

Penningpolitisk rapport

Juni 2024



Penningpolitisk rapport

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

Riksbankens penningpolitiska rapport publiceras fyra gånger om året. Syftet med rapporten är att sammanfatta underlagen för de penningpolitiska besluten och de bedömningar som Riksbankens direktion gör. Rapporten beskriver de överväganden direktionen gjort när man kommit fram till vad som är en lämplig penningpolitik.¹ 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 26 juni 2024.

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

Penningpolitiken i Sverige – Riksbankens strategi

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

Innehållsförteckning

	Penningpolitiska överväganden	5
1	Det ekonomiska läget	10
1.1	Realekonomin och inflationen i omvärlden	10
	FAKTA – Kinas export och västvärldens höjda handelstullar	14
1.2	Finansiella förhållanden	16
	ANALYS – Transmissionen av penningpolitiken till penningmarknaden	22
1.3	Svensk realekonomi	28
	FAKTA – Riksbankens företagsundersökning maj 2024	30
1.4	Svensk inflation	31
2	Utsikterna de kommande åren	33
2.1	De ekonomiska utsikterna i omvärlden	34
2.2	De ekonomiska utsikterna i Sverige	36
2.3	Inflationsutsikterna i Sverige	39
	FAKTA – Befolkningen ökar långsammare	42
3	Penningpolitisk analys	44
3.1	Penningpolitiken i Sverige	44
3.2	Osäkerhet, risker och alternativscenarier	48
	ANALYS – Vilka faktorer drev inflationsuppgången?	54
	Prognostabeller	58

Penningpolitiska överväganden

Inflationen har fortsatt att sjunka och är nära målet på 2 procent. Förutsättningarna för en inflation i linje med målet även på lite längre sikt är goda. De långsiktiga inflationsförväntningarna signalerar ett starkt förtroende för målet och löneökningarna är måttliga.

Ny information tyder på att inflationstrycket i stora drag är som förväntat. Styrräntan lämnas oförändrad på 3,75 procent, i linje med prognosen i mars och kommunikationen i den penningpolitiska uppdateringen i maj.

Utvecklingen av inflationen har varit gynnsam sedan slutet av förra året. Inflationen exklusive energipriser har sjunkit till 3 procent och utfallen sedan i höstas har varit lägre än Riksbankens prognoser. Det senaste utfallet var dock något högre än väntat, vilket illustrerar att det kan komma bakslag när inflationen anpassas till målet. Detta understryker behovet av att styrräntesänkningar sker gradvis.

Mot bakgrund av att inflationen i grunden utvecklas gynnsamt, att konjunkturen bedöms vara något svagare och att kronans växelkurs är något starkare, har prognosen för styrräntan justerats ner något. Förutsatt att inflationsutsikterna står sig kan styrräntan sänkas två eller tre gånger under andra halvåret. Men inflations- och konjunkturutsikterna är osäkra. Det finns risker kopplade till bland annat inflationen i omvärlden, geopolitiska oron, kronans växelkurs och återhämtningen i svensk ekonomi som kan leda till en både högre och lägre styrränta än i prognosen.

Tillväxten i omvärlden tilltog något i början av året och väntas stiga kommande år.

Även världshandeln har utvecklats något starkare under årets inledning. Samtidigt råder ett fortsatt spant geopolitiskt läge, och det finns tendenser till ökad protektionism som kan påverka utvecklingen.

Den amerikanska ekonomin är stark men visar tecken på att mattas av. Resursutnyttjandet i USA bedöms fortfarande vara något högre än normalt, men tillväxten på 0,3 procent under det första kvartalet jämfört med föregående kvartal var svagare än väntat. Tillväxten i konsumtionen, som varit hög, ser också ut att minska framöver. Även andra indikatorer tyder på att BNP-utvecklingen håller på att dämpas.

I euroområdet ser konjunkturen ut att stärkas något. Tillväxten i euroområdet har under en tid varit betydligt svagare än i USA. Men under det första kvartalet ökade BNP med 0,3 procent jämfört med föregående kvartal, efter att ha varit i princip

oförändrad sedan slutet av 2022. Indikatorer tyder på att hushåll och företag nu är något mer positivt inställda till den ekonomiska utvecklingen. Tillväxten väntas dock fortsätta vara lägre än i USA.

Trög nedgång i inflationen i omvärlden. I maj var HIKP-inflationen i euroområdet 2,6 procent och KPI-inflationen i USA 3,3 procent. Inflationstakten i euroområdet har fallit något långsammare under de senaste månaderna, vilket förklaras av att priserna på tjänster fortfarande stiger snabbt. I USA har inflationsnedgången varit trög under en längre period, även om inflationen sjönk något mer än väntat i maj. Det är i synnerhet hyresutvecklingen som fortsatt håller upp inflationen i USA.

Den 6 juni sänkte Europeiska centralbanken (ECB) sin styrränta till 3,75 procent. Det var för första gången sedan 2019 som ECB sänkte styrräntan. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve lämnade intervallet för sin styrränta oförändrad på 5,25 till 5,50 vid sitt senaste möte den 12 juni.

Marknaden förväntar sig att omvärldens styrräntor sänks i en långsammare takt än vid den penningpolitiska uppdateringen i maj. Federal Reserve signalerade att en första sänkning kan komma senare i år. ECB betonar att ytterligare sänkningar är beroende av hur inflations- och löneutsikterna utvecklas. Enligt aktuell marknadsprissättning väntas båda centralbankerna sänka räntan en eller två gånger under andra halvåret.

Svensk BNP ökade under det första kvartalet 2024. Tillväxten var 0,7 procent jämfört med föregående kvartal. Det var starkare än prognosen i mars men beror till stor del på ett tillfälligt stort lagerbidrag. Räntekänsliga delar som hushållens konsumtion och bostadsinvesteringar fortsatte att utvecklas svagt. Månadsutfall för produktion och konsumtion samt indikatorer för hushållens och företagets förtroende tyder sammantaget på en svag tillväxt under andra kvartalet.

Arbetsmarknaden har fortsatt att försvagas. Sysselsättningen har minskat och arbetslösheten har blivit något högre än väntat under våren. Varsel och konkurser har också ökat. Resursutnyttjandet bedöms vara något lägre än normalt, och ekonomin befinner sig i en mild lågkonjunktur.

Tillväxten väntas gradvis stiga under andra halvåret. Tillväxten i hushållens konsumtion, som varit svag under en period, väntas successivt öka i takt med att reallönerna stiger och räntorna sänks. Förväntningar om framtida räntesänkningar har sannolikt bidragit till en ökad optimism hos hushåll och företag. Exporten, som har gett det starkaste bidraget till svensk tillväxt det senaste året, väntas bidra mindre den närmaste tiden. Arbetslösheten förutses stiga ytterligare något under året innan den sjunker i början av nästa år.

Inflationen har fortsatt att sjunka. KPI-inflationen var i maj 2,3 procent, vilket var lite lägre än väntat. Exklusive energi var dock inflationen högre och uppgick till 3,0 procent. Det var marginellt högre än väntat, och berodde på att tjänstepriserna ökade ovanligt mycket. Det kan möjligen delvis förklaras av tillfälliga faktorer, men kan också hänga samman med att priserna är fortsatt känsliga för en starkare efter-

frågan. Prisförändringar på kortare sikt är överlag något högre än tidigare men fortsatt nära 2 procent.

Löneökningarna har stigit det senaste året i linje med de löneavtal som tecknades 2023. I mars steg lönerna med 4,5 procent jämfört med samma månad föregående år. I prognosen väntas löneökningstakten dämpas under året när de avtalade löneökningarna blir något lägre. Reallönerna och hushållens köpkraft stiger nu när inflationen sjunkit och är nära målet.

Indikatorer tyder på ett inflationstryck som är förenligt med inflationsmålet. Enligt Konjunkturinstitutets barometer har företagens prisplaner överlag sjunkit och bedöms i likhet med utvecklingen av producentpriserna vara ungefär i linje med en inflationstakt på 2 procent.

Kronan har stärkts sedan den penningpolitiska uppdateringen i maj. Kronan har varit volatil under våren vilket understryker den osäkerhet som präglar bedömningar av kronans utveckling. I prognosen antas kronan stärkas ytterligare framöver.

Inflationen väntas fortsatt vara nära inflationsmålet. Den förda penningpolitiken och de avtagande utbudsstörningarna bidrar till att inflationen framöver utvecklas i linje med inflationsmålet. Energipriserna väntas bli lägre i år än i fjol, vilket innebär att KPIF-inflationen under enskilda månader förutses bli något lägre än inflationen mätt med KPIF exklusive energi.

Det finns risker som kan få inflationen att avvika från målet. En tilltagande geopolitisk oro skulle kunna utlösa nya utbudsstörningar och leda till att inflationen stiger igen. Den amerikanska ekonomin kan överraska och fortsätta att utvecklas starkare än väntat vilket skulle kunna innebära högre importerad inflation. Inflationen skulle också kunna bli lägre än väntat, till exempel om efterfrågan i svensk ekonomi förblir svag. Företagens prissättningsbeteende är av stor betydelse för effekterna på inflationen. Ett prissättningsbeteende som avviker från det historiskt normala kan innebära högre eller lägre inflation i olika scenarier.

Styrräntan lämnas oförändrad på 3,75 procent

Penningpolitiken har under 2024 lagts om i mindre åtstramande riktning i takt med att inflationsutsikterna förbättrats. Efter det penningpolitiska mötet i mars kommunicerade direktionen att styrräntan kunde sänkas i maj eller juni om inflationsutsikterna var gynnsamma. I samband med den penningpolitiska uppföljningen i maj sänkte direktionen styrräntan från 4 till 3,75 procent. Samtidigt betonade direktionen osäkerheten kring inflationsutsikterna och att penningpolitiken därför bör anpassas gradvis.

Inflationstrycket har i stora drag utvecklats som förväntat. Sedan den penningpolitiska uppdateringen i maj har ny information i form av inflationsutfall och framåtblickande indikatorer, som företagens prisplaner, bekräftat den bild av inflationstrycket som tecknades i maj.

Direktionen har beslutat att lämna styrräntan oförändrad på 3,75 procent.

