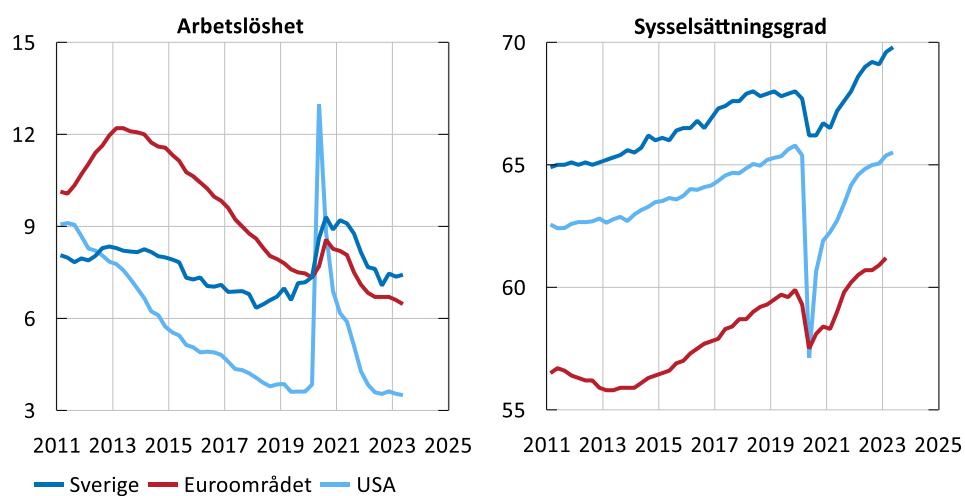
När efterfrågan sjunker väntas också utvecklingen på arbetsmarknaden dämpas i omvärlden. I USA är arbetslösheten kvar på mycket låg nivå och i euroområdet har den sjunkit ytterligare under första halvåret i år, mycket tack vare en positiv sysselsättningsutveckling (se diagram 36). Det finns dock tecken på att trycket på arbetsmarknaden minskar nu. Sysselsättningen ökar långsammare i både USA och euroområdet. I USA minskar också antalet vakanser och allt färre personer säger upp sig frivilligt.

Löneökningstakten är fortfarande hög, men tycks ha toppat i både USA och euroområdet. En gradvis lägre inflation och relativt höga nominella löneökningar har fått reallönerna att stiga i USA och det samma förutses i närtid i euroområdet. Detta ökar konsumtionsutrymmet, som fortsätter att återhämtas framöver. Det i sin tur bidrar till att BNP-tillväxten stiger och att arbetsmarknaden återhämtar sig mot slutet av prognosperioden.

En faktor som tynger världsekonomin och världshandeln är den svaga utvecklingen i Kina. Problemen i fastighetssektorn fortsätter att dämpa konsumentförtroendet bland kinesiska hushåll, vilket håller tillbaka den inhemska efterfrågan.

Diagram 36. Arbetslöshet och sysselsättningsgrad i Sverige, euroområdet och USA

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



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

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

3.3 Svensk ekonomi krymper 2023

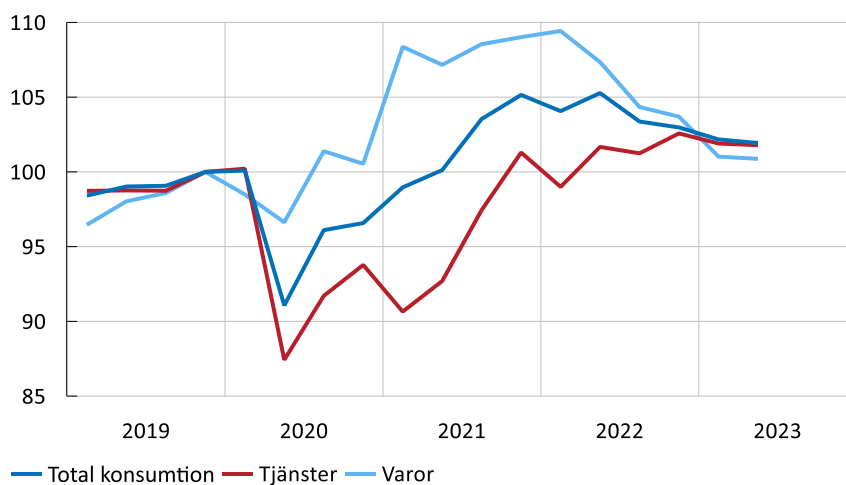
Stämningläget är nu sämre än normalt inom samtliga delar av näringslivet

Efter en stark återhämtning efter pandemin har BNP under det senaste året utvecklats något svagare i Sverige än i USA och i euroområdet. Det beror framför allt på att hushållens konsumtion minskat och att bostadsinvesteringarna har fallit kraftigt. Fram till och med första kvartalet 2023 hölls investeringarna uppe och exporten var förhållandevis stark. Under årets andra kvartal föll dock exporten tydligt och nettoexporten blev mycket svag. Samtidigt fortsatte bostadsinvesteringarna att minska snabbt och konsumtionen att utvecklas svagt. Dessutom ökade lagerinvesteringarna långsammare vilket bidrog till att tynga tillväxten. BNP föll med 0,8 procent andra kvartalet.

Indikatorer pekar på att tillväxten blir fortsatt svag i Sverige ett tag framöver. Enligt enkätundersökningar fortsätter förtroendet inom detaljhandeln och de privata tjänstesektorerna att vara lågt. Stämningen inom detaljhandeln har försämrats i takt med att konsumtionen av varor, och speciellt sällanköpsvaror, har sjunkit (se diagram 37 och diagram 38). Konsumtionen av tjänster har dock inte minskat på samma sätt än så länge. Även förtroendet inom tillverkningsindustrin har enligt Konjunkturbarometern på sistone övergått från en viss optimism till att bli lägre än normalt (se diagram 39). Visserligen bedömer man att orderstockarna är något större än normalt men orderingången är svag och liksom i euroområdet anger nu en allt större andel av industriföretagen att svag efterfrågan blivit ett viktigt hinder för produktionen. Både den inhemska efterfrågan och exporten väntas därför utvecklas svagt framöver. Efterfrågan verkar vara ett större bekymmer för företagen i Sverige än i euroområdet.

Diagram 37. Varu- och tjänstekonsumtion i Sverige

Index 2019 kv4 = 100, säsongrensade data

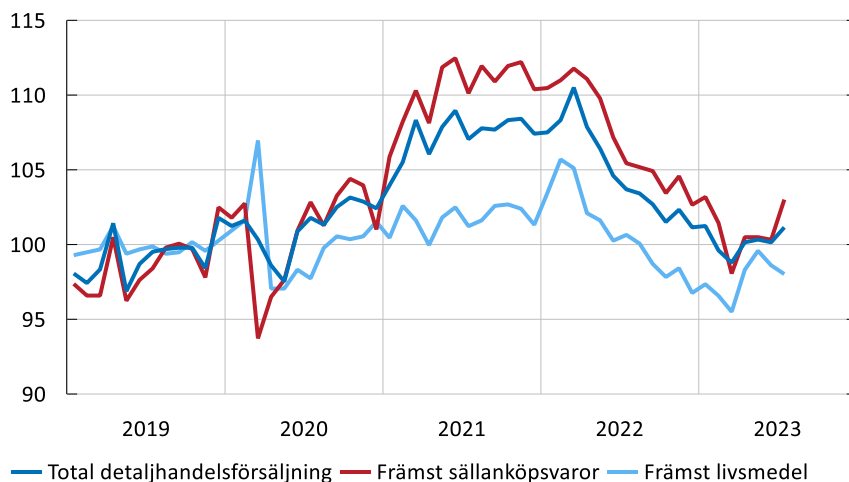


Anm. Fasta priser.

Källa: SCB.

Diagram 38. Detaljhandelsförsäljning i Sverige

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data

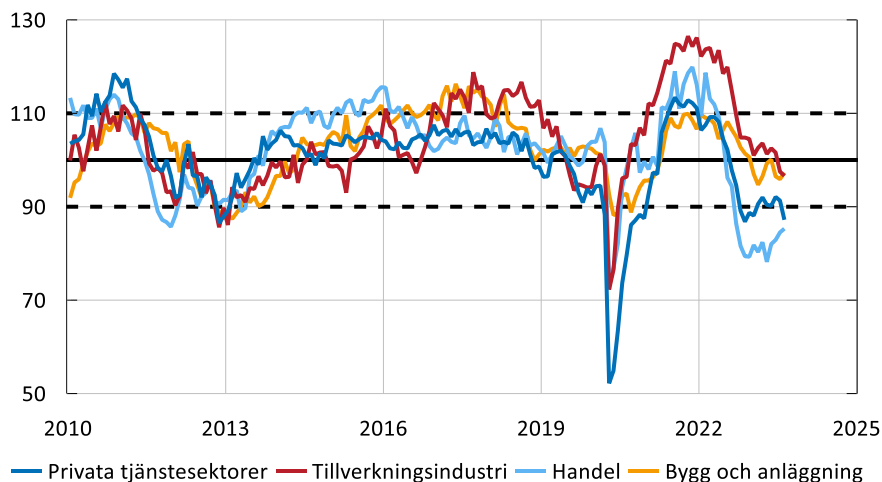


Anm. Fasta priser.

Källa: SCB.

Diagram 39. Konfidensindikatorer i näringslivet

Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



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

Källa: Konjunkturinstitutet.

Konsumentförtroendet är, enligt Konjunkturbarometern, alltså mycket lågt. Konsumtionen väntas därför fortsätta att utvecklas svagt och ligger kvar på ungefär samma nivå som det andra kvartalet under resten av året. Det innebär sammantaget en lägre nivå i år än under 2022.

Sammantaget väntas den ekonomiska aktiviteten minska i Sverige 2023. Högre konsumentpriser och ränteutgifter väntas fortsätta att begränsa hushållens köpkraft. Den svaga konsumtionsutvecklingen, lägre efterfrågan på svensk export och högre

räntor hämmar näringslivets investeringar exklusive bostäder. Samtidigt kräver den gröna omställningen och ny teknik stora investeringar i tillverkningsindustrin, vilket gör att investeringstillväxten ändå inte väntas bli lika svag som vid tidigare konjunkturedgångar.

Regeringen genomför nästa år ofinansierade åtgärder för cirka 40 miljarder kronor varav 4 miljarder avser sänkta skatter till hushåll. Sammantaget bedöms finanspolitiken vara neutral under prognosperioden.

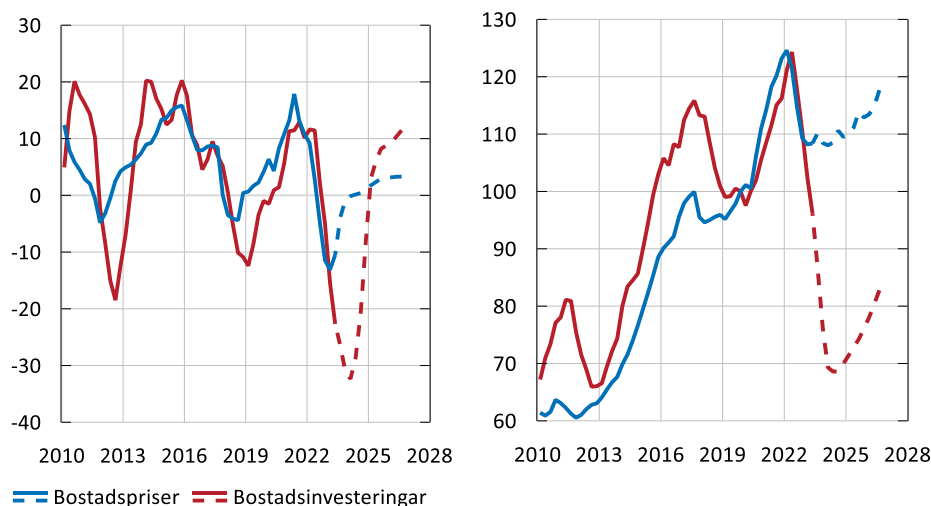
Fallande bostadspriser och bostadsinvesteringar

Bostadspriserna har sammantaget stigit något hittills i år, jämfört med slutet av förra året. Under andra halvåret 2023 väntas dock bostadspriser falla något igen. Under sommaren har utbudet av bostäder ökat på andrahandsmarknaden, och detta väntas stärka konkurrensen bland säljarna och pressa ned priserna under hösten. Därtill väntas räntekostnaderna bli högre när styrräntehöjningarna når allt fler hushåll. Sammantaget väntas bostadspriserna falla med knappt 15 procent jämfört med toppnoteringen i februari 2022.