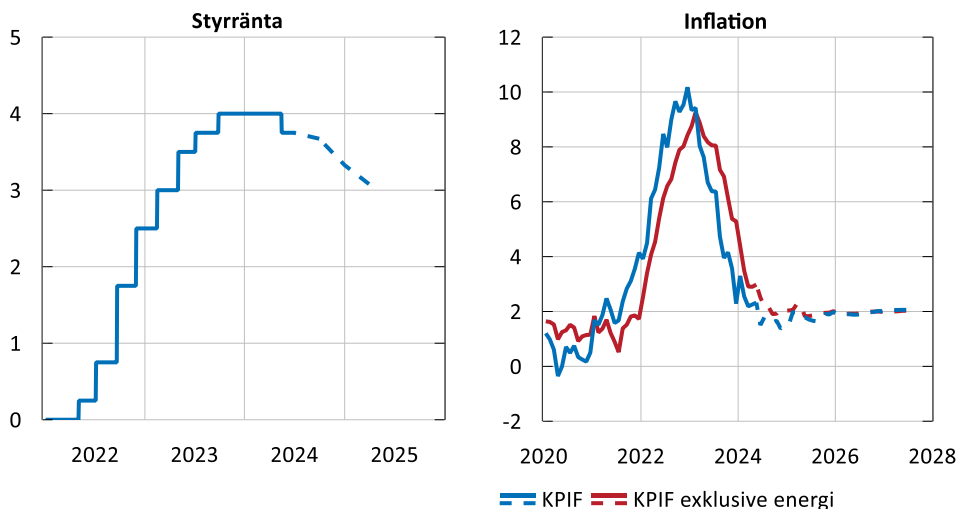
Inflationen är nu nära målet på 2 procent. Förutsättningarna för en inflation i linje med målet även på lite längre sikt fortsätter också att vara goda. De långsiktiga inflationsförväntningarna signalerar ett starkt förtroende för målet och löneökningarna är måttliga.

Om inflations- och konjunkturutsikterna står sig kan styrräntan sänkas två eller tre gånger under det andra halvåret i år (se diagram 1). Mot bakgrund av att utvecklingen av inflationen är gynnsam, att konjunkturen bedöms vara lite svagare och att kronans växelkurs är starkare än i maj har prognosen för styrräntan justerats ner något.

Inflationsutsikterna är osäkra. Det finns risker som kan förändra förutsättningarna för penningpolitiken och motivera en högre eller lägre styrränta. Att inflationen exklusive energi i maj var något högre än väntat och att vissa prisförändringar på kortare sikt nu stigit relativt snabbt illustrerar att det kan komma bakslag när inflationen anpassas till målet. Detta understryker behovet av att anpassningen av penningpolitiken behöver fortsätta att ske gradvis.

Diagram 1. Svensk styrränta och inflation

Procent (vänster) respektive årlig procentuell förändring (höger)



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

Källor: SCB och Riksbanken.

Prognosen för styrräntan

Prognosen för styrräntan visar den utveckling av styrräntan som under prognosperioden bedöms vara förenlig med de övriga prognoserna, bland dem den förväntade inflationsutvecklingen. Som i den penningpolitiska rapporten i mars redovisar Riksbanken styrränteprognosen över två tidshorisonter. Syftet är att tydliggöra skillnaden i hur direktionen ser på de penningpolitiska besluten den närmaste tiden och dem på längre sikt där osäkerheten är större.

I kapitlet *Penningpolitiska överväganden* visas direktionens bedömning av styrräntan de kommande tre kvartalen. Prognoserna för den ekonomiska utvecklingen på kort sikt baseras på mer information och är därmed mindre osäkra än prognoserna på längre sikt. Direktionen kan därför förutsäga de närmast kommande penningpolitiska besluten med något större säkerhet, även om dessa prognoser också är osäkra.

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

1 Det ekonomiska läget

Den nedåtgående trenden i inflationen har fortsatt i omvärlden, men har gått något långsammare under början av året. ECB sänkte räntan i juni för första gången sedan 2019 medan Federal Reserve lämnade den oförändrad. I euroområdet ökade BNP under det första kvartalet 2024, efter att ha varit i princip oförändrad sedan slutet av 2022. Indikatorer pekar på viss förstärkning av förtroendet bland företag och hushåll under våren. I USA, som utvecklats starkt det senaste året, pekar indikatorer på att den starka tillväxten kommer att mattas av framöver.

I Sverige var inflationen mätt med KPIF 2,3 procent i maj medan KPIF ex energi var högre och uppgick till 3 procent. BNP steg under första kvartalet men dämpas fortsatt av de räntekänsliga delarna av ekonomin, som hushållens konsumtion och bostadsinvesteringar. Indikatorer tyder dock på att förtroendet bland hushållen har stärkts. Arbetsmarknaden har däremot fortsatt att försvagas och varslen, som varit höga en längre tid, fortsätter att stiga. Sysselsättningsgraden har dock förblivit hög trots den dämpade efterfrågan.

1.1 Realekonomin och inflationen i omvärlden

Starkare tillväxt i omvärlden

Efter att ha utvecklats svagt under avslutningen av 2023 tilltog BNP-tillväxten i omvärlden något det första kvartalet 2024.² Även världshandeln har utvecklats något starkare under årets inledning. Det kvarstår samtidigt geopolitiska spänningar och mer protektionistiska strömningar som kan störa återhämtningen.³ Detta har också bidragit till stigande fraktpriser den senaste tiden.

Konjunkturen tycks ha bottnat i euroområdet

BNP i euroområdet, som har varit i princip oförändrad sedan slutet av 2022, växte med 0,3 procent det första kvartalet (se diagram 2). Månadsutfall för det andra kvartalet indikerar en fortsatt relativt svag tillväxt. Förtroendet bland företag och hushåll har dock stärkts under våren. Exempelvis har inköpschefsindex inom tjänstesektorn legat en bit över 50 de senaste månaderna, vilket indikerar tillväxt, men inom tillverkningsindustrin är det fortsatt lågt. Trots en svag konjunktur har arbetsmarknaden varit relativt stark med hög sysselsättning och sjunkande arbetslöshet.

² Detta avser tillväxten i KIX-termer som är viktat genomsnitt mot 31 länder som är viktiga ur handelsvinkel för Sverige.

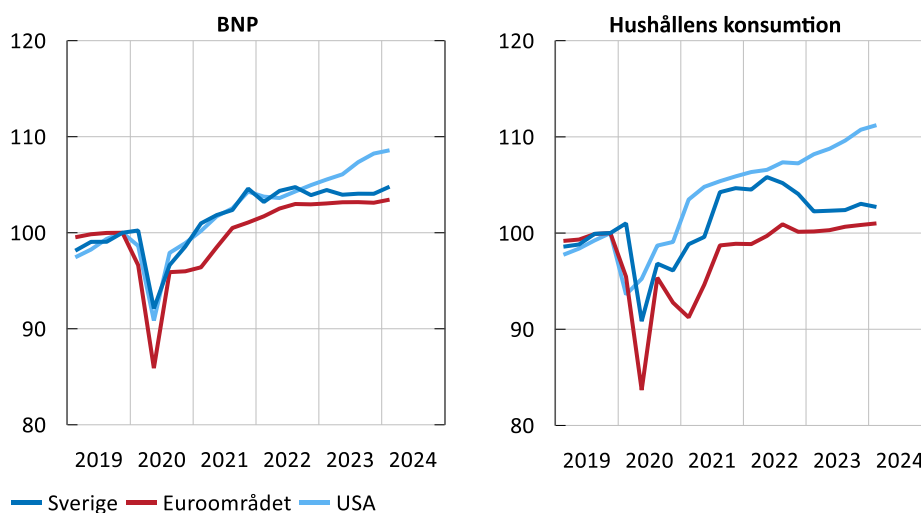
³ Se faktarutan "Kinas export och västvärldens höjda handelstullar" och avsnitt 2.1 i denna rapport.

I USA växte BNP med 0,3 procent det första kvartalet. Utvecklingen i USA har sedan en tid varit starkare än i Europa, främst driven av stark hushållskonsumtion (se diagram 2). Konsumtionstillväxten mattades dock av det senaste kvartalet och i april minskade den, vilket tyder på ytterligare avmattning i det andra kvartalet. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin har också minskat de senaste månaderna men indexet för tjänstesektorn steg tydligt i maj. Sysselsättningstillväxten var högre än väntat i maj men andra indikatorer tyder på att arbetsmarknaden är på väg att försvagas något, bland annat har lediga jobb minskat tydligt.

I Kina ökade tillväxten mer än väntat det första kvartalet trots att kinesisk ekonomi fortsatt tyngs av en krisande fastighetssektor. Inköpschefsindex steg också mer än väntat i maj. Tillväxten det första kvartalet drevs främst av en starkare nettoexport medan den inhemska efterfrågan är fortsatt svag. Kinas växande export av produkter inom "grön industri" har medverkat en upptrappning av globala handelshinder.⁴

Diagram 2. BNP och konsumtion i omvärlden

Index, 2019 kv4 = 100



Anm. Säsongrensad volym.

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

⁴ Se faktarutan "Kinas export och västvärldens höjda handelstullar".

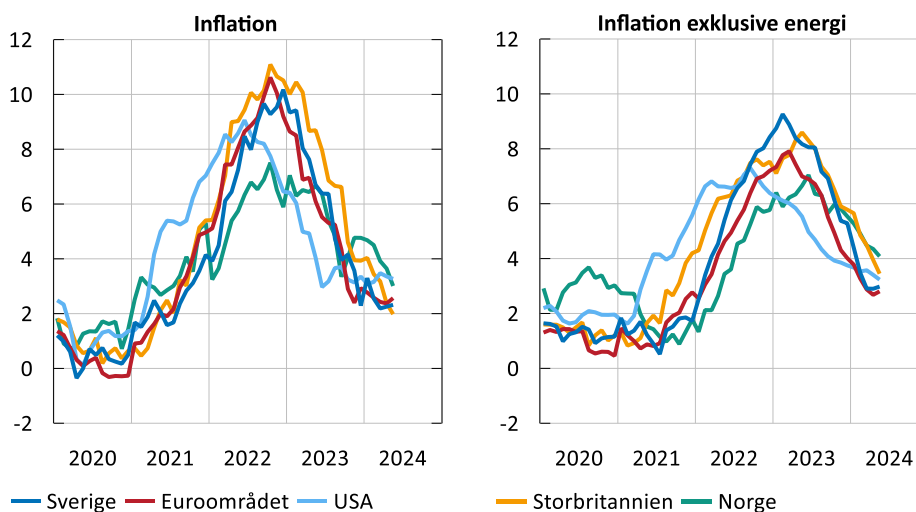
Inflationen i omvärlden sjunker men i långsammare takt

Inflationen i omvärlden, i KIX-termer, har sjunkit markant sedan toppnivån under fjärde kvartalet 2022. De senaste månaderna har dock nedgången överlag skett i en långsammare takt. Det förklaras dels av att energipriser inte sjunker lika snabbt, dels av att prisökningstakten för tjänster förblivit hög i såväl USA som euroområdet (se diagram 3 och 4). I maj ökade dock både konsument- och producentpriser i USA mindre än förväntat. Mätt med KPI uppgick inflationen till 3,3 procent i maj, vilket förklaras av att ökningstakten för hyror fortsatt är hög. Mätt med PCE var inflationen 2,7 procent i april.⁵ PCE är Federal Reserves föredragna inflationsmått och där har hyror en mindre vikt. I euroområdet är inflationen lägre men steg något till 2,6 procent i maj till följd av högre ökningstakt i tjänstepriserna.