Den svaga efterfrågan på nybyggda bostäder har fått antalet byggstarter att minska kraftigt. Bostadsbyggandet har sjunkit snabbt och bostadsinvesteringarna har fallit kontinuerligt sedan mitten av 2022. Bostadsinvesteringarna väntas fortsätta falla till och med första halvåret 2024 (se diagram 40).

Diagram 40. Bostadspriser och bostadsinvesteringar

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



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

Källor: Valueguard och Riksbanken.

Allt tydligare tecken på att också arbetsmarknaden kyls av

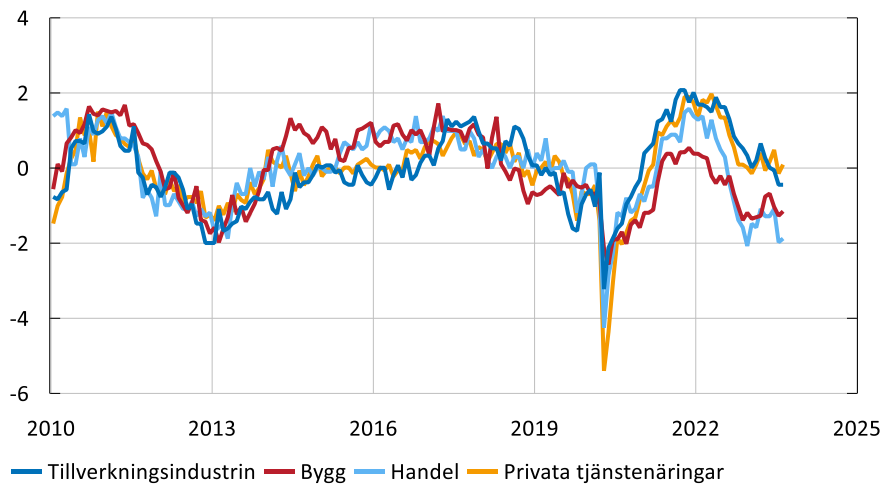
Tecknen på att arbetsmarknaden kyls av blir tydligare, men utgångsläget är alltså starkt och sysselsättningsgraden är hög (se diagram 36). Det finns flera förklaringar till

att arbetsmarknaden hittills utvecklats väl. Det finns flera förklaringar till att arbetsmarknaden hittills utvecklats starkt. En är att reallönerna har sjunkit i takt med att inflationen ökat, vilket innebär att kostnaden för arbetskraft har blivit lägre i förhållande till kostnaden för kapital. Detta kan ha bidragit till att stärka efterfrågan på arbetskraft. En annan förklaring kan vara att fler företag väljer att behålla sin arbetskraft trots att de förväntar sig lägre efterfrågan och produktion. Detta eftersom företagen vill undvika den situation som uppstod efter pandemin då det var svårt rekrytera personal med rätt kompetens.³⁴

Indikatorer pekar dock på att den höga efterfrågan på arbetskraft nu mattas av. Anställningsplanerna, som sjönk relativt mycket i juli och var fortsatt låga i augusti, pekar på att sysselsättningen i näringslivet i stort sett kommer att vara oförändrad den närmaste tiden. Det ser olika ut i olika branscher, men i samtliga sektorer utom de privata tjänstenäringarna pekar anställningsplanerna på en sämre utveckling än normalt (se diagram 41). Under tredje kvartalet fortsätter dock sysselsättningen att öka något. Mot slutet av året bedöms den vikande konjunkturen ge ytterligare avtryck på arbetsmarknaden och få sysselsättningen att minska, men sammantaget bedöms ändå arbetsmarknaden stå emot BNP-nedgången relativt väl (se diagram 42).

Diagram 41. Anställningsplaner per bransch

Standardiserade data, medelvärde = 0, standardavvikelse = 1



Källa: Konjunkturinstitutet.

³⁴ Se fördjupningen "Stark arbetsmarknad i Sverige och omvärlden", *Penningpolitisk rapport*, juni 2023, Sveriges riksbank.

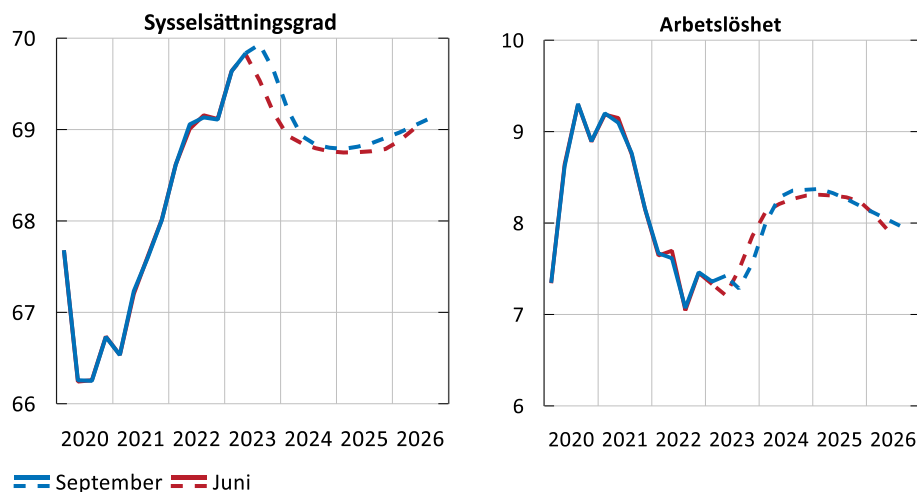
Svensk ekonomi väntas återhämta sig mot slutet av 2024

Under 2024 bedöms hushållens reala disponibla inkomster stiga igen. Det stärker hushållens konsumtion och bidrar även till att bostadsmarknaden gradvis återhämtar sig. Bostadsinvesteringarna bedöms också sluta falla under andra halvåret 2024. Även i omvärlden stiger efterfrågan successivt under 2024, vilket stärker svensk export och bidrar till att öka företagets investeringsvilja. Sammantaget gör detta att BNP börjar växa snabbare än den långsiktiga trenden mot slutet av 2024.

I takt med att den ekonomiska aktiviteten i Sverige stiger ökar också efterfrågan på arbetskraft. Arbetslösheten väntas vara som högst i slutet av 2024 och börjar därefter sjunka när sysselsättningen återigen börjar stiga (se diagram 42).

Diagram 42. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet i Sverige

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



Anm. 15–74 år. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Reallöner och real disponibel inkomst faller i år men börjar stiga igen nästa år

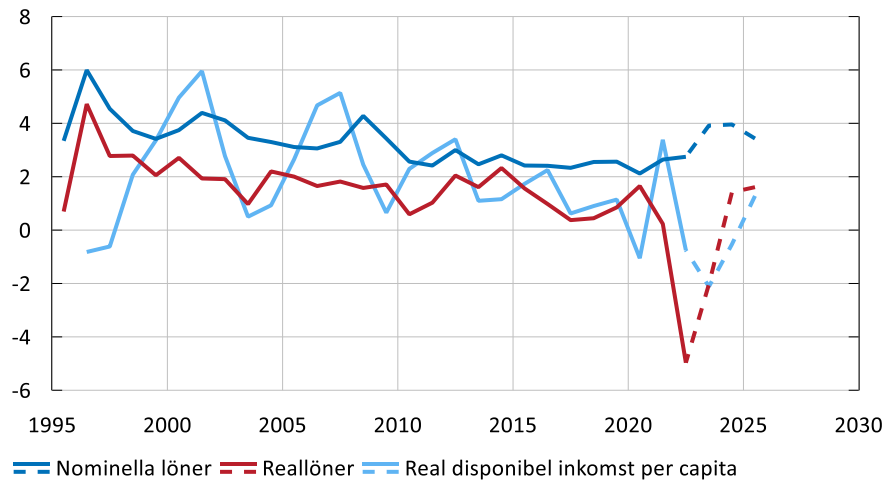
Löneökningstakten har stigit under första halvåret i år. Den väntas fortsätta stiga och vara som högst i början av nästa år, vilket också är i linje med profilen på löneavtalen. De löneavtal som i de flesta fall kommer att gälla till och med i början av 2025 innebär att löneökningstakten i år och nästa år blir högre än under fjolåret.³⁵ Väl förankrade inflationsförväntningar och trovärdighet för inflationsmålet bidrog till att parterna slöt måttliga avtal. Men den höga inflationen och den starka arbetsmarknaden är viktiga skäl till att löneavtalen ändå tecknades på en högre nivå än de tidigare avtalen.

³⁵ Avtalen baseras på industriavtalet som sträcker sig över två år och ger totalt 7,4 procent i löneökning, fördelat på 4,1 procent första året och 3,3 procent andra året. Avtalen inom övriga avtalsområden har tecknats på liknande nivåer.

Trots att de nominella lönerna ökar i snabbare takt sjunker de reala lönerna även i år eftersom inflationen är fortsatt hög (se diagram 43). Lägre reallöner, stigande räntor och lägre sysselsättning innebär också att hushållens reala disponibla inkomst per capita faller i år (se diagram 43). Nästa år, när inflationen har sjunkit tillbaka ytterligare bedöms de reala lönerna stiga igen.

Diagram 43. Nominella och reala löner samt real disponibel inkomst per capita

Årlig procentuell förändring



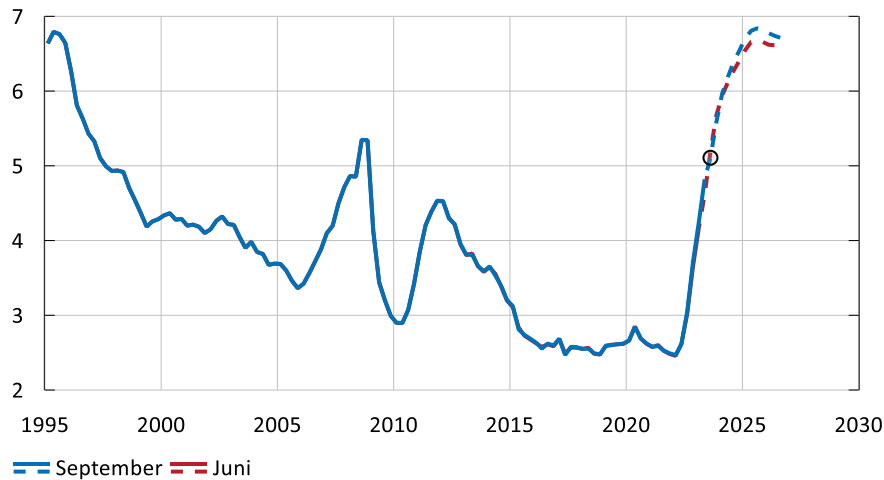
Anm. Reallönerna är beräknade som differensen mellan löneökningstakten och ökningstakten i KPIF. Real disponibel inkomst är beräknad med deflatorn för hushållens konsumtionsutgifter, som vanligen ökar i ungefär samma takt som KPIF. Heldragna linjer avser utfall, streckade linjer avser Riksbankens prognos.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

Fram till nu har inflationen stått för det största negativa bidraget till hushållens disponibla inkomster, men det väntas minska gradvis. I takt med att många bundna räntekontrakt löper ut och nya tecknas till en högre ränta kommer hushållens ränteutgifter som andel av disponibel inkomst, den så kallade räntekvoten, att öka. I mitten av 2025 väntas räntekvoten vara som högst och uppgå till nära 7 procent (se diagram 44). Motsvarande räntekvot för hushållens ränteinkomster har också ökat i år till följd av att hushållen väljer sparande över konsumtion och får högre ränta på sina bankkonton än tidigare. Hushållens lån är dock ungefär dubbelt så stora som bankinlåning varför ränteutgifterna totalt sett är större än ränteinkomsterna.

Diagram 44. Räntekvot

Procent av disponibel inkomst



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Punkten visar en bedömning av nuläget. Disponibel inkomst är säsongrensad.

Källor: SCB och Riksbanken.

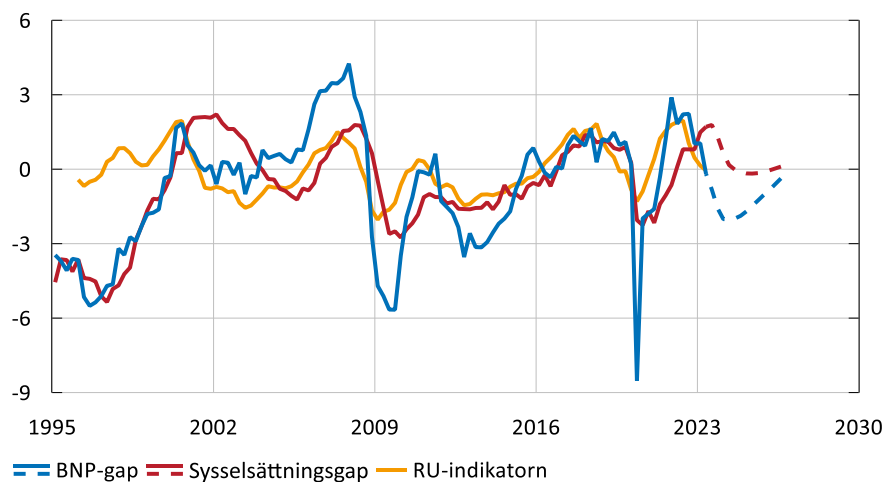
Jämfört med åren innan pandemin ökade hushållens sparande när restriktioner gjorde att det inte gick att konsumera som tidigare. Vissa sparpengar användes ifjol, vilket bidrog till att hålla konsumtionen uppe trots att inkomstutvecklingen var svag, men bedömningen är att bufferten som skapades av överkottssparandet fortfarande är relativt intakt (se diagram 56). Det ackumulerade sparandet väntas utvecklas i ungefär samma takt som inkomsterna i år. Det relativt höga sparandet, i kombination med att det saknas aktuella mikrodata över hur hushållens sparande är fördelat, gör det dock svårt att bedöma hur hushållen kommer att anpassa sin konsumtion till de stigande räntorna (se fördjupningen "Hushållens sparande ökade tydligt under pandemin").

Resursutnyttjandet sjunker det närmaste året

Riksbankens penningpolitik inriktas på att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, och produktionen och sysselsättningen runt långsiktigt hållbara nivåer, det vill säga ett normalt resursutnyttjande. Resursutnyttjandet påverkar även hur löner och priser utvecklas. Eftersom resursutnyttjandet inte kan mätas exakt bedömer Riksbanken det utifrån flera olika datakällor. Riksbankens resursutnyttjandeindikator, som är en sammanvägning av olika indikatorer, tyder på att resursutnyttjandet har sjunkit och nu är nära normala nivåer. Även mätt med BNP-gapet är nu resursutnyttjandet nära normalt, medan sysselsättningsgapet tyder på att resursutnyttjandet fortfarande är högre än normalt (se diagram 45). Riksbankens sammantagna bedömning är att resursutnyttjandet har minskat och är nära normalt i nuläget. I takt med att den ekonomiska aktiviteten dämpas ytterligare sjunker resursutnyttjandet och väntas bli lägre än normalt en tid framöver.

Diagram 45. Mått på resursutnyttjandet

Standardavvikelse respektive procent



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

Källor: SCB och Riksbanken.

FÖRDJUPNING – Kronan kommer att stärkas på sikt

Flera faktorer har bidragit till att kronan har försvagats relativt mycket den senaste tiden. Att den amerikanska centralbanken har höjt räntan snabbare än andra centralbanker har bidragit till att många valutor har försvagats mot dollarn. En annan anledning är att de finansiella marknaderna präglats av en allmänt större känslighet för risker, bland annat för det globala säkerhetsläget. Upplevda risker specifikt kopplade till den svenska ekonomin kan också ha spelat roll. Det finns även tecken på att placeringsstrategier som används av aktörer på de finansiella marknaderna kan ha bidragit till den svaga utvecklingen av kronan. I dagsläget är kronan undervärderad. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige relativt omvärlden talar för att den kommer att stärkas framöver, även om det är svårt att förutsäga hur mycket och när. I den mån spekulationer om en fortsatt svag krona har varit ett inslag i den senaste tidens växelkursutveckling kan kronan förstärkas relativt snabbt när väl omsvängningen sker.

Riksbanken, liksom många andra bedömare, bedömer att kronan i dagsläget är undervärderad i reala termer, det vill säga då man jämför prisnivån i omvärlden, omräknad till kronor, med prisnivån i Sverige.³⁶ Det grundläggande argumentet bakom den bedömningen är att det bör finnas ett relativt stabilt förhållande mellan priset på samma varor i olika länder mätt i gemensam valuta – inte nödvändigtvis på kort sikt, men åtminstone över en längre period. Prisnivån i till exempel USA uttryckt i kronor jämfört med prisnivån i Sverige är kronans *reala* växelkurs mot den amerikanska dollarn.³⁷ Den reala växelkursen har på sikt en naturlig koppling till den underliggande ekonomiska utvecklingen i Sverige relativt omvärlden, bland annat konkurrenskraften, utrikeshandeln och förhållandet mellan svenska import- och exportpriser.³⁸ Givet utvecklingen av dessa faktorer i Sverige jämfört med omvärlden bedöms kronan i nuläget vara undervärderad, både mot dollarn och euron samt i handelsviktade termer.³⁹

³⁶ Se till exempel *Konjunkturläget*, juni 2023, Konjunkturinstitutet och *External Sector Report: External Rebalancing in Turbulent Times*, juli 2023, IMF.

³⁷ För mer detaljer om beräkningar av den reala växelkursen, se till exempel fördjupningen "Kronans trendmässiga utveckling" i *Penningpolitisk rapport*, juli 2019, Sveriges riksbank.

³⁸ Se bland annat C.-J. Belfrage (2021), "Kronans reala utveckling i ett längre perspektiv", *Penning- och valutapolitik* nr 2, Sveriges riksbank.

³⁹ IMF:s bedömning är till exempel att undervärderingen av kronan 2022 var mellan 4 procent och cirka 15 procent i handelsviktade termer. Se fotnot 36 för referens.

Förstärkning av kronan på sikt men svårt att säga exakt när och med hur mycket

Den underliggande ekonomiska utvecklingen talar alltså för att prisnivån i Sverige kommer att stiga jämfört med prisnivån i omvärlden uttryckt i kronor. Rent principiellt kan det ske genom att inflationen i Sverige blir högre än i omvärlden eller att värdet på kronan ökar i förhållande till andra valutor, det vill säga att (den nominella) växelkursen blir starkare. Riksbanken och centralbankerna i andra länder har ungefär samma inflationsmål och bedriver därför penningpolitiken för att uppnå ungefär samma inflationstakt på sikt. Det är därför troligt att en förstärkning av den reala växelkursen till stor del kommer att ske genom att kronan anpassas och stärks mot andra valutor. Men att göra prognoser för när exakt kronan stärks och med hur mycket är svårt.⁴⁰

Skillnader i räntor mellan Sverige och bland annat USA samt olika riskfaktorer har bidragit till att försvaga kronan den senaste tiden

Jämfört med en handelsviktad korg med valutor (KIX) har kronan, med vissa variationer, försvagats sedan 2014. Sedan inledningen av 2022 har utvecklingen varit särskilt tydlig och jämfört med vissa enskilda valutor, till exempel dollarn och euron, har kronan varit mycket svag. Det går att identifiera ett par faktorer som kan ha bidragit, men de kan knappast förklara hela försvagningen.⁴¹ Den amerikanska centralbanken har legat före Riksbanken och flera andra centralbanker och har höjt räntan relativt mer. Det har bidragit till att kronan, liksom många andra valutor, har försvagats mot dollarn.

Det är också troligt att en ökad känslighet för risker på de finansiella marknaderna, bland annat kopplade till ett generellt sämre säkerhetsläge i världen, har bidragit till att stärka dollarn. I oroliga tider tenderar finansiella aktörer att söka sig till dollarinvesteringar och investeringar i ett par andra valutor som traditionellt ses som säkra, bland annat schweizerfrancen. Valutorna i små, öppna ekonomier som den svenska brukar då tvärtom försvagas. Det är också tydligt att kronan har utvecklats på ett liknande sätt mot dollarn som andra jämförbara valutor sedan 2022. Det illustreras i diagram 46 som visar hur valutorna i Sverige, Kanada, Australien, Norge och Nya Zeeland har förändrats mot den amerikanska dollarn de senaste åren. Men diagrammet visar också att den svenska och norska kronan har försvagats relativt mer än de andra små valutorna. Som diagram 19 illustrerar var det också framför allt under 2022 som kronan försvagades mot dollarn. Den senaste tiden har kronan försvagats mer mot euron, vilket inte i samma utsträckning kan förklaras av ränteskillnader eller ökad global osäkerhet.

En förklaring till kronans försvagning som har lyfts fram av bland annat valutaanalytiker är finansiella risker som är specifikt kopplade till Sverige. Det har varit stort fokus på de svenska hushållens räntekänslighet och frågan om hur höga räntor den

⁴⁰ Se till exempel J. Hassler, P. Krusell och A. Seim (2022), *Utvärdering av penningpolitiken 2022*, 2022/23:RFR5, Riksdagens Finansutskott.

⁴¹ Se fördjupningen "Varför har kronan försvagats i år?" i *Penningpolitisk rapport*, november 2022, Sveriges riksbank.

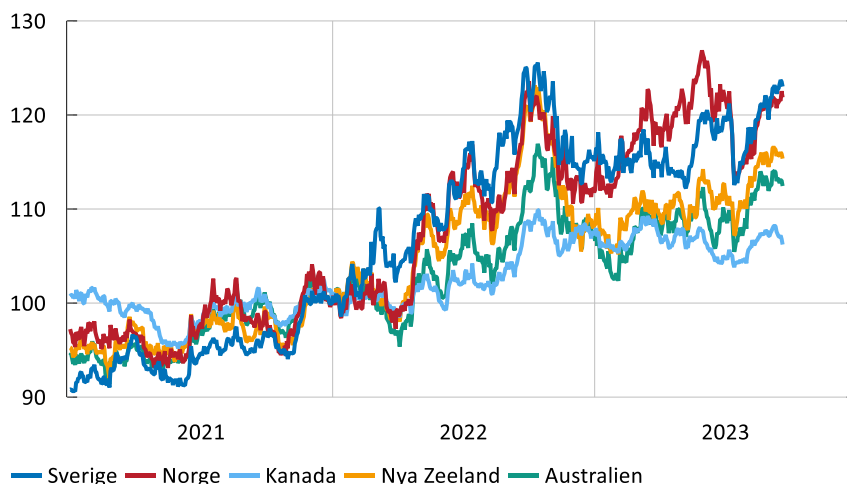
svenska ekonomin klarar. Sådan osäkerhet kan ha påverkat utländska aktörers intresse att investera i svenska tillgångar, men hur stor betydelse det har haft för kronans utveckling är svårt att säga.

Bland förklaringarna till försvagningen av kronan har också funnits resonemang om att problemen i vissa svenska fastighetsbolag kan ha fått utländska investerare att oroa sig för spridningseffekter till svenska banker givet bankernas stora utlåning till fastighetssektorn, och att det i sin tur ska leda till en större konjunkturedgång i Sverige. Detta kan ha fått investerare att vilja minska sina placeringar i svenska tillgångar, vilket då kan ha bidragit till att försvaga kronan. Det finns dock inte mycket som talar för denna förklaring. I dagsläget har bankerna till exempel inga problem med sin finansiering (se också faktarutan ”Tudelning i den kommersiella fastighetssektorn” i kapitel 2) och det faktum att flera andra små valutor, som den norska kronan, försvagats på ett liknande sätt indikerar att det inte i första hand är risker kopplade till svenska fastighetsbolag som har drivit utvecklingen av kronan (se diagram 46).

Statistik visar visserligen att det utländska ägandet av aktier i svenska fastighetsbolag har minskat något sedan mitten av 2021.⁴² Sådana förändringar av tillgångsportföljerna hos internationella placerare följer dock naturligt av att företagen i olika sektorer går sämre eller bättre än företagen i andra sektorer i andra länder över konjunkturen.