Ett skäl till att tjänstepriserna fortsätter att öka relativt snabbt är ovanligt höga löneökningar i både USA och euroområdet. I euroområdet steg löneökningstakten det första kvartalet jämfört med kvartalet innan. Uppgången drevs dock i viss utsträckning av engångsutbetalningar i bland annat Tyskland.⁶ Men sammantaget pekar det på att pristrycket i såväl USA som euroområdet dämpas något långsammare än väntat.

Diagram 3. Inflation

Årlig procentuell förändring



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

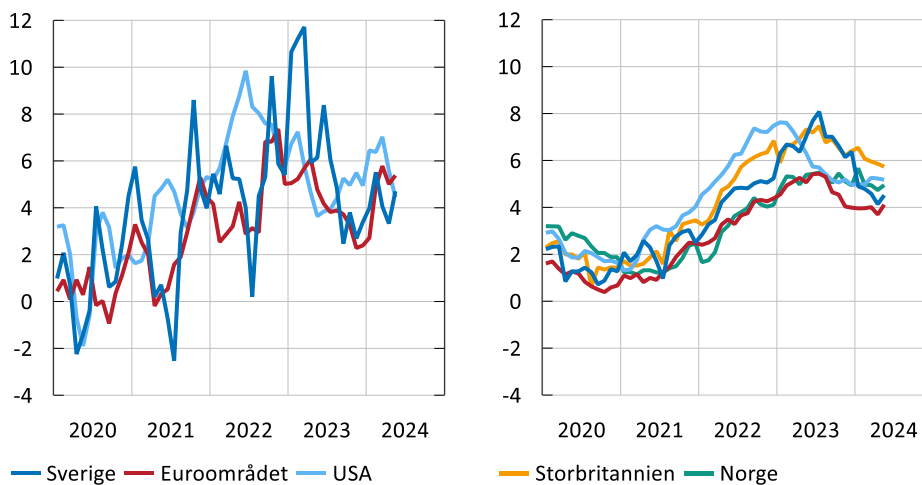
Källor: Eurostat, SCB, Statistics Norway, U.K. Office for National Statistics och U.S. Bureau of Labor Statistics.

⁵ För en beskrivning av skillnaderna mellan måtten KPI och PCE, se faktarutan "Skillnaden mellan måtten KPI och PCE i USA" i Penningpolitisk rapport mars 2024, Sverige riksbank.

⁶ Se blogginlägget från ECB 23 maj 2024 "[Tracking euro area wages in exceptional times](#)".

Diagram 4. Tjänstepriser i omvärlden

Tremånadersförändring i uppräknad årstakt (vänster) och årlig procentuell förändring (höger)



Anm. Avser KPIF för Sverige, HIKP för euroområdet samt KPI för USA, Storbritannien och Norge. Säsongsrensade data (vänster).

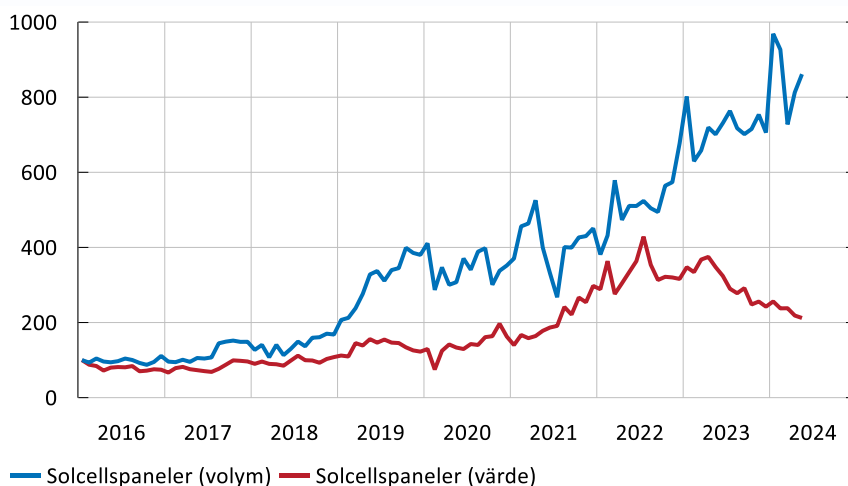
Källor: ECB, SCB, Statistics Norway, U.K. Office for National Statistics, U.S. Bureau of Labor Statistics och Riksbanken.

FAKTA – Kinas export och västvärldens höjda handelstullar

De senaste årens ökade ekonomiska protektionism i världen har tagit ny fart. Ökat fokus på nationell säkerhet har lett till allt fler handelshinder och minskad handel. Det gäller framförallt USA:s och Europas handel med Kina och Ryssland, och i synnerhet handel med strategiskt viktiga varor. Ett exempel är USA:s nyligen höjda importtullar på vissa kinesiska varor. Kinas snabbt växande export av strategiskt viktiga högteknologiska varor som elbilar, solceller och batterier har ökat snabbt tack vare låga priser, vilket illustreras av en snabb ökning i handelsvolym samtidigt som värdet av exporten sjunkit (se diagram 5).⁷

Diagram 5. Kinas export av solcellspaneler

Index, 2016-01 = 100



Anm. Säsongsrensade data. Värde beräknat i dollar.

Källor: China General Administration of Customs (GAC) och Riksbanken.

Sedan några år tillbaka har Kinas ekonomi präglats av problem inom landets fastighetssektor och flera stora fastighetsföretag har hamnat i finansiella trångmål. Problemen har i förlängningen drabbat kinesiska hushåll som investerat sina sparpengar och sett fastighetsvärden falla, vilket hämmat konsumentförtroendet. Därtill har Kina en strukturell utmaning med svag privat inhemsk efterfrågan och i synnerhet hushållens konsumtion, vilket hämmar den ekonomiska tillväxten.⁸

Kinas växande export kan sannolikt ses främst som en konsekvens av två samspelande faktorer. Det höga sparandet som investerats i bland annat tillverkningsindustrin,

⁷ Dessa varor är exempel på högteknologiska varor som Kinas regering satte upp som mål att göra landet till en ledare inom global tillverkning för i strategin "Made in China 2025" som presenterades 2015.

⁸ Kinesiska hushåll har en globalt sett en hög sparkvot (omkring 30 procent av disponibel inkomst), mycket på grund av jämförelsevist små sociala skyddsnet som gör att hushållen själva står för stor del av exempelvis pensionssparandet. Se exempelvis IMF:s rekommendationer efter avslutad Artikel IV-konsultation under 2024. Pressmeddelande från IMF, maj 2024. [IMF Staff Completes 2024 Article IV Mission to the People's Republic of China](#)

vilket lett till ökad produktionskapacitet samtidigt som den privata inhemska efterfrågan inte kunnat möta upp mot utbudet. Detta har fått konsekvenser i den globala handelspolitiken.

I USA har det införts handelstullar mot kinesiska varor, exempelvis för elbilar där tullen nyligen höjdes från 25 procent till 100 procent. Marknaden för kinesiska elbilar i USA är dock liten till följd av tidigare tullar från handelskonflikten 2018 och en stor inhemska bilindustri. Men tullar på andra varor som exempelvis litiumbatterier, som bland annat används i amerikanska elbilar, kan få större påverkan på amerikanska företag och konsumenter. Den senaste handelskonflikten ledde till högre konsumentpriser på vissa importerade varor och minskade reala inkomster i både USA och Kina, vilket innebar en försämring för konsumenterna.⁹ Dessutom minskade handeln mellan länderna efter att tullarna införts.¹⁰

Nyligen presenterade även EU förslag på nya tullar för kinesiska elbilar i samband med en pågående utredning om huruvida Kina har använt statliga subventioner för att stödja produktion och export av elbilar till Europa.¹¹ Medlemsländerna är dock tudelade till höjda tullar. Det beror på att europeiska företag, i större utsträckning än amerikanska, är närvarande på den kinesiska marknaden och därmed vill undvika en handelskonflikt som kan leda till höjda kinesiska tullar på europeiska varor. Den svenska exporten till Kina utgör en relativt liten del av Sveriges totala export och de tullar som det spekuleras i från kinesiskt håll berör inte varor som Sverige huvudsakligen exporterar. Men Sverige exporterar även till andra EU-länder, som exempelvis Tyskland, som i sin tur har stor export till Kina, vilket i förlängningen påverkar Sverige. Skulle handelskonflikten förvärras riskerar det att drabba även svenska konsumenter och företag.

⁹ Se P.D. Fajgelbaum och A.K. Khandelwal (2022), "The Economic impacts of the US-China Trade War", *Annual Review of Economics* (14).

¹⁰ Se blogginslag från IMF " [The Impact of US-China Trade Tensions](#)", 23 maj 2019.

¹¹ Se pressmeddelande från Europeiska Kommissionen, oktober 2023. [Commission begins investigation on electric cars from China \(europa.eu\)](#) och pressmeddelande från Europeiska Kommissionen juni 2024, [Electric vehicle value chains in China \(europa.eu\)](#)

1.2 Finansiella förhållanden

ECB sänkte räntan i juni medan Federal Reserve höll den oförändrad

Den europeiska centralbanken (ECB) sänkte den 6 juni sin inlåningsränta med 0,25 procentenheter till 3,75 procent medan Federal Reserve fortsatt höll målintervallet för Federal funds-räntan oförändrat på 5,25–5,5 procent vid mötet den 12 juni. ECB betonar att ytterligare sänkningar är beroende av hur inflation- och löneutsikterna utvecklas. Federal Reserve signalerade att en första sänkning kan komma senare i år. FOMC-ledamöternas egna bedömningar av den framtida styrräntan, som kallas "Dot plots", höjdes också under 2024 och innehåller nu endast en sänkning under året.¹² Marknadens förväntningar på den framtida amerikanska styrräntan har skiftat upp tydligt under våren men har sedan Riksbankens penningpolitiska möte i maj åter sjunkit något på längre sikt (se diagram 6). Enligt marknadsprissättningen väntas nu både ECB och Federal Reserve sänka räntan en eller två gånger under andra halvåret.