Diagram 46. Valutorna i små öppna ekonomier jämfört med dollarn

Index, januari 2022 = 100



Anm. Diagrammet visar avistakurser på SEK/USD, CAD/USD, AUD/USD, NOK/USD samt NZD/USD.

Källa: Macrobond Financial AB Daily.

⁴² Andelen noterade aktier i svenska fastighetsbolag som ägs av utländska aktörer har minskat från 36 procent tredje kvartalet 2021 till 33 procent andra kvartalet 2023.

Finansiella aktörer står för den övervägande delen av handeln med kronan

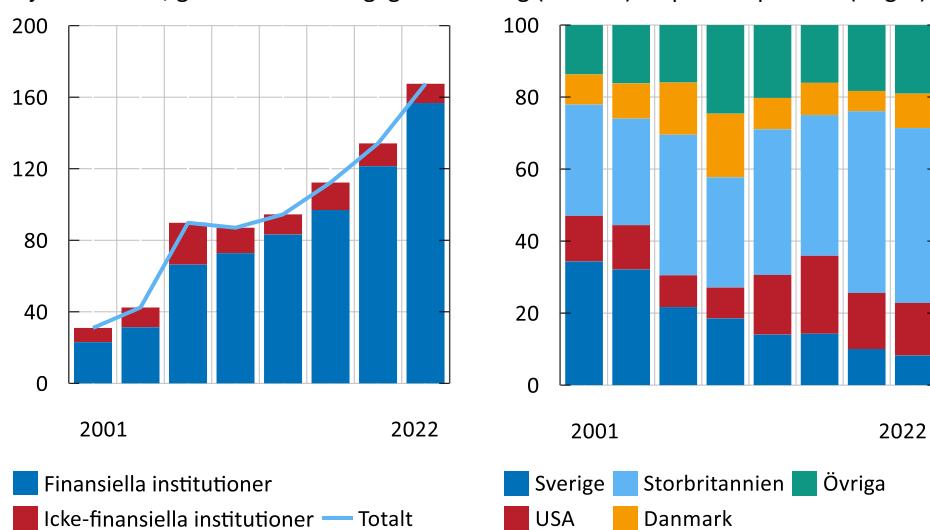
För att bättre förstå vad som kan driva kronans utveckling är det värdefullt att gå in i mer detalj på hur valutamarknaden fungerar.⁴³ Marknaden, som volymmässigt är störst av alla finansiella marknader, är global men samtidigt decentraliserad och utgörs av ett nätverk av stora banker och finansiella institutioner som fungerar som intermediärer för aktörer som vill sälja eller köpa en viss valuta vid ett visst tillfälle, vilka främst är finansiella institutioner och icke-finansiella företag. Eftersom köp- och säljintressen inte alltid kommer till uttryck samtidigt fungerar de som marknads-garanter och gör affärerna i eget namn och tar själva på sig valutarisk för kortare eller längre tid. Handeln sker alltid i par av olika valutor, till exempel kronor per dollar, och intermediärerna tjänar främst pengar på skillnaden mellan köp- och säljkursen för ett valutapar och på omsättningsvolymen.

Diagram 47 visar statistik för handeln med kronor. Av det vänstra fältet i diagrammet är det tydligt att finansiella aktörer står för den absolut största delen av handeln och att andelen har ökat över tiden. Det mesta av handeln med kronor är transaktioner mellan en finansiell institution och en annan. Handeln med kronor som involverar en icke-finansiell aktör, som sannolikt har en mer direkt koppling till handeln med varor och tjänster, har minskat som andel av den totala handeln med kronor. Av det högra fältet i diagram 47 är det också tydligt att det endast är en mindre del av handeln som sker via svenska intermediärer. Andelen har dessutom minskat tydligt de senaste decennierna. Den största delen av handeln med kronor sker i stora finansiella centra utomlands, framför allt i London.

⁴³ För mer detaljer, se A. Nordström (2022), "Understanding the foreign exchange market", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, Sveriges riksbank.

Diagram 47. Omsättning av handeln med kronor

Miljarder dollar, genomsnitt av daglig omsättning (vänster) respektive procent (höger)



Anm. Det vänstra fältet illustrerar storleken på handeln som intermediärer på valuta-marknaden för kronor har med andra finansiella institutioner (inkluderar både andra inter-mediärer och andra finansiella institutioner) respektive icke-finansiella institutioner. Det högra fältet illustrerar storleken på handeln med kronor av intermediärer i olika ursprungsländer. Den första stapeln i respektive fält gäller 2001. De resterande staplarna visar statistisk för vart tredje efterföljande år där den sista stapeln gäller 2022.

Källa: BIS Triennial Central Bank Survey.

Det finns flera olika motiv till valutahandel. Ett är att företag kan behöva växla valutor vid internationell handel med varor och tjänster, ett annat att man vill gardera sig mot förluster på grund av förändringar av växelkurser. Ytterligare ett motiv är att en aktör, till exempel en pensionsfond, vill äga utländska tillgångar för att sprida risken i sin sammantagna portfölj eller uppfylla placeringsregler. Att olika aktörer önskar spekulera i hur olika valutor kommer att förändras kan också ha betydelse.

Växelkursen kan i perioder variera på ett sätt som har en svag koppling till den makroekonomiska utvecklingen

Valutamarknaden skiljer sig på många sätt från den perfekta marknad som läroböcker ofta utgår från. Som beskrivits sker handeln via intermediärer, i stället för att köpare och säljare möts direkt. Marknaden har också en relativt invecklad struktur där handel sker i olika segment med vissa skillnader i köp- och säljpriser och på ett flertal olika elektroniska plattformar. Mikrostrukturen på marknaden gör bland annat att flödet och spridningen av information om handeln som pågår kan påverka prisbildningen och det kan spela roll vilken aktör som initierar en valutaaffär. Både förmågan och viljan hos intermediärerna att ta valutarisk kan spela roll för växelkursens utveckling för en viss valuta.

Även andra typer av friktioner påverkar prisbildningen.⁴⁴ I praktiken innebär det att växelkursen för till exempel kronan inte bara kommer att fungera som en ”stöt-dämpare” som anpassar sig till variationer i utbudet av och efterfrågan på kronor som följer av den ekonomiska utvecklingen i Sverige jämfört med andra länder. På kort och kanske även något längre sikt kan växelkursen variera på ett sätt som bara har en svag koppling till utvecklingen i den reala makroekonomin, och växelkursen kan i vissa fall även vara en källa till variationer i ekonomin.⁴⁵

Placeringsbehov utomlands via svenskt finansiellt sparande ökar utbudet av kronor

Vad är det för typ av kapitalflöden som ligger bakom den stora dagliga omsättningen på marknaden för kronor som speglas i diagram 47?⁴⁶ En första observation är att Sverige har en stor utrikeshandel och betydande finansiella tillgångar och skulder gentemot omvärlden. Det innebär att olika aktörer ständigt behöver köpa och sälja svenska kronor för att placera och låna utomlands och även försäkra sig mot förluster på grund av att växelkursen varierar. Som diagram 48 illustrerar har Sverige sedan länge ett överskott i det finansiella sparandet, vilket är spegelbilden av ett långvarigt överskott i utrikeshandeln.

⁴⁴ En genomgång av forskningslitteraturen kring segmenterade internationella finansmarknader med olika typer av friktioner finns bland annat i M. Maggiori, (2022), ”International macroeconomics with imperfect financial markets”, kapitel 5 i *Handbook of International Economics* vol. 6, Elsevier.

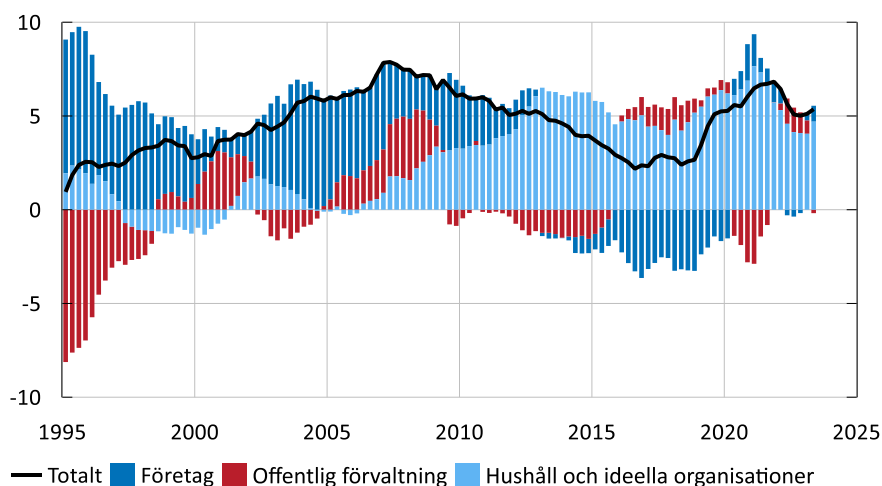
⁴⁵ Se till exempel O. Itskhoki och D. Mukhin (2021), ”Exchange Rate Disconnect in General Equilibrium”, *Journal of Political Economy* 129(8).

⁴⁶ De totala kapitalflödena utgörs av många olika delar och aktörer. Beskrivningen nedan gäller endast ett urval av dessa.

Bakgrunden till överskottet är bland annat den demografiska utvecklingen, reformeringen av pensionssystemet och införandet av det finanspolitiska ramverket på 1990-talet. Det senaste decenniet har överskottet framför allt utgjorts av hushållens finansiella sparande (se vidare fördjupningen ”Hushållens sparande ökade tydligt under pandemin”).

Diagram 48. Sveriges finansiella sparande fördelat på sektorer

Procent av BNP



Källa: SCB.

Det stora finansiella sparandet placeras både i inhemska och utländska tillgångar. Hushåll och företag sparar i privat regi genom investeringsfonder och delar av sparandet går även genom stora tillgångsförvaltare som försäkringsföretag och pensionsfonder. Hur de aktörerna agerar på den globala kapitalmarknaden har betydelse för efterfrågan och utbudet på kronor.

Den högra bilden i diagram 49 visar att de svenska försäkringsföretagen och AP-fonderna nästan har fördubblat sina svenska och utländska tillgångar det senaste decenniet. Som det vänstra fältet i diagrammet visar beror det delvis på att försäkringsföretagen har fått in stora nettopremier från sina försäkringstagare. Men en god avkastning på de globala kapitalmarknaderna har också bidragit.

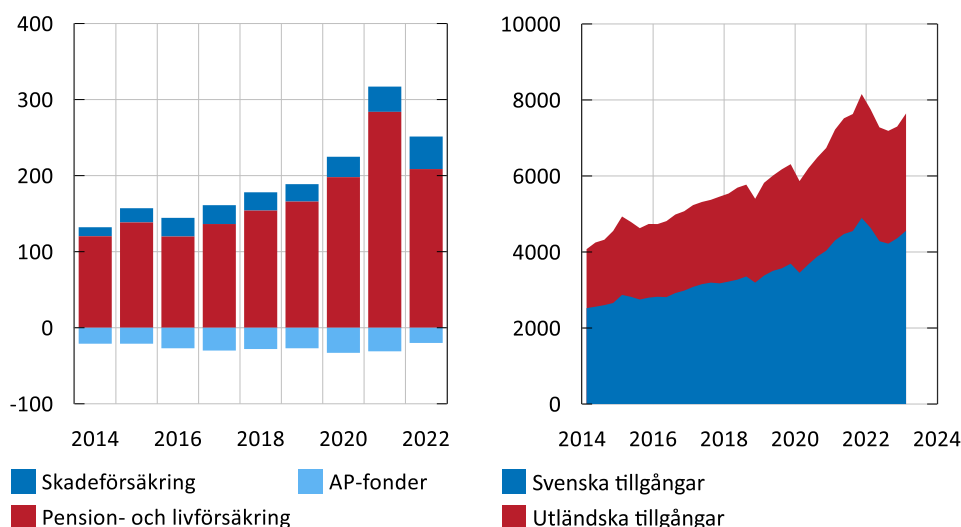
Försäkringsföretagen och AP-fonderna placerar en stor del av sina tillgångar i utlandet dels för att sprida riskerna i sina portföljer, dels för att den svenska kapitalmarknaden är relativt liten sett till deras investeringsbehov. Eftersom premierna oftast är i kronor behöver dessa växlas till utländsk valuta för att köpa utländska tillgångar, vilket ökar utbudet av kronor och bidrar till en försvagning av kronan, allt annat lika.

Försäkringsföretagen och AP-fonderna valutasäkrar dock generellt sina placeringar i utländska räntebärande tillgångar, det vill säga de skyddar sig mot en försvagning av den utländska valutans växelkurs mot kronan genom swapkontrakt – ett avtal om byte av en valuta mot en annan under en viss tidsperiod med en i förväg bestämd växelkurs. Det gör att effekten på kronan blir mindre än om de växlar till utländsk valuta utan att valutasäkra. Men utländska aktietillgångar valutasäkras i mindre

utsträckning än räntebärande tillgångar och aktier utgör nästan hälften av försäkringsföretagens och AP-fondernas tillgångar. Eftersom de är stora nettoköpare av utländska aktier kommer de därför att på sikt bidra till ett utbud av kronor. På kortare sikt är det dock svårt att bedöma effekten på växelkursen och de senaste kvartalen har dessa aktörers nettotransaktioner i utländska aktier varit relativt små.

Diagram 49. Nettopremier till försäkrings- och pensionssektorn samt totala placeringstillgångar (inkl. AP-fonder)

Miljarder SEK



Anm. I diagrammet till vänster är nettopremier till privata kapital- och pensionsförsäkringar exkluderade. AP-fonderna (Första-Fjärde AP-fonden) har under samtliga år i diagrammet varit nettobetalare till inkomstpensionssystemet. Sjätte AP-fonden är också en buffertfond men har inga betalningsflöden gentemot pensionssystemet. Utöver försäkringsföretag och AP-fonderna inkluderar diagrammet till vänster den traditionella förvaltningen som Pensionsmyndigheten förvaltar inom premiepensionssystemet (dock ej fondtorget eller Sjunde AP-fonden).

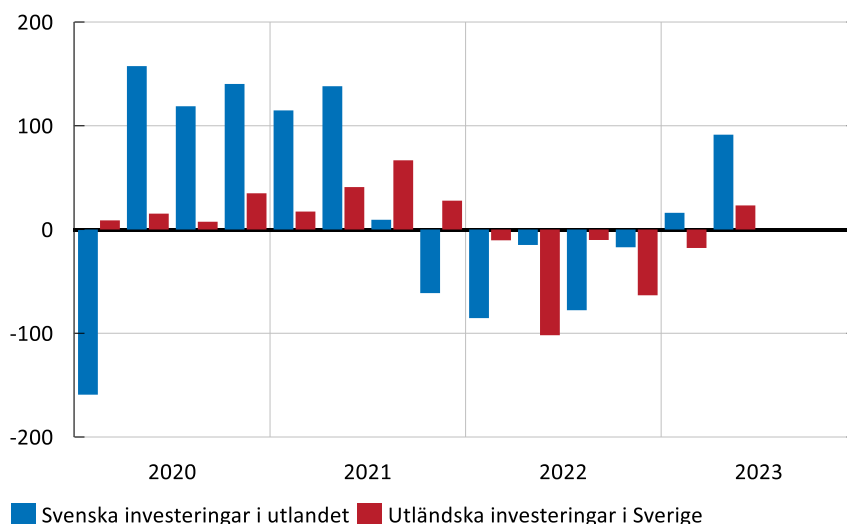
Källor: Svensk Försäkring och SCB.

Förra året minskade det utländska innehavet av svenska aktier

Svenska aktörers placeringar i utländska tillgångar är således en källa till kronförsäljningar. En annan källa är de motsvarande flödena från utländska aktörers placeringar i svenska tillgångar, bland annat i räntebärande tillgångar och aktier. De flödena kännetecknas inte av samma underliggande strukturella mönster som svenska placeringar utomlands, utan är mer drivna av till exempel konjunkturvariationer. Andelen av svenska statspapper som ägs av utländska aktörer har minskat gradvis sedan slutet av 2018 medan andelen av säkerställda obligationer i kronor har varit relativt stabil sedan slutet av 2021. Utländska aktörer har samtidigt minskat sina placeringar på den svenska aktiemarknaden – det utländska ägandet har minskat från 40 procent till 38 procent mellan andra kvartalet 2021 och andra kvartalet 2023. Som diagram 50 visar sålde utlandet netto svenska aktier och fondandelar för drygt 180 miljarder kronor förra året. Sannolikt innebar huvuddelen av det också försäljningar av kronor mot utländsk valuta, vilket torde ha bidragit till kronans försvagning. Det andra kvartalet 2023 var dock de utländska portföljinvesteringarna i Sverige positiva.

Diagram 50. Portföljinvesteringar

Miljarder kronor



Anm. Portföljinvestering är ett förvärv eller avyttring av värdepapper varefter ägarandelen eller rösträtten i företaget är lägre än 10 procent.

Källa: SCB (Betalningsbalansen).

Placeringsstrategier kan ha bidragit till kronans försvagning på senare tid

Som beskrivits tidigare kan handeln med kronor och växelkursen inte bara påverkas av svenska företags utrikeshandel, finansiella företags portföljplaceringar och behovet att försäkra sig mot variationer i växelkursen. Även ren och aktiv spekulation i hur kronan ska utvecklas kan spela roll. Det finns aktörer, till exempel olika fondförvaltare, som tillämpar olika strategier som försöker utnyttja ränteskillnader mellan två valutor och mönstren i växelkursernas utveckling för att få avkastning på placeringar. Frik-tionerna på de finansiella marknaderna gör att sådana strategier kan vara lönsamma under relativt långa perioder, vilket inte borde vara fallet om marknaderna är effek-tiva. Kapitalflödena som blir konsekvensen av sådana placeringsstrategier kan även i sig förstärka förändringar av växelkursen, till exempel bidra till att växelkursen fort-sätter att försvagas om den väl börjat göra det.

Ett exempel på strategi är att låna upp medel till en låg ränta och placera dessa i en tillgång med högre ränta. Den engelska beteckningen på detta är "carry trade".⁴⁷ På valutamarknaden innebär strategin att en investerare lånar pengar i en valuta där räntan är låg (finansieringsvalutan) och placerar dessa i en valuta där räntan är hög (placeringsvalutan). Det medför alltså att investerare säljer finansieringsvalutan och köper den andra valutan som placering. Strategin kan utföras med hjälp av termins-kontrakt, men även andra typer av finansiella instrument kan användas.

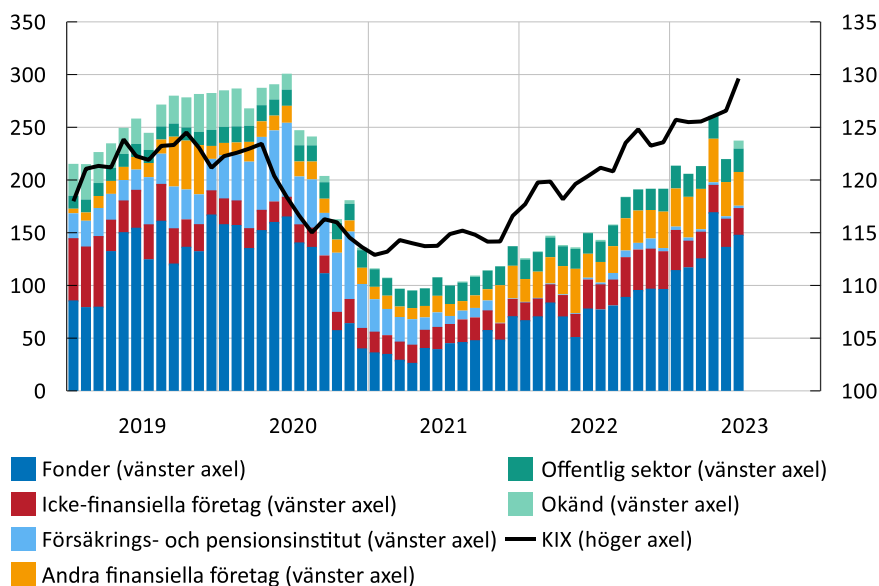
⁴⁷ Namnet kommer av att det enda som behövs för att göra en vinst på placeringen är att man håller, eller "bär" (carries, på engelska), tillgången. Inget pris behöver ändras för att det ska ske, till exempel att räntan på tillgången man investerat i ökar.

Grunden för strategin är skillnaden i räntor, men växelkursen mellan ländernas valutor avgör om placeringen är framgångsrik.⁴⁸ Om finansieringsvalutan blir starkare än placeringsvalutan äts en del av den positiva ränteskillnaden upp och om förstärkningen är tillräckligt stor kommer man att förlora pengar på strategin.⁴⁹ Med tanke på att placeringarna behöver vara till stora belopp för att löna sig och att växelkurser kan röra sig snabbt kan förlusterna bli stora. Strategin kan därför vara mer intressant då det är liten variation i växelkursen mellan de inblandade valutorna och då räntan i landet som investeraren placerar i förväntas vara fortsatt hög eller stiga ytterligare.

Kontakter med marknadsaktörer indikerar att kronan har varit en vanlig finansieringsvaluta för carry trade på senare tid. Det är dock svårt att utifrån den statistik som finns avgöra om så har varit fallet. Diagram 51 illustrerar utlåningen i kronor av svenska banker till utlandet uppdelad på olika aktörer. Som beskrivits ovan är sådan finansiering en viktig del i den här placeringsstrategin. Diagrammet visar att det mesta av utlåningen sker till utländska fonder och att utlåningen har ökat trendmässigt sedan 2021. Storleken på utlåningen är dock inte större i dagsläget än före pandemin.

Diagram 51. Utlåning från svenska monetära finansinstitut till låntagare i utlandet

Miljarder SEK och index, 1992-11-18=100 (KIX)



Anm. Utlåning från svenska MFI till låntagare i utlandet.

Källa: Riksbanken (Krita).

⁴⁸ På en effektiv marknad kommer vinsten av att låna till en låg ränta i en valuta och investera till en högre ränta i en annan valuta att, på sikt, vara lika stor som den förväntade förlusten man gör på att valutan som man investerar i försvagas.

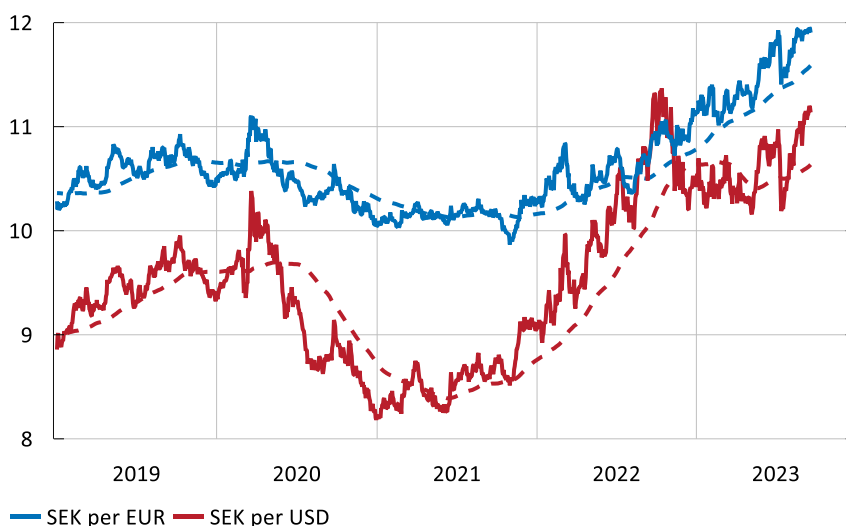
⁴⁹ På motsatt sätt skulle avkastningen bli ännu större om finansieringsvalutan tvärtom försvagades. Men strategin i sig utgår inte från att växelkursen ska förändras i gynnsam riktning för placeraren. Motivet för "carry trade" behöver alltså inte vara kopplat till spekulerande i att finansieringsvalutan ska försvagas.