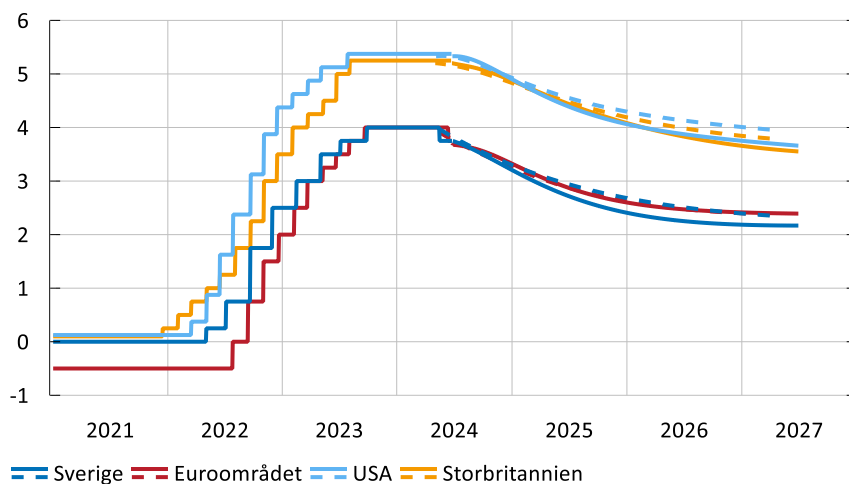
Det finns också en ökad riskaptit på de finansiella marknaderna, med börser som har utvecklats mycket starkt och med små ränteskillnader för obligationer med olika kreditrisker på kreditmarknaderna. Oljepriset är också nära normala nivåer¹³, medan priser på industrimetaller har börjat stiga igen. Dessa faktorer indikerar sammantaget att marknadsaktörer förväntar sig en stigande global efterfrågan. Upplösningen av den franska nationalförsamlingen i början av juni har dock medfört högre räntor på till exempel franska statsobligationer jämfört med motsvarande tyska, och att börsutvecklingen åter dämpats något i Europa.

¹² FOMC står för Federal Open Market Committee som är Federal Reserves penningpolitiska organ som består av tolv ledamöter.

¹³ Oljepriset är ungefär i linje med genomsnittet för perioden efter 2010.

Diagram 6. Styrräntor och styrränteförväntningar enligt marknadsprissättning

Procent



Anm. Diagrammet visar styrräntor samt marknadsprissättning på framtida styrräntor. Heltäckande linjer avser prissättning 2024-06-25 och streckade linjer avser prissättning strax före den penningpolitiska uppdateringen i maj.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken.

Svenska marknadsräntor har fallit något

De korta svenska marknadsräntorna har följt styrräntan väl sedan höjningarna påbörjades 2022, och som en följd av styrräntesänkningen i maj har penningmarknadsräntorna också fallit ungefär i samma omfattning (se diagram 7).¹⁴

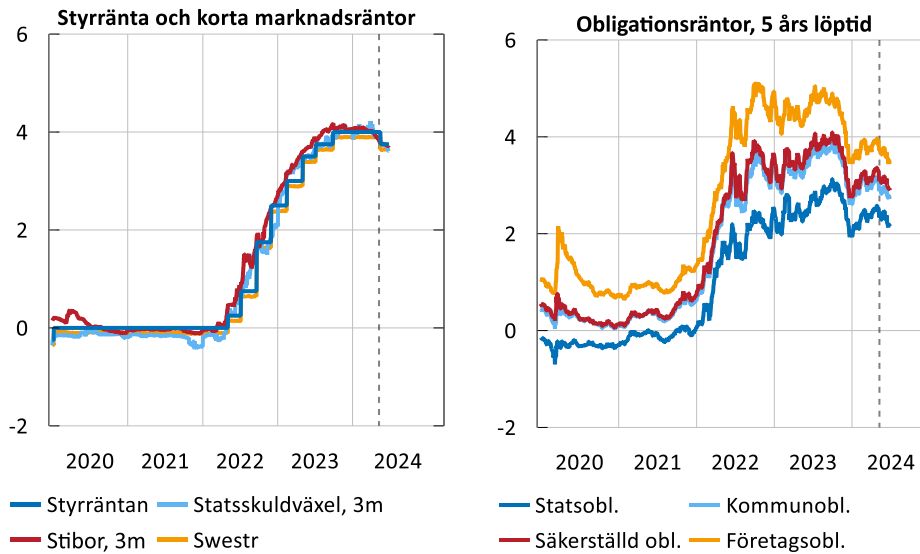
Under året har förväntningarna skiftat och Riksbanken väntas nu sänka styrräntan i långsammare takt de närmaste åren. Samtidigt har längre marknadsräntor, såsom på statsobligationer med längre löptid, varit relativt oförändrade under våren (se diagram 7). Skillnaden mellan räntor på mer riskfyllda obligationer och swapräntor har fortsatt att minska sedan den penningpolitiska uppdateringen i maj.¹⁵

¹⁴ Se även analysen om transmissionen av penningpolitiken till penningmarknaden senare i detta kapitel.

¹⁵ Skillnaden var som störst för företagsobligationer, framför allt i fastighetsbranschen. Se faktaruta "Tudelning i den kommersiella fastighetssektorn", *Penningpolitisk rapport*, september 2023.

Diagram 7. Svenska marknads- och obligationsräntor samt styrräntan

Procent



Anm. Data för Swestr innan 2021-09-01 avser historiska skattningar som Riksbanken tagit fram. Höger diagram avser beräknad nollkupongränta. Företagsobligationer avser obligationer för företag med kreditbetyg motsvarande Investment grade. Avser säkerställda obligationer utgivna av Stadshypotek och kommunobligationer utgivna av Kommuninvest i Sverige AB. De streckade linjerna markerar tidpunkten för den penningpolitiska uppdateringen i maj.

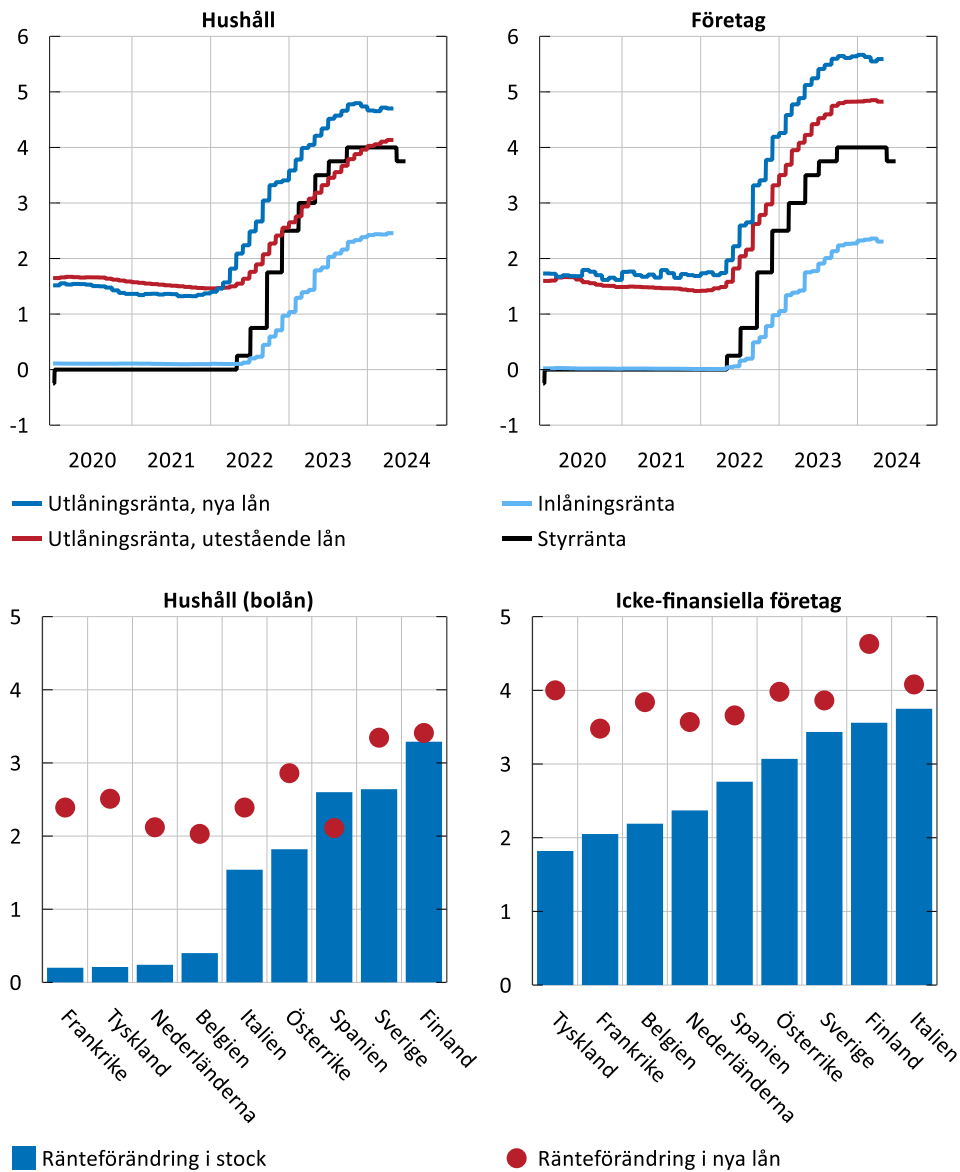
Källor: Bloomberg, Refinitiv, SFBF och Riksbanken.

Fortsatt låg efterfrågan på krediter hos hushåll och företag

Sedan början av 2022 har höjningarna av styrräntan lett till att den genomsnittliga räntan på nya och omförhandlade lån till hushållen har stigit från ungefär 1,4 procent till 4,7 procent i april 2024. Den genomsnittliga räntan på samtliga utestående lån till hushållen ökade under samma period från ungefär 1,5 procent till 4,1 procent. Utlåningsräntorna på företagens nya lån har stigit i ungefär samma takt som styrräntan (se diagram 8). Under samma period har den genomsnittliga inlåningsräntan som bankerna erbjuder hushåll och företag inte ökat lika mycket som utlåningsräntorna.

Diagram 8. Nivåer och förändringar av räntor för hushåll och företag

Procent (linjer) och procentenheter (prickar och staplar)



Anm. De övre två diagrammen avser volymviktade medelvärden av in- respektive utlåningsräntor i Sverige. För hushåll avses räntor på lån från monetära finansiella institut (MFI), bolånekreditinstitut och alternativa investeringsfonder. Hushållens utlåningsränta avser bostadslån. För företag avses lån från MFI. Nya lån avser även omförhandlade lån. Staplarna i de nedre två diagrammen avser förändring i utestående stock av lån från MFI sedan december 2021. Prickarna avser förändring i nya lån sedan december 2021.

Källor: ECB, SCB och Riksbanken.

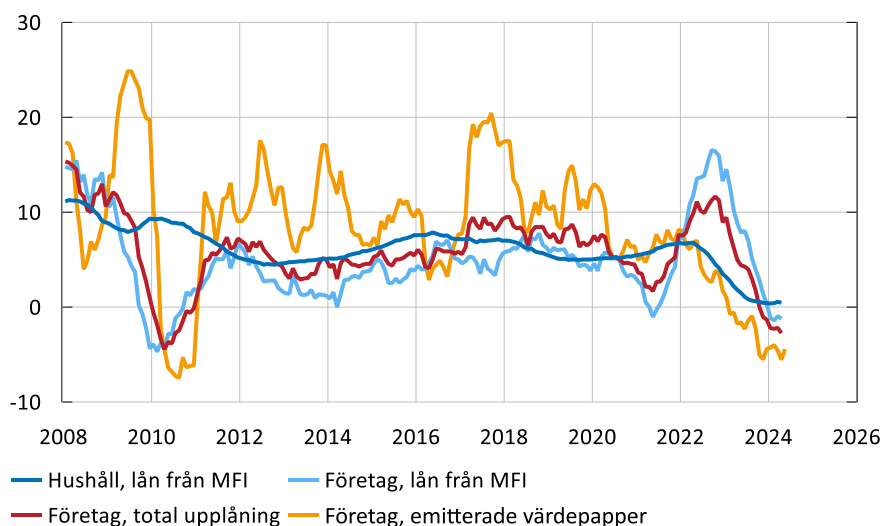
Transmissionen från styrräntan till räntorna som hushåll och företag möter följer historiska mönster. Räntorna för nya lån ser nu ut att ha nått toppen och de har till viss del även börjat sjunka (se diagram 8). De svenska hushållens höga andel lån med kort bindningstid har medfört att transmissionen har gått fort i en europeisk jämförelse, och Riksbanken bedömer att den genomsnittliga ränta som hushållen betalar på utestående bolån och lån i stort har nått sin topp och nu är på väg ned. I många

andra länder är räntebindningstiderna på lån längre, vilket har inneburit att de räntor som hushåll och företag betalar inte har stigit i samma omfattning som i Sverige. Det är därför troligt att hushåll och företag i andra länder kommer att möta högre räntor framöver när befintliga räntebindningstider löper ut, även när styrräntorna i omvärlden börjar sänkas igen. Diagram 8, nedre halvan, visar hur mycket räntorna har förändrats i de olika länderna sedan december 2021.

I takt med att styrräntan höjdes sjönk nyutlåningen till hushållen till historiskt låga nivåer nära noll, mätt i årstakt (se diagram 9). Samtidigt visar de senaste utfallen att den månatliga tillväxttakten ökat något. Det skulle kunna förklaras av att aktiviteten på bostadsmarknaden ökar något med lite högre priser och fler transaktioner. Utlåningen till företagen har fortsatt att minska, i årstakt, sedan den penningpolitiska uppdateringen i maj. Den svaga tillväxten förefaller framför allt bero på låg efterfrågan på krediter.

Diagram 9. Hushållens och företagens upplåning

Årlig procentuell förändring

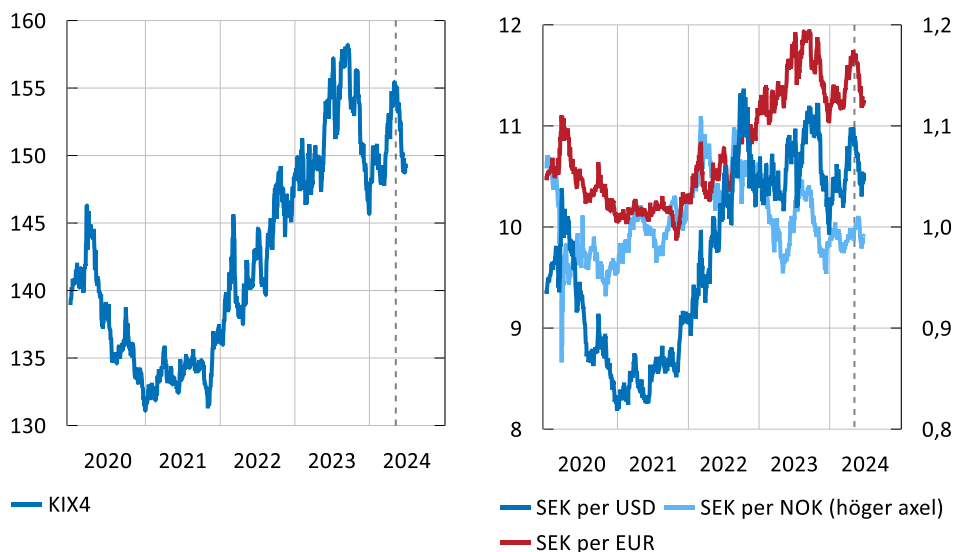


Anm. Monetära finansiella instituts (MFI) utlåning till hushåll och icke-finansiella företag justerad för omklassificeringar samt köpta och sålda lån. De icke-finansiella företagens emitterade värdepapper är valutajusterade. Lån från MFI utgör cirka två tredjedelar av den totala utlåningen till företag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

Källa: SCB.

Diagram 10. Nominell växelkurs mot KIX4 samt mot dollar, euro och norsk krona

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



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

Källor: Macrobond Financial AB och Riksbanken.

Starkare krona sedan den penningpolitiska uppdateringen i maj

Kronans växelkurs (se diagram 10) har varit volatil under våren vilket understryker den osäkerhet som präglar bedömningar av kronans utveckling i det korta perspektivet. På sikt är det dock rimligt att en välavvägd penningpolitik som är gynnsam för svensk ekonomi också leder till en starkare valuta.¹⁶ I prognosen antas kronan stärkas ytterligare framöver.

¹⁶ Se fördjupningen "Kronan kommer stärkas på sikt" i Penningpolitisk rapport, september 2023, Sveriges riksbank.

ANALYS – Transmissionen av penningpolitiken till penningmarknaden

Penningmarknaden är central för Riksbanken eftersom den utgör det första steget i transmissionen av penningpolitiken. Räntehöjningarna 2022–2023 påverkade snabbt räntorna i denna marknad på det sätt som var förväntat.

Riksbanken avser att under året klargöra sin syn på framtida värdepappersinnehav i svenska kronor och hur detta påverkar det penningpolitiska styrsystemet. Utgångspunkten är dock fortsatt att ytterligare normalisering av balansräkningen är önskvärd. Framöver kommer penningmarknaden därför präglas av att banksystemets likviditetsöverskott också minskar. Banksystemet förväntas dock fortsätta att ha ett betydande överskott och Riksbanken bedömer att penningmarknadsräntorna kommer fortsätta att ligga stabilt nära styrräntan.

Penningmarknaden är den del av räntemarknaden där instrumenten har en löptid som är kortare än ett år, och inte har några kupongbetalningar.¹⁷ Denna marknad används av såväl finansiella som större icke-finansiella företag för bland annat kortfristig likviditetshantering och finansiering samt för lån av obligationer. Exempel på penningmarknadsinstrument är dagslån, repor och valutaswappar. I den här analysen fokuserar vi på den del av penningmarknaden som har de allra kortaste löptiderna.¹⁸ Denna kan betraktas som marknaden för likviditetsutjämning, eftersom det är här som den kortfristiga likviditeten utjämnas mellan aktörer med underskott och överskott.

Marknaden för likviditetsutjämning är central för Riksbanken eftersom den utgör det första steget i transmissionen av penningpolitiken, främst för att etablera styrräntans nivå. Genom sitt räntestyrningssystem styr Riksbanken de penningpolitiska motparternas incitament för likviditetsutjämning.¹⁹ I det penningpolitiska styrsystemet erbjuds de penningpolitiska motparterna möjligheter att låna eller placera likviditet hos Riksbanken. Kostnaden för att utnyttja styrsystemets faciliteter präglar räntorna på penningmarknaden eftersom den erbjuder alternativa sätt att anskaffa eller placera likviditet. Dessa räntor fortplantar sig sedan genom det finansiella systemet, och påverkar i slutändan de räntor som hushåll och företag möter.

¹⁷ För mer information om penningmarknaden i svenska kronor, se kommande staff memo (S. Colakovic m.fl. (2024) "Penningmarknaden i svenska kronor 2022–2023", *Staff memo*, Sveriges riksbank.)

¹⁸ Vi studerar i denna analys främst dagslån och repor med löptid på upp till en dryg vecka samt referensräntor. Även valutaswappar används dock i stor utsträckning för kortfristig likviditetsutjämning.

¹⁹ Det finns en stående inlåningsfacilitet och två olika utlåningsfaciliteter. Dessa faciliteter har löptid över natten. För mer information om styrsystemet, se D. Hansson och I. Wallin Johansson (2023) "Riksbankens penningpolitiska styrsystem efter reformen 2019–2022", *Penning- och Valutapolitik*, nr 2, Sveriges riksbank.

En viktig koppling mellan styrsystemet och penningmarknaden är banksystemets så kallade likviditetsställning gentemot Riksbanken. Dessa fordringar på Riksbanken benämns även som centralbanksreserver och utgör tillsammans med sedlar och mynt den monetära basen ("centralbankspengar"). Det är likviditetsställningen som avgör hur stor mängd centralbanksreserver som finns tillgänglig för de penningpolitiska motparternas likviditetsutjämning över natten.²⁰ Den strukturella likviditetsställningen bestäms som en restpost på Riksbankens balansräkning. Det innebär att den mängd centralbanksreserver som i utgångsläget är utestående påverkas av andra åtgärder som vidtas på Riksbankens balansräkning, exempelvis förändringar i Riksbankens innehav av värdepapper. Sedan 2008 har banksystemet haft ett strukturellt likviditetsöverskott gentemot Riksbanken. När de penningpolitiska motparterna lånar likviditet från någon av Riksbankens stående faciliteter ökar även mängden tillgängliga reserver under lånets löptid. Riksbanken påverkar därtill likviditetsställningen tillfälligt genom sina återkommande så kallade marknadsoperationer. I dagsläget går Riksbankens regelbundna marknadsoperation ut på att tillfälligt dränera likviditet från banksystemet genom att varje vecka erbjuda motparterna att placera i så kallade riksbankscertifikat. Dessa är korta skuldebrev med en veckas löptid som löper till styrräntan.

Genomslaget från penningpolitiken 2022–2023

Med start i april 2022 inledde Riksbanken en serie räntehöjningar (se diagram 12). Vid åtta på varandra följande ordinarie penningpolitiska möten höjdes styrräntan med totalt sett 4,0 procentenheter.