En annan omständighet som kan ha gjort kronan särskilt intressant i vissa investeringsstrategier är att förändringar av kronans växelkurs har tenderat att samvariera med förändringar av värdet på riskfyllda tillgångar utomlands. Till exempel har kronans växelkurs mot dollarn samvarierat med aktiepriserna i USA. För att minska risken i sin portfölj kan en placerare utnyttja det genom att sälja eller låna upp i kronor. – om aktieplaceringen minskar i värde tenderar även värdet på positionen i kronor att minska, eftersom kronan brukar tappa i värde i sådana scenarier.

Det finns också strategier som baseras på mönster i hur tillgångspriser har rört sig den senaste tiden. Strategin kan gälla olika tillgångsslag, men är vanlig inom just valuta-handeln. De grundläggande orsakerna till prisernas utveckling är av mindre betydelse. Det handlar mer om att med statistiska metoder identifiera "momentum" och trender i prisrörelserna som placerare kan utnyttja. Det kan till exempel vara att försöka identifiera "vinnare och förlorare" bland tillgångar och placera baserat på tron att förhållandet mellan tillgångarna kommer att stå sig framöver. Ett annat exempel är att fokusera på trenden i enskilda tillgångspriser och utgå från att priset tenderar att fortsätta i samma riktning om trenden är tillräckligt "kraftfull". Tanken är att utnyttja sentimentet, den generella känslan och stämningen, på marknaden och tendensen hos investerare att följa ett flockbeteende och placera som majoriteten av övriga aktörer gör. Som diagram 52 illustrerar varierar kronans växelkurs en hel del på daglig basis men diagrammet visar också att det finns trender på ett halvårs sikt som kan vara intressanta för placeringsstrategier av den här typen.

Diagram 52. Svenska kronans växelkurs mot dollar och euro

Dagliga noteringar och glidande medelvärde



Anm. Heldragen linje avser dagliga noteringar för växelkursen. Streckad linje avser ett sex månaders glidande medelvärde.

Källa: Macrobond Financial AB Daily.

Av Riksbankens kontakter med marknadsaktörer framgår det att den trendmässiga försvagningen har ökat intresset för att spekulera i att trenden kommer att fortsätta. Det har sannolikt bidragit till kronans svaga utveckling. Men utifrån den statistik som finns tillgänglig är det svårt att bekräfta och kvantifiera hur stor betydelse detta har haft för utvecklingen av kronan på senare tid.

God ekonomisk grund stärker kronan på sikt

Sverige har valt ett växelkurssystem med en flytande krona och Riksbankens ansvar i systemet är att hålla inflationen låg och stabil. Riksbanken har alltså ett mål för inflationen, inte för växelkursen. Det innebär inte att Riksbanken ignorerar kronans utveckling. Den är viktig för penningpolitiken eftersom Riksbanken anpassar penningpolitiken till utsikterna för inflationen som bland annat påverkas av växelkursen – i en miljö med hög inflation kan dessutom genomslaget av växelkursen på priserna vara större än normalt.⁵⁰ På ett mer övergripande plan är överdrivna variationer i växelkursen inte heller bra för den realekonomiska utvecklingen och svensk ekonomi i stort.

Upplevda risker för svensk ekonomi kan visserligen hålla nere värdet på kronan i när-tid men faktorer som starka statsfinanser, en motståndskraftig arbetsmarknad och en underliggande god konkurrenskraft talar för svensk ekonomi. I dagsläget är kronan undervärderad och Riksbanken, liksom flera andra analytiker, bedömer att växelkursen både reellt och nominellt kommer att stärkas. Det är dock svårt att säga exakt när det kommer att ske och med hur mycket. I den mån spekulationer om en fortsatt nedgång för kronan har bidragit till utvecklingen den senaste tiden kan kronan förstärkas relativt snabbt när väl omsvängningen sker och placerare tar nya positioner baserat på att trenden har brutits.

⁵⁰ Se faktarutan "Växelkursens genomslag när inflationen är hög" i *Penningpolitisk rapport*, juni 2023, Sveriges riksbank.

FÖRDJUPNING – Hushållens sparande ökade tydligt under pandemin

De svenska hushållen har under lång tid sparat en stor andel av sin inkomst. Den största delen av sparandet utgörs av kollektiva premie- och tjänstepensioner, men hushållen investerar även i bostäder och har på senare tid dessutom ett positivt finansiellt sparande. Det finansiella sparandet syns i bankinlåningar, aktier, fonder, och liknande. Detta sparande steg kraftigt under inledningen av pandemin när hushållen minskade sin konsumtion mer än deras inkomster föll. Påtvingade restriktioner och ändrade beteendemönster innebar alltså att hushållen byggde upp en likvid buffert. Analysen som görs här indikerar att hushållen fortfarande har kvar en stor del av denna buffert. Om hushållen framöver skulle använda mer av den till konsumtion skulle efterfrågan kunna utvecklas starkare än i Riksbankens prognos. I vilken grad hushållen kommer att göra detta är dock svårt att bedöma, bland annat eftersom det inte finns statistik över hur sparandet fördelar sig mellan olika hushåll.

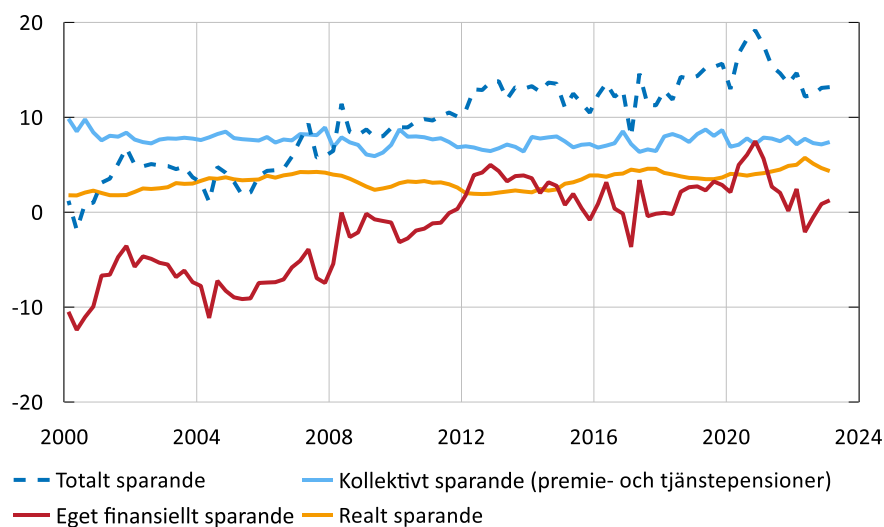
Sparkvoten har stigit sedan början av 2000-talet

Hushållens sparande beskriver skillnaden mellan deras inkomster och hur mycket de konsumerar, under till exempel ett år. De svenska hushållens sparande har vuxit tydligt under 2000-talet. I början av seklet var hushållens sparkvot, det vill säga sparande som andel av disponibel inkomst, omkring noll. 2022 uppgick sparkvoten till nära 15 procent (se diagram 53).

Hushållens sparande delas vanligen in i tre typer. I Sverige består den största delen av kollektivt sparande, det vill säga premie- och tjänstepensioner, som hushållen på kort sikt inte själva kan påverka. Det kollektiva försäkringssparandet i Sverige är högt i ett internationellt perspektiv. En annan del av sparandet utgörs av reala investeringar i framför allt bostäder. Den tredje delen utgörs av hushållens egna finansiella sparande. Här ingår aktier, fonder och bankinlåningar. Att sparkvoten har vuxit de senaste tjugo åren beror på att det egna finansiella sparandet har ökat i Sverige. Under pandemin ökade det markant och år 2020 uppgick det till drygt 5 procent, vilket är historiskt högt. Efter pandemin har sparkvoten återgått tillbaka till nivåerna som var normala före pandemin.

Diagram 53. Hushållens sparande

Andel av disponibel inkomst, säsongrensade data



Anm. Hushållen+HIO.

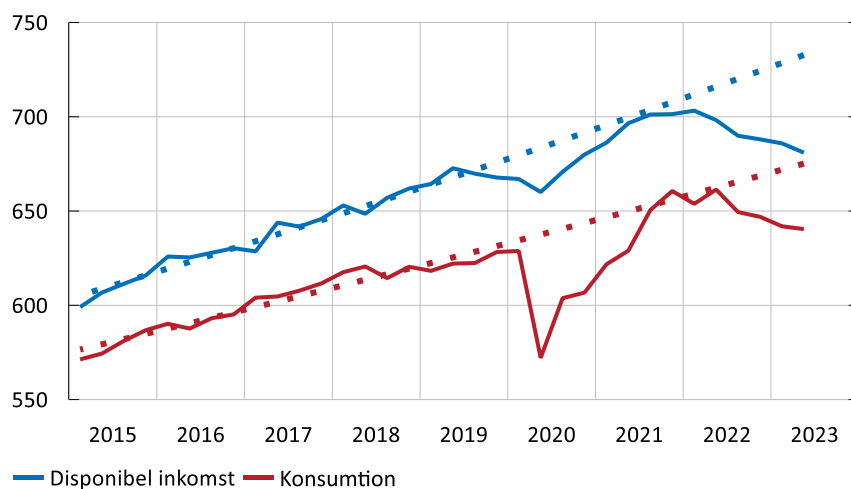
Källor: SCB och Riksbanken.

Sparandet ökade snabbt under pandemin

Under pandemin sammanföll flera faktorer som tillsammans medförde att hushållens sparande ökade snabbt. Hushållens konsumtion minskade mer än under normala konjunkturedgångar. Konsumtionen varierar normalt sett mindre än andra delar av efterfrågan, vilket man brukar förklara med att hushållen så långt som möjligt försöker jämna ut sin konsumtion över tiden. Hushållen brukar dock minska sin konsumtion och öka sitt sparande i ekonomiskt osäkra tider, och det osäkra konjunkturläget under pandemin dämpade förmodligen hushållens konsumtion. Pandemin innebar därtill restriktioner som förändrade hushållens beteenden. Konsumtionen av hotell- och restaurang, resor och kultur och nöje minskade markant. Samtidigt hölls hushållens disponibla inkomster uppe av olika stödåtgärder, till exempel förstärkningen av arbetslöshetsersättningen och stödet vid korttidsarbete. Följden blev att hushållens konsumtion föll betydligt snabbare än deras disponibla inkomster, vilket medförde att sparkvoten ökade snabbt (se diagram 54).

Diagram 54. Hushållens disponibla inkomster och konsumtion

Miljarder kronor, fasta priser, säsongrensade värden



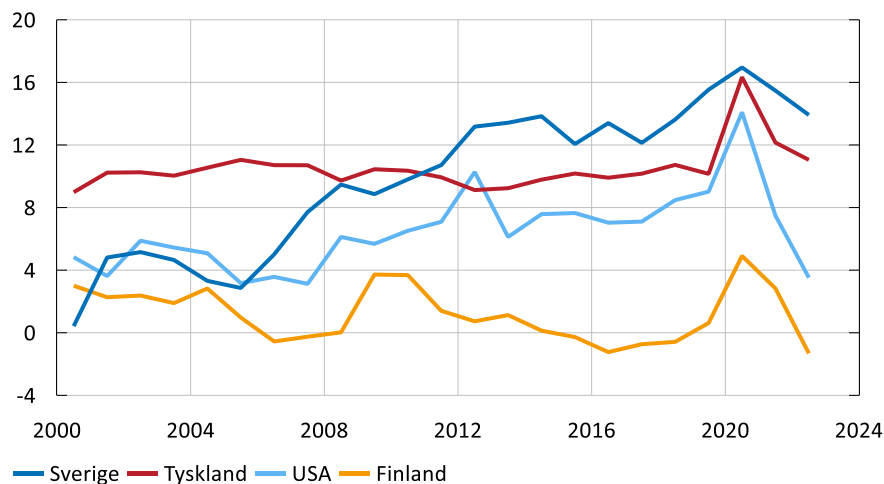
Anm. Prickade linjer är en exponentiell trend skattad på perioden 2015–2019.

Källor: SCB och Riksbanken.

Hushållens sparande utvecklades på liknande sätt i flera andra avancerade ekonomier som införde restriktioner och stödåtgärder under pandemin. Sparkvoterna steg markant i såväl USA som flera länder i Europa (se diagram 55). Efter pandemin har sparkvoterna fallit tillbaka. Den har sjunkit särskilt tydligt i USA där den nu är lägre än före pandemin.

Diagram 55. Hushållens sparande i olika länder

Andel av disponibel inkomst, procent



Anm. Hushållen+HIO, årsdata.

Källa: OECD.

Har hushållen sparat ihop en buffert?

Det har diskuterats om det högre än normala sparandet under pandemin medfört att hushållssektorn som helhet har byggt upp buffertar i form av ett tillfälligt överskottssparande som kan användas för att öka konsumtionen efter pandemin.⁵¹ Med överskottssparande avses skillnaden mellan ett ”normalt” sparande och en tillfälligt högre sparkvot. För att få en uppfattning om hur mycket konsumtionen skulle kunna påverkas kan man uppskatta storleken på överskottssparandet. Sådana uppskattningar har nyligen gjorts utifrån flera olika ansatser.⁵² Nedan följer en sådan uppskattning, anpassad efter svenska förhållanden och tillgängliga data från nationalräkenskaperna. Eftersom syftet är att beräkna hur mycket hushållen har ”buffertsparat” för kommande konsumtion är det lämpligt att basera beräkningen på hushållens egna finansiella sparande. Det är det mått som bäst överensstämmer med hushållens likvida tillgångar, det vill säga bankinlåning och liknande som snabbt kan användas till konsumtion. Det var dessutom det sparandet som förändrades under pandemin. Att definiera hela hushållens egna finansiella sparande sedan 2020 som överskottssparande vore dock sannolikt en överskattning, eftersom hushållen hade ett positivt finansiellt sparande även före pandemin. För en tidsperiod t kan vi uttrycka överskottssparandet som:

$$\begin{aligned} \text{Hushållens överskottssparande}_t &= \text{Hushållens egna finansiella sparande}_t \\ &\quad - \text{Hushållens normala egna finansiella sparande} \end{aligned}$$

Sparandet kan här uttryckas antingen i kronor eller som andel av disponibel inkomst (sparkvot). För enkelhetens skull antas här att hushållens ”normala” finansiella sparkvot är lika stor som det genomsnittliga finansiella sparandet under de fem år som föregick pandemin.⁵³ Genom att räkna samman hushållens ackumulerade överskottssparande sedan pandemin 2020 får vi en uppskattning av buffertens storlek (se diagram 56).

De svenska hushållens ackumulerade överskottssparande ökade snabbt under inledningen av pandemin och uppgick till ungefär 120 miljarder kronor första kvartalet 2022. Det motsvarade knappt 5 procent av hushållens årliga disponibla inkomst. Därefter minskade överskottssparandet till knappt 70 miljarder kronor andra kvartalet

⁵¹ Se till exempel F. de Soyres, D. Moore och J. Ortiz (2023), ”Accumulated Saving During the Pandemic: An International Comparison with Historical Perspective”, FEDS Notes, Federal Reserve, och N. Battistini, V. Di Nino and J. Gareis (2023), ”The consumption impulse from pandemic savings – does the composition matter?”, ECB Economic Bulletin.

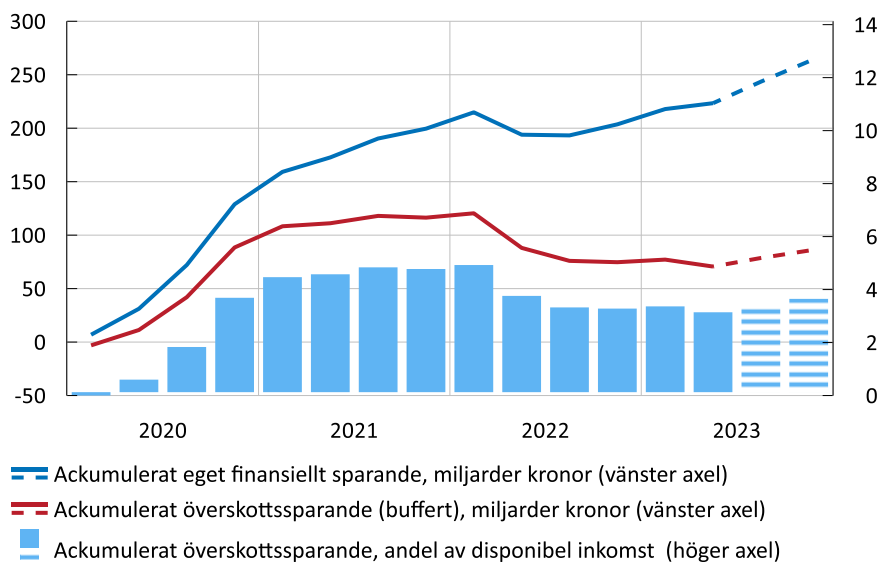
⁵² Att beräkna överskottssparandet är både begreppsligt och metodologiskt svårt. Överskottssparandets storlek beror både på vilken typ av sparande som inkluderas, och på vilken som anses vara den ”normala” sparandenivån. Valet av metod kan ha stor påverkan på vilka slutsatser som dras kring överskottssparandets storlek. Från USA finns det exempel på studier som finner att hushållen har betydande överskott kvar och studier som finner att hushållen redan förbrukat överskottssparande. Se till exempel H. Abdelrahman och L. Oliviera (2023), ”The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings”, FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco och F. Soyres, D. Moore och J. Ortiz (2023), ”Accumulated Saving During the Pandemic: An International Comparison with Historical Perspective”, FEDS Notes, Federal Reserve.

⁵³ I beräkningarna har den genomsnittliga sparkvoten subtraherats. Resultatet blir snarligt om man i stället subtraherar det genomsnittliga sparandet i kronor.

2023. Framöver väntas det ackumulerade överskottssparandet som andel av disponibel inkomst stabiliseras.

Diagram 56. Ackumulerat överskottssparande i Sverige

Miljarder kronor och procent av disponibel inkomst



Anm. Ackumulerat överskottssparande avser eget finansiellt sparande minus genomsnittligt eget finansiellt sparande 2015–2019. Säsongsrensade kvartalsdata. Disponibel inkomst är summerad över fyra kvartal.

Källor: SCB och Riksbanken.

Det är svårt att uppskatta överskottssparande eftersom resultatet påverkas mycket av metodval och data. Antaganden som görs vad som är den "normala" sparkvoten före pandemin påverkar analysen. I den här analysen bedömer vi vad som är ett normalt sparande baserat på hushållens sparkvot de senaste fem åren före pandemin.

En femårsperiod bedöms här vara en lämplig period att utgå från. Ser man till för långa perioder kan större strukturella förändringar som har skett påverka hushållens sparandebeteende, och ser man till en allt för kort period kan tillfälliga förändringar ges allt för stor vikt. Det spelar stor roll om den normala sparkvoten definieras utifrån medelvärdet eller utifrån (den lineära) trenden under den här femårsperioden. Om den normala sparkvoten definieras utifrån trenden har svenska hushåll sedan mitten av 2022 haft ett negativt överskottssparande det finansiella sparandet är alltså lägre än vad det skulle ha varit om det följde trenden från åren före pandemin.⁵⁴ Sparkvoten i Sverige var relativt stabil mellan 2015 och 2018, men ökade tydligt 2019, vilket medför att trenden sett till hela femårsperioden blir växande. Sparkvoten 2019 bedöms dock inte vara ett tecken på en trendförändring. Därför används ett medelvärde för de senaste fem åren (2015–2019) i beräkningarna.⁵⁵

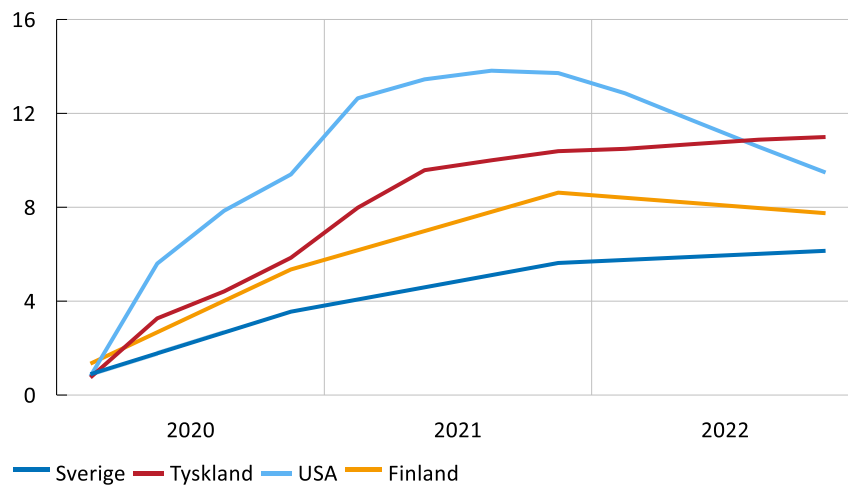
⁵⁴ Se till exempel Ashworth (2023), "About those pandemic savings", Financial Times

⁵⁵ Det spelar också roll om sparkvoten definieras utifrån de senaste fem åren eller de senaste tio åren. Om den normala sparkvoten definieras utifrån *trenden* 2013–2019 har Sverige ett överskottssparande på cirka 130 miljarder kronor andra kvartalet 2023. Om den normala sparkvoten stället definieras utifrån *medelvärdet* 2013–2019 har Sverige ett överskottssparande på ca 10 miljarder kronor andra kvartalet 2023.

I internationella jämförelser görs ofta beräkningar på den totala sparkvoten, alltså inte rensat för försäkringssparande och reallt sparande.⁵⁶ Beräknat på det sättet är Sveriges ackumulerade överskottssparande ungefär lika stort som i andra avancerade ekonomier (se diagram 57). I USA har överskottssparandet minskat betydligt mer än i Europa. Det beror bland annat på att överskottssparandet där i större utsträckning byggdes upp av stimulanspaket som, med bland annat kontantutbetalningar, bidrog till att hålla uppe den disponibla inkomsten för låginkomsthushåll.⁵⁷

Diagram 57. Ackumulerat överskottssparande i olika länder

Procent av disponibel inkomst



Anm. Ackumulerat överskottssparande avser den totala sparkvoten minus den genomsnittliga totala sparkvoten 2015–2019. Årsdata. Disponibel inkomst är summerad över fyra kvartal.

Källor: OECD och Riksbanken.

Hushållens likvida tillgångar har ökat

Att pandemin medfört ett överskottssparande syns även i finansräkenskaperna som beskriver hushållens finansiella tillgångar och skulder. I vilken utsträckning tillgångarna kan påverka konsumtionen på kort sikt beror på hur likvida de är. Hushållen har många olika slags finansiella tillgångar, varav den mest likvida är bankinlåning. Sedan pandemins utbrott har hushållens bankinlåning ökat med över 500 miljarder kronor.⁵⁸ Värdet på aktie- och fondinnehav växte markant 2020 och 2021, för att sedan falla under inledningen av 2022, se diagram 58. Dessa tillgångar är dock något mindre likvida än bankinlåning.

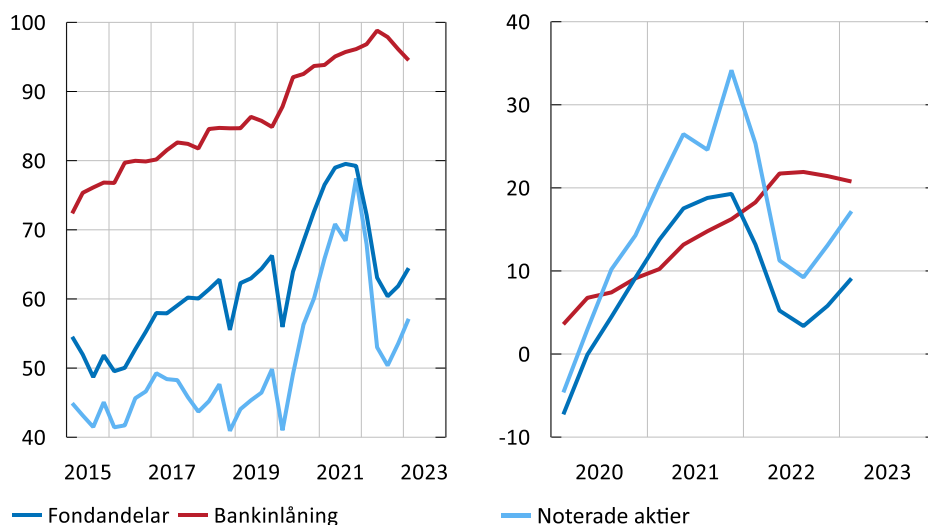
⁵⁶ Se till exempel F. de Soyres, D. Moore och J. Ortiz (2023), "Accumulated Saving During the Pandemic: An International Comparison with Historical Perspective", FEDS Notes, Federal Reserve.