Under 2022–2023 gjorde Riksbanken även flera andra förändringar som påverkade banksystemets likviditetsställning och penningmarknaden.²¹ I slutet av 2023 uppgick likviditetsställningen och placeringar i riksbankscertifikat till 987 miljarder kronor. Detta kan jämföras med en toppnotering om drygt 1 200 miljarder kronor i maj 2022. En viktig anledning till nedgången är minskningen av Riksbankens värdepappersinnehav i svenska kronor (se diagram 31). Fördelningen mellan Riksbankens inlåningsfacilitet och placeringar i riksbankscertifikat har dock varierat, eftersom endast halva likviditetsöverskottet erbjöds i emissionerna under 2022 och början av 2023 (se diagram 11). Trots att Riksbanken numera erbjuder hela överskottet, så brukar de penningpolitiska motparterna låta centralbanksreserver om i genomsnitt 150 miljarder kronor förbli tillgängliga över natten.²² Det har alltså genomgående under 2022–2023 funnits gott om centralbanksreserver kvar i marknaden över natten, vilket pressat ned räntorna på icke-säkerställda transaktioner (dagslån) med mycket

²⁰ Centralbanksreserver fyller även en viktig funktion för att hantera betalningsflöden under dagen i det centrala betalningssystemet. Deltagarna i betalningssystemet kan också låna reserver under dagen från Riksbanken i utbyte mot betryggande säkerheter.

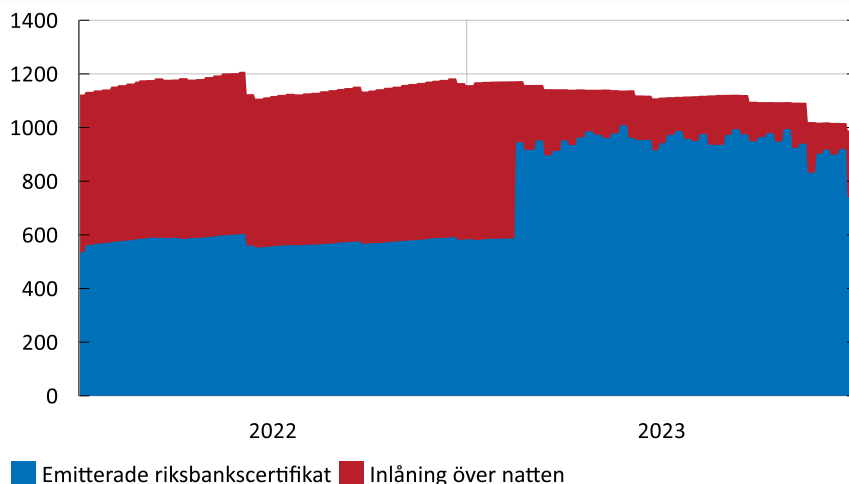
²¹ I juni 2022 slutfördes reformerna av styrsystemet. Sedan februari 2023 erbjuds också hela likviditetsöverskottet i emissionerna av riksbankscertifikat. Dessutom har Riksbanken gått från att köpa obligationer till att dels låta obligationsinnehaven minska genom förfall, dels sälja statsobligationer. Även övergången till en egenfinansierad valutareserv ökade likviditetsställningen eftersom lån från Riksgälden ersattes med penningpolitisk skuld.

²² De centralbanksreserver som inte dräneras förblir tillgängliga för likviditetsutjämning över natten. Sedan februari 2023 har i genomsnitt 147 miljarder kronor sparats, baserat på auktionerna t.o.m. maj 2024.

korta löptider mot Riksbankens inlåningsränta.²³ Den rikliga tillgängligheten på likviditet bedöms även ha bidragit till att räntor på repor pressats ned. I den svenska penningmarknaden görs repor vanligen med statsobligationer och säkerställda obligationer som säkerhet. När Riksbankens innehav av dessa har minskat har därför även mängden tillgängliga säkerheter på repomarknaden ökat.

Diagram 11. Placeringar i inlåningsfaciliteten samt i Riksbankscertifikat

Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

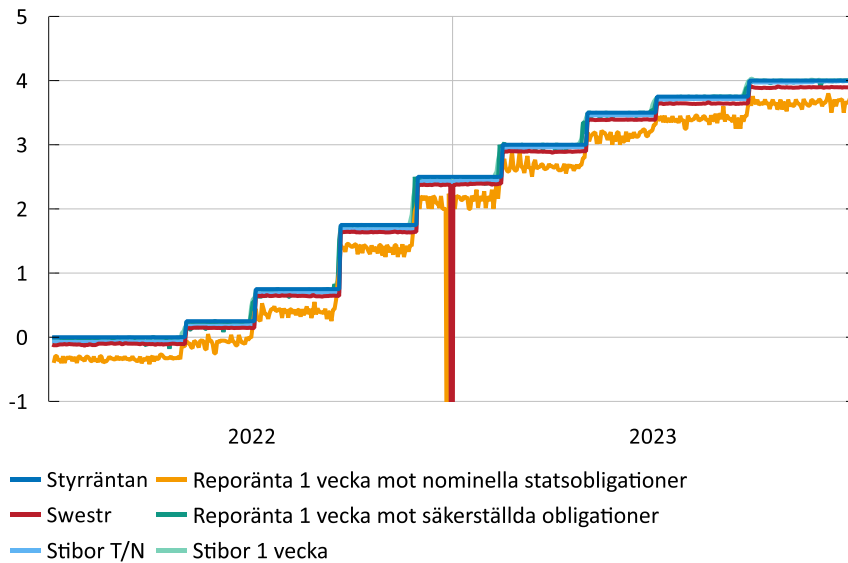
Som framgår av diagram 12 och 13 påverkade styrräntehöjningarna de kortaste penningmarknadsräntorna på det sätt som förväntades, det vill säga att de förändrades i ungefär samma utsträckning som styrräntan. Det framgår också att räntorna ligger förhållandevis nära nivån på styrräntan. Reporäntor mot statsobligationer ligger dock stabilt en bit under styrräntan.²⁴ Diagrammen visar också att det har varit begränsad volatilitet i dessa mycket korta räntor under 2022–2023, med undantag för den väldokumenterade årsskifteseffekten. Därmed kan man dra slutsatsen att transmissionen av styrräntans nivå till de korta penningmarknadsräntorna har varit god.

²³ Det går inte att se någon tydlig effekt på Swestr sedan februari 2023. Stibor T/N har däremot tenderat att noteras marginellt högre mot styrräntan sedan dess.

²⁴ Riksgälden erbjuder marknadsvårdande repofaciliteter där återförsäljarna kan låna statsobligationer. Prissättningen på dessa ger ett *de facto* golv för prissättningen av repor mot statsobligationer i den privata repomarknaden. En upplevd brist på statsobligationer har pressat ner priserna på reporna mot detta golv. För mer information om repofaciliteterna, se M. Blix Grimaldi och J. Hirvonen (2023) "Två årtionden med Riksgäldens repofacilitet", *Riksgäldskommentar*, nr 1, Riksgälden.

Diagram 12. Styrräntan och penningmarknadsräntor 2022–2023

Procent

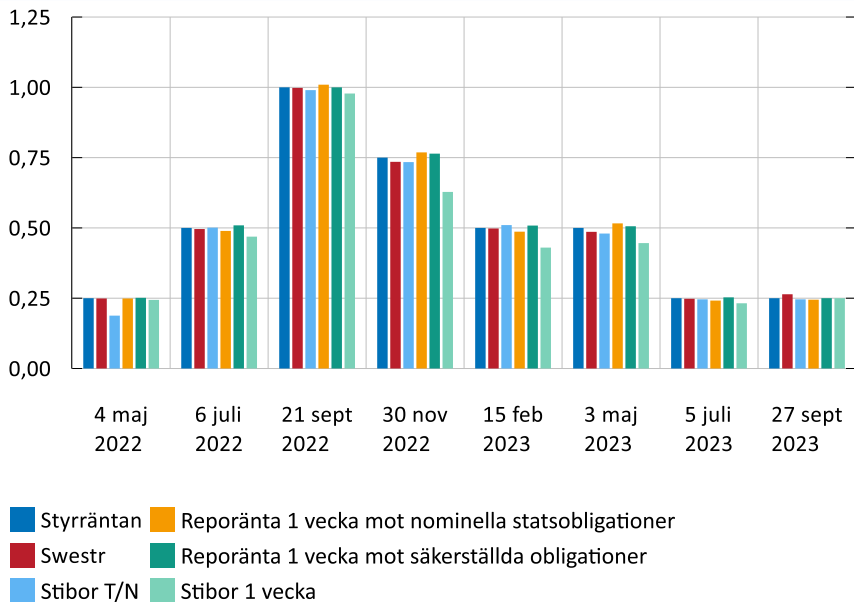


Anm. Reporäntorna är volymviktade och har beräknats utifrån de transaktionsdata som samlas in från de penningpolitiska motparterna. Transaktioner med Riksgälden har uteslutits. Enstaka avvikande observationer har uteslutits.

Källor: SFBF och Riksbanken.

Diagram 13. Genomslaget från förändringar i styrräntan 2022–2023

Procentenheter



Anm. Reporäntorna är volymviktade och har beräknats utifrån de transaktionsdata som samlas in från de penningpolitiska motparterna. Transaktioner med Riksgälden har uteslutits. Styrrentan, Swestr och Stibor T/N avser förändring jämfört med dagen innan styrräntehöjningen. Reporäntor och Stibor 1 vecka visar hur mycket räntorna ändrades i jämförelse med veckan innan. Effektiva datum anges för räntehöjningarna.

Källor: SFBF och Riksbanken.

Penningmarknaden under de kommande åren

Riksbanken avser att under andra halvåret i år klargöra sin syn på sitt framtida värdepappersinnehav i svenska kronor och hur detta påverkar det penningpolitiska styrsystemet. Även om slutpunkten för innehaven kvarstår att fastställa så är utgångspunkten att Riksbanken kommer att fortsätta normalisera sin balansräkning under de kommande åren. Innehaven av värdepapper i svenska kronor minskar dels genom att värdepapper förfaller, dels genom att Riksbanken aktivt säljer statsobligationer.²⁵ Detta innebär att mängden säkerheter som är tillgängliga i repomarknaden kan förväntas öka ytterligare, något som förstärks av att nettoemissionerna av såväl statsobligationer som säkerställda obligationer förväntas öka.²⁶ Det ökade utbudet av säkerheter kan i sin tur medföra att räntor på repor stiger något i relation till styrräntan.

Avvecklingen av Riksbankens värdepappersinnehav är också den faktor som förväntas påverka storleken på banksystemets likviditetsöverskott gentemot Riksbanken mest under de kommande åren. Även det kapitaltillskott om 25 miljarder som Riksbanken kommer få från statskassan leder till att det minskar. Om Riksbankens värdepappersinnehav avvecklas i linje med den nuvarande tekniska framskrivningen (se diagram 31) så beräknas banksystemets strukturella likviditetsöverskott vara omkring 375 miljarder i slutet av 2026.²⁷ Ett likviditetsöverskott på 375 miljarder är visserligen en kraftig nedgång från nuvarande nivåer, men är samtidigt betydligt mer än de omkring 150 miljarder som de penningpolitiska motparterna i genomsnitt sparar efter certifikatsemissionerna. Den nivån kan betraktas som bankernas bedömning av den nödvändiga mängden centralbanksreserver över natten. Riksbanken bedömer därför att räntebildningen i marknaden för likviditetsutjämning kommer att präglas av en förhållandevis god tillgång på likviditet även i fortsättningen.

Att banksystemet som helhet har ett betydande likviditetsöverskott innebär dock inte att likviditeten nödvändigtvis är väl fördelad mellan bankerna utifrån vad de behöver.²⁸ Tvärtom kan det förväntas att de penningpolitiska motparterna framöver i större utsträckning kommer att behöva utjämna sin likviditet sinsemellan. Detta innebär att aktiviteten på penningmarknaden kan förväntas öka under de kommande åren. Det är rimligt att förvänta sig att detta också innebär dels att penningmarknadsräntorna överlag stiger något i förhållande till styrräntan, dels en något högre volati-

²⁵ En teknisk framskrivning av Riksbankens värdepappersinnehav visas i Diagram 31.

²⁶ Se *Statsuppläning: Prognos och analys 2024:2*, maj 2024, Riksgälden samt "Hur påverkar kvantitativa åtstramningar bankerna?" i *Finansiell stabilitet*, maj 2024, Sveriges riksbank.

²⁷ Detta är en förenklad framskrivning av banksystemets likviditetsställning gentemot Riksbanken, som baseras på ett antal antaganden. Värdepappersinnehavet antas utvecklas i linje med den framskrivning som visas i Diagram 31. Mängden utelöpande sedlar och mynt antas vara oförändrad. Framskrivningen bortser också från de räntebetalningar som Riksbanken betalar och de kupongbetalningar som Riksbanken får. Försäljningslikviderna på de obligationer som säljs approximeras med deras nominella värden.

²⁸ Ur ett finansiellt stabilitetsperspektiv är det viktigt att bankerna dels har kunskap och verktyg, dels att de har de interna kreditlimiter som behövs för att i betydligt högre utsträckning än på senare år utjämna likviditet sinsemellan. Se "Hur påverkar kvantitativa åtstramningar bankerna?" i *Finansiell stabilitet*, maj 2024, Sveriges riksbank.

litet i räntebildningen. Samtidigt är det troligt att dessa effekter på penningmarknadsräntor ändå blir av marginell karaktär eftersom mängden tillgängliga centralbanksreserver även fortsättningsvis förväntas överstiga efterfrågan.

Riksbanken gör i dagsläget bedömningen att penningmarknadsräntorna förblir stabila och håller sig nära styrräntan under de kommande åren. Riksbanken följer utvecklingen på penningmarknaden noggrant, och är uppmärksam på hur den utvecklas när normaliseringen av Riksbankens balansräkning fortskrider.

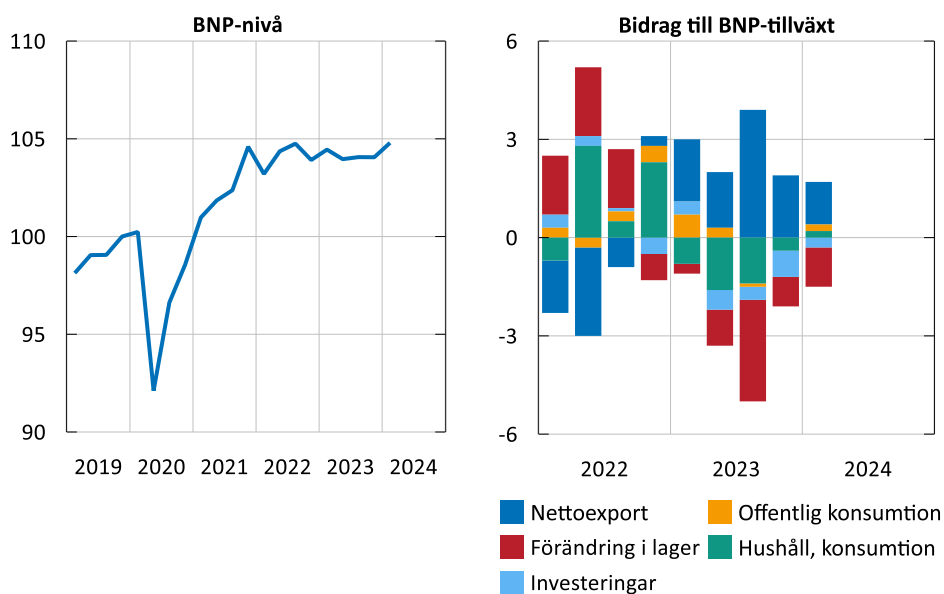
1.3 Svensk realekonomi

Konjunkturåterhämtning från svagt utgångsläge

Svensk BNP ökade med 0,7 procent det första kvartalet 2024 jämfört med det fjärde kvartalet 2023. Det främsta bidraget till den kvartalsvisa tillväxten kom från lagerinvesteringarna medan övriga delar av försörjningsbalansen utvecklades svagt. BNP har sammantaget utvecklats svagt en längre tid och legat på i stort sett samma nivå sedan det fjärde kvartalet 2021 (se diagram 14). Det senaste året har främst nettoexporten bidragit positivt till BNP-utvecklingen i årstakt, medan räntekänsliga delar som bostadsinvesteringar och hushållens konsumtion har utvecklats svagt (se diagram 14).

Diagram 14. BNP

Index, 2019 kv4 = 100 (vänster) och procentenheter (höger)



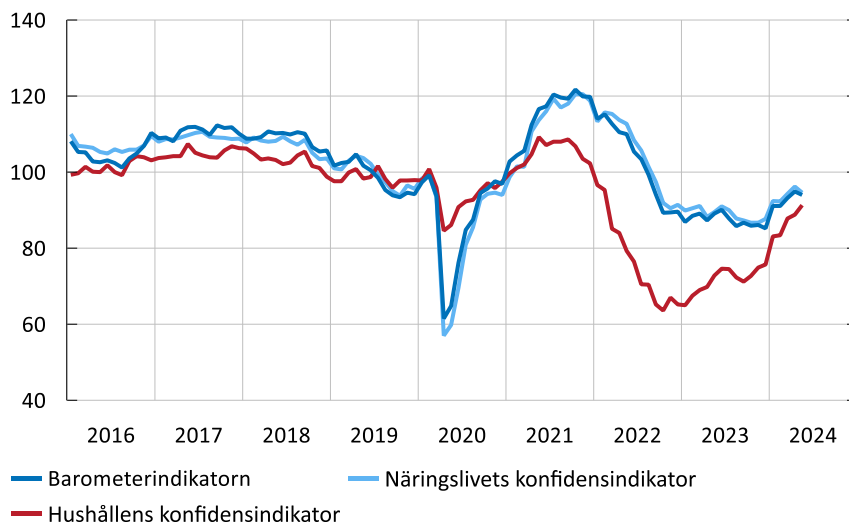
Anm. Säsongrensad volym (vänster). Bidrag till årlig procentuell förändring av BNP i fasta priser (höger).

Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

Indikatorer tyder på att konjunkturen gradvis kommer att stärkas framöver. Enligt Konjunkturbarometern har hushållens förtroende fortsatt att stärkas sedan den penningpolitiska uppdateringen i maj. Även aktiviteten på bostadsmarknaden har ökat de senaste månaderna med fler transaktioner och något stigande priser. Företagens förtroende i Konjunkturbarometern ökar sedan en tid även om det minskade något i maj (se diagram 15). Uppdelat på branscher visar både inköpschefsindex och Riksbankens egen företagsundersökning att utsikterna ser olika ut mellan branscher, se faktarutan "Riksbankens företagsundersökning maj 2024". Trots att förtroendeindikatorerna har stigit är nivån fortfarande låg för såväl hushåll som företag.

Diagram 15. Konfidensindikatorer i Konjunkturbarometern

Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10

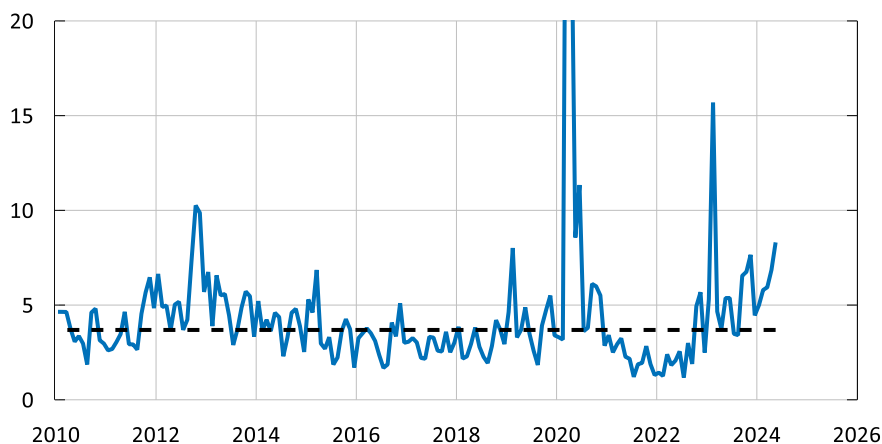


Anm. Konfidensindikatorerna beräknas som medelvärdet av nettotalen för ett antal frågor som gäller det ekonomiska nuläget och utsikterna framöver.

Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 16. Varsel om uppsägning

Tusental



Anm. Svart streckad linje avser medianen av varsel sedan 1994. I mars 2020 uppgick antalet varsel till 42 000.

Källa: Arbetsförmedlingen.

Arbetslösheten ökar något ytterligare

Sysselsättningsgraden nådde en historiskt hög nivå under det första halvåret 2023, men har minskat sedan dess. Samtidigt har utbudet av arbetskraft ökat något. Arbetslösheten har stigit och uppgick till 8,3 procent det första kvartalet. Sammantaget har dock arbetsmarknaden utvecklats relativt väl givet den svaga BNP-tillväxten och sysselsättningsgraden är fortsatt hög.

Indikatorer pekar emellertid på att arbetsmarknaden kommer att försvagas ytterligare något den närmaste tiden. Varslen har varit höga under en längre tid och har fortsatt att stiga. I maj varslades cirka 8 300 anställda om uppsägning (se diagram 16). Även antalet konkurser och antalet anställda drabbade av konkurser är många. Dessutom har nyanmälda lediga platser minskat. Enligt Riksbankens företagsundersökning är företagen försiktiga med nyanställningar, men de planerar inte att dra ned på personalstyrkan. Konjunkturbarometern visar å andra sidan att anställningsplanerna i näringslivet är svagt positiva och indikerar att sysselsättningen kommer att öka något. Det är dock enbart tjänstebanscher som har positiva anställningsplaner, i övriga branscher är de negativa.

FAKTA – Riksbankens företagsundersökning maj 2024

Riksbankens företagsundersökning i maj visar att konjunkturläget fortfarande är svagare än normalt. Läget har dock förbättrats marginellt under våren, och det finns tydliga förväntningar om att konjunkturen kommer att förbättras ytterligare. Företagen väljer att behålla personal i större utsträckning än tidigare, men få av dem planerar att nyanställa.

Det är framförallt handeln som uttrycker en förhoppning om en starkare konjunktur i närtid. Försäljningsvolymerna inom handeln har utvecklats positivt sedan i höstas. En del företag menar att de ser ett förändrat köpbeteende hos hushållen genom ökad försäljning av dyrare varor med högre kvalitet. Att handelsföretagen ser optimistiskt på konjunkturutvecklingen bygger till stor del på att de förväntar sig lägre inflation och sjunkande räntekostnader som i sin tur ska stärka hushållens efterfrågan.

Konjunkturläget för industrin har i stort sett varit oförändrat under våren och anses fortfarande vara tillfredsställande. Exportföretagen har märkt att efterfrågan dämpats gradvis, och de ser inga tecken på ett lyft den närmaste tiden. Inom byggsektorn är det offentliga investeringar som driver byggandet. Efterfrågan på bostäder är fortsatt svag, och byggbolagen menar att det krävs en längre period av gynnsam inflationsutveckling och lägre räntor innan bostadsbyggandet kan ta fart igen.

Att hushållens efterfrågan förväntas stiga återspeglas i prisplanerna bland företagen som säljer varor och tjänster till hushåll. Flera betonar att de hittills inte höjt sina försäljningspriser i samma utsträckning som deras kostnader har ökat den senaste tiden. Under förutsättning att efterfrågan stiger planerar de för att kompensera för detta framöver. Prishöjningarna beskrivs dock som normala och i linje med inflationsmålet. Företag som säljer varor och tjänster till andra företag har i större utsträckning kunnat kompensera för kostnadsökningar. Men eftersom att efterfrågan har försvagats menar de att det är osäkert om de kommer att kunna göra det framöver.

1.4 Svensk inflation

Inflationsutsikterna bedöms vara gynnsamma

Inflationen mätt med KPIF var 2,3 procent i maj (se diagram 3). Utfallet var lägre än i Riksbankens prognos från den penningpolitiska rapporten i mars, vilket framför allt förklaras av att varu- och energipriserna ökade långsammare än väntat. Tjänstepriserna ökade istället relativt snabbt och snabbare än väntat. Det finns en del faktorer av mer övergående karaktär som bedöms tillfälligt ha dragit upp vissa tjänstepriser i maj, men att priserna ökar så snabbt tyder också på att priserna är fortsatt känsliga för starkare efterfrågan²⁹

Prisökningarna exklusive energi mätt över de senaste 3 och 6 månaderna, som kan ge information om vart inflationen är på väg, har under en tid haft en nedåtgående trend men steg något i maj. De är dock fortfarande ganska nära 2 procent i uppräknad årstakt (se diagram 17).³⁰

Flera indikatorer tyder på att prisökningstakten kommer att fortsätta dämpas den närmaste tiden. Enligt Konjunkturbarometern har detaljhandelsföretagens prisplaner på 3 månaders sikt sjunkit under våren, men enligt Riksbankens företagsundersökning i maj steg de på 12 månaders sikt bland företag som säljer till hushåll (se diagram 18). Riksbanken bedömer att företagens prisplaner är förenliga med en inflationstakt som är nära 2 procent. Därtill har producentpriserna också ökat relativt långsamt de senaste månaderna. Enligt företagsundersökningen har dock en del företag ännu inte höjt sina priser i samma utsträckning som kostnaderna har stigit vilket kan innebära att de höjer priserna något snabbare framöver om efterfrågan tillåter.

Högre lönetillväxt

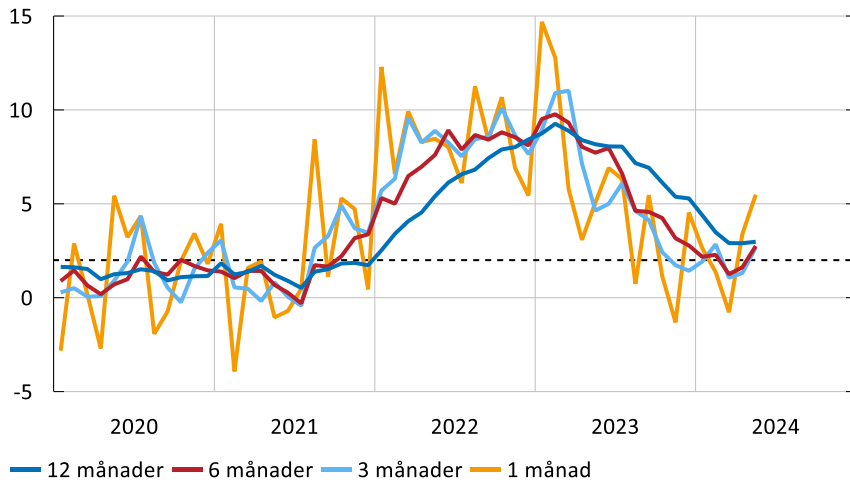
Löneökningstakten har stigit det senaste året och uppgick till 4,5 procent i mars i år, i linje med profilen i de löneavtal som tecknades 2023. Löneökningarna har fortsatt att vara måttliga i ett internationellt perspektiv. Arbetskostnaden per producerad enhet steg snabbare mot slutet av 2023, men ökade långsammare under första kvartalet 2024. Ökningen under fjolåret beror framför allt på att produktiviteten ökade långsammare, men även på en tilltagande löneökningstakt.

²⁹ Till exempel påverkades priserna på logi och transporter troligen av att flera stora evenemang ägde rum i maj.

³⁰ För en analys av informationsinnehållet i mer högfrekventa mått på prisförändringar se, O. Tysklind och J. Johansson (2024) "Prisförändringar på olika tidshorisonter", *Ekonomiska kommentarer* nr 8, Sveriges riksbank.

Diagram 17. KPIF exklusive energi

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

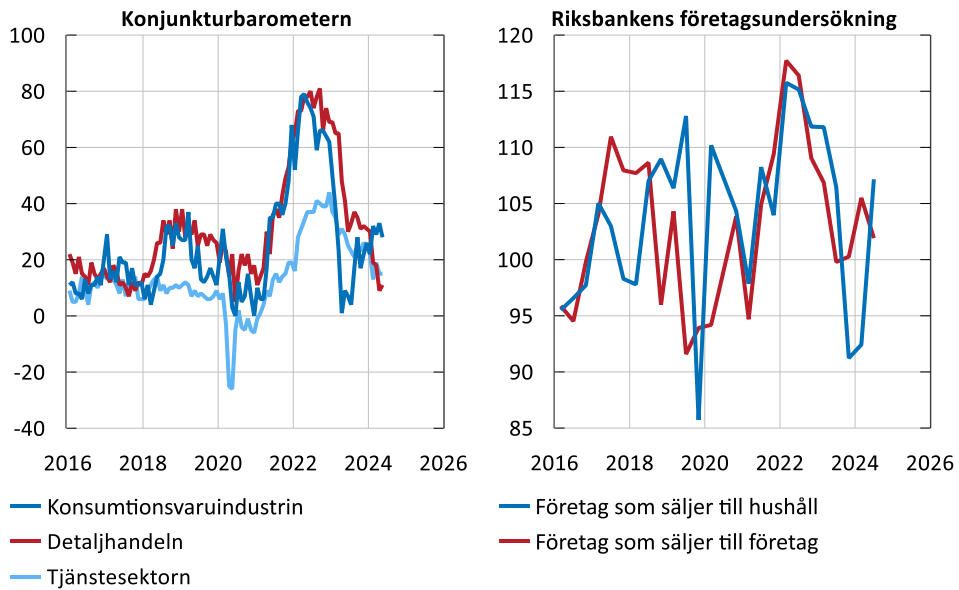


Anm. Säsongsrensade data. Svart streckad linje visar 2 procent.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 18. Företagens prisplaner i Sverige

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



Anm. Frågan handlar om hur företagen planerar att förändra priserna de närmaste tre månaderna (vänster) respektive de närmaste tolv månaderna (höger). Nettotalen anger hur många företag som planerar att höja priserna minus hur många som planerar att sänka dem. Standardiserade värden (höger).

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

2 Utsikterna de kommande åren

BNP-tillväxten i omvärlden tilltar i år, och den globala inflationen kommer att vara fortsatt förhöjd. Inflationen sjunker dock gradvis tillbaka mot centralbankernas mål i USA och euroområdet. Det bidrar till stärkta reallöner, vilket i kombination med lättnader i penningpolitiken innebär att omvärldskonjunkturen kommer att stärkas ytterligare kommande år.

I Sverige bidrar den förda penningpolitiken och avtagande utbudsstörningar till ett inflationstryck nära målet. Konjunkturen fortsätter att vara svag och arbetslösheten stiger fram till hösten. Därefter tilltar BNP-tillväxten när hushållens köpkraft stärks och efterfrågan från omvärlden ökar. Det bidrar till att efterfrågan på arbetskraft ökar vilket får sysselsättningsgraden att stiga och arbetslösheten att sjunka. Inflationen stabiliseras runt målet i takt med att konjunkturen förbättras.

Centrala bedömningar och antaganden i prognosen

- Prognoserna för svensk realekonomi och inflation baseras på bedömningen att konjunkturen i euroområdet har bottnat och att tillväxten ökar gradvis. I USA väntas tillväxten bromsa in och den fortsatt åtstramande penningpolitiken ha en dämpande effekt på investeringar och konsumtion.
- Geopolitiska spänningar antas ge begränsade effekter på global BNP och inflation under prognosperioden.
- Energipriser antas följa terminspriseringen de närmaste åren.
- Konjunkturen bedöms vara svagare än