⁵⁷ Se exempelvis N. Battistini, V. Di Nino och J. Gareis (2023), "The consumption impulse from pandemic savings – does the composition matter?", ECB Economic Bulletin.

⁵⁸ Riksbanken gör här ingen justering av finansräkenskaperna gentemot ett "normalvärde".

Diagram 58. Hushållens finansiella tillgångar

Procent av disponibel inkomst (vänster) respektive ackumulerat värde sedan fjärde kvartalet 2019, procent av disponibel inkomst (höger)



Anm. Disponibel inkomst är summerad över fyra kvartal.

Källor: SCB och Riksbanken.

Hushållens buffert kan motsvara knappt 3 procent av konsumtionen

Analyserna av sparandet och tillgångarna tyder båda på att hushållssektorn som helhet fortfarande har reserver att ta av som de skulle kunna använda till konsumtion. För att illustrera hur stor påverkan sådana reserver kan ha så motsvarar ett ackumulerat överskottssparande på runt 70 miljarder kronor knappt 3 procent av hushållens konsumtion 2022 och drygt 1 procent av svensk BNP.

Huruvida överskottssparandet kommer att användas till konsumtion beror till stor del på hur det är fördelat mellan hushåll, både med avseende på hushållens förmögenheter, men också på vad förmögenheterna består av. Hushållens marginella konsumtionsbenägenhet, det vill säga hur mycket hushåll förändrar sin konsumtion när deras disponibla inkomst varierar, är olika stor beroende på hur höga inkomster hushållen har och hur förmögna de är. Mindre resursstarka hushåll tenderar att ändra konsumtion mer när deras disponibla inkomst förändras.⁵⁹ De mest förmögna hushållen konsumerar endast en bråkdel av sina inkomster. Därtill påverkar också fördelningen av ett hushålls olika typer av tillgångar deras marginella konsumtionsbenägenhet. Förmögna hushåll med en stor andel icke-likvida tillgångar, till exempel fastigheter, har en högre benägenhet att konsumera om deras inkomster ökar, jämfört med liknande grupper med mer likvida tillgångar.⁶⁰ Vidare kan hushåll med stora lån välja

⁵⁹ Se till exempel K.E. Dynan, J. Skinner och S.P. Zeldes (2004), "Do the Rich Save More?", *Journal of Political Economy* 112(2).

⁶⁰ Se G. Kaplan, G.L. Violante och J. Weidner (2014), "The Wealthy Hand-to-Mouth", *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring.

att amortera mera, snarare än att öka sin konsumtion, om deras disponibla inkomst kortsiktigt ökar.⁶¹

I vilken utsträckning svenska hushåll kommer att använda överkottssparande är därför svårt att uppskatta. I Sverige saknas statistik över enskilda hushålls förmögenheter och sparande. Det innebär att det inte går att få en bra bild av hur överskottssparandet fördelats mellan förmögenhetsgrupper och därmed hur sannolikt det är att hushållen totalt sett kommer att använda sparade medel för att öka sin konsumtion. Analyser som gjorts för USA och euroområdet indikerar att alla förmögenhetsgrupper har ökat sina sparade under pandemin, men att huvuddelen av överskottssparandet har skett hos den rikaste tiondelen av hushållen.⁶²

I Riksbankens prognos väntas hushållen inte konsumera sitt överskottssparande under 2023–2024. Det beror dels på att hushållen väntas minska sin konsumtion och öka sitt sparande i ekonomiskt osäkra tider, dels på att sparandet bedöms öka när räntorna stiger. Därtill är förmodligen en stor del av det svenska överskottssparandet, precis som i USA och Euroområdet, koncentrerat till hushåll med höga inkomster där den marginella konsumtionsbenägenheten är mindre. Hushållen bedöms därför inte minska sitt överskottssparande för att hålla uppe konsumtionen under 2023 och 2024, men här finns en upptrisk.

⁶¹ Se K. Dynan (2012), "Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption?" Brookings Papers on Economic Activity.

⁶² Se H. Abdelrahman och L.E. Oliveira (2023), "The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings", FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Prognostabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Styrränteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2023kv2	2023kv3	2023kv4	2024kv3	2025kv3	2026kv3
Styrräntan	3,32 (3,32)	3,75 (3,75)	4,03 (3,99)	4,10 (4,05)	4,04 (4,00)	3,69

Källa: Riksbanken.

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2021	2022	2023	2024	2025
KPIF	2,4 (2,4)	7,7 (7,7)	5,9 (5,9)	2,5 (2,4)	1,8 (1,8)
KPIF exkl. energi	1,4 (1,4)	5,9 (5,9)	7,5 (7,4)	2,9 (2,8)	2,1 (2,0)
KPI	2,2 (2,2)	8,4 (8,4)	8,6 (8,9)	4,6 (4,3)	2,4 (2,3)
HIKP	2,7 (2,7)	8,1 (8,1)	5,9 (5,9)	2,6 (2,4)	1,9 (1,8)

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

	2021	2022	2023	2024	2025
Hushållens konsumtion	6,3 (6,3)	1,9 (1,9)	-2,0 (-2,4)	0,8 (0,7)	1,9 (1,9)
Offentlig konsumtion	3,3 (3,3)	0,0 (0,1)	2,0 (1,6)	1,6 (1,6)	1,3 (1,3)
Fasta bruttoinvesteringar	7,1 (7,1)	6,2 (6,1)	-2,6 (-2,6)	-2,6 (-3,0)	2,6 (2,2)
Lagerinvesteringar*	0,4 (0,4)	1,1 (1,1)	-0,5 (-0,6)	-0,3 (-0,2)	0,0 (0,0)
Export	11,1 (11,1)	7,0 (7,0)	1,2 (2,5)	0,3 (0,5)	2,1 (2,1)
Import	11,6 (11,6)	9,3 (9,4)	-0,2 (-0,4)	0,0 (0,1)	2,1 (2,1)
BNP	6,1 (6,1)	2,8 (2,8)	-0,8 (-0,5)	-0,1 (0,0)	1,9 (1,8)
BNP, kalenderkorrigerad	6,0 (6,0)	2,8 (2,8)	-0,6 (-0,2)	-0,1 (0,0)	2,1 (2,0)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	5,4 (5,4)	2,4 (2,4)	-1,1 (-1,4)	0,0 (-0,1)	1,8 (1,7)
Nettoexport*	0,3 (0,3)	-0,6 (-0,6)	0,7 (1,5)	0,2 (0,2)	0,1 (0,1)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	6,8 (6,8)	5,0 (4,8)	5,4 (6,0)	5,6 (6,7)	6,2 (7,2)

* 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

	2021	2022	2023	2024	2025
Folkmängd, 15–74 år	0,0 (0,0)	0,3 (0,3)	0,5 (0,5)	0,5 (0,5)	0,5 (0,5)
Potentiell sysselsättning	0,8 (0,8)	0,8 (0,8)	0,7 (0,7)	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)
Potentiellt arbetade timmar	0,4 (0,4)	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)	0,6 (0,6)	0,6 (0,6)
Potentiell BNP	2,3 (2,2)	1,6 (1,6)	1,6 (1,6)	1,5 (1,6)	1,5 (1,5)
BNP, kalenderkorrigerad	6,0 (6,0)	2,8 (2,8)	-0,6 (-0,2)	-0,1 (0,0)	2,1 (2,0)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	2,3 (2,3)	2,3 (2,3)	1,9 (2,2)	-1,0 (-1,3)	0,7 (0,6)
Sysselsatta	1,0 (1,0)	2,7 (2,7)	1,7 (1,4)	-0,7 (-0,6)	0,3 (0,4)
Arbetskraft	1,2 (1,2)	1,2 (1,2)	1,6 (1,4)	0,2 (0,2)	0,4 (0,4)
Arbetslöshet*	8,8 (8,8)	7,5 (7,5)	7,4 (7,5)	8,3 (8,2)	8,3 (8,3)
Sysselsättningsgap**	-1,3 (-1,3)	0,6 (0,6)	1,6 (1,3)	0,2 (0,0)	-0,2 (-0,3)
Tim-gap**	-2,0 (-2,0)	-0,3 (-0,3)	0,8 (1,2)	-0,8 (-0,8)	-0,7 (-0,8)
BNP-gap**	0,6 (0,6)	1,8 (1,9)	-0,4 (0,0)	-2,0 (-1,6)	-1,4 (-1,1)

* 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

	2021	2022	2023	2024	2025
Timlön, KL	2,6 (2,6)	2,7 (2,7)	3,9 (4,0)	4,0 (4,0)	3,4 (3,4)
Timlön, NR	2,8 (2,8)	4,0 (4,0)	3,1 (3,2)	4,0 (4,0)	3,4 (3,4)
Arbetsgivaravgifter*	0,6 (0,6)	-0,5 (-0,5)	0,3 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Arbetskostnad per timme, NR	3,5 (3,5)	3,4 (3,4)	3,4 (3,3)	4,0 (4,0)	3,4 (3,4)
Produktivitet	3,7 (3,7)	0,5 (0,5)	-2,4 (-2,4)	0,9 (1,3)	1,5 (1,4)
Arbetskostnad per producerad enhet	0,7 (0,7)	3,0 (3,0)	6,0 (5,9)	3,0 (2,6)	1,9 (2,0)

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

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

Tabell 6. Internationella prognoser

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2021	2022	2023	2024	2025
Euroområdet	0,12	0,46	5,5 (5,3)	3,4 (3,5)	0,4 (0,2)	0,6 (0,8)	1,8 (1,8)
USA	0,15	0,08	5,9 (5,9)	2,1 (2,1)	2,0 (1,2)	0,9 (0,6)	1,9 (2,1)
Kina	0,19	0,10	8,7 (8,9)	3,2 (3,0)	5,1 (5,7)	4,5 (4,7)	4,7 (4,7)
KIX-vägd	0,75	1,00	6,0 (5,8)	3,1 (3,2)	1,3 (1,1)	1,5 (1,6)	2,2 (2,3)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	6,3 (6,3)	3,4 (3,4)	2,9 (2,8)	2,9 (2,9)	3,3 (3,3)

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

KPI	2021	2022	2023	2024	2025
Euroområdet (HIKP)	2,6 (2,6)	8,4 (8,4)	5,6 (5,1)	2,8 (2,2)	2,0 (2,0)
USA	4,7 (4,7)	8,0 (8,0)	4,1 (3,9)	2,6 (2,4)	2,2 (2,3)
KIX-vägd	3,1 (3,1)	8,4 (8,4)	5,7 (5,6)	3,1 (2,8)	2,4 (2,4)

	2021	2022	2023	2024	2025
Styrränta i omvärlden, procent	-0,3 (-0,3)	0,5 (0,5)	3,6 (3,6)	4,0 (3,9)	3,3 (3,2)
Råoljepris, USD/fat Brent	70,7 (70,7)	98,6 (98,6)	83,0 (77,5)	84,4 (72,4)	79,4 (69,9)
Svensk exportmarknad	9,4 (9,2)	8,3 (8,2)	0,3 (-0,5)	1,8 (2,2)	3,0 (3,1)

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

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

Tabell 7. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2021	2022	2023	2024	2025
Riksbankens styrränta	0,0 (0,0)	0,8 (0,8)	3,5 (3,5)	4,1 (4,1)	4,0 (4,0)
10-årsränta	0,3 (0,3)	1,5 (1,5)	2,5 (2,5)	3,1 (3,1)	3,2 (3,2)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	114,3 (114,3)	121,1 (121,1)	128,8 (128,3)	130,3 (127,4)	125,1 (123,3)
Offentligt finansiellt sparande, procent av BNP	0,0 (0,0)	1,1 (0,8)	0,1 (0,0)	-0,8 (-0,7)	-0,6 (-0,6)

Källor: SCB och Riksbanken.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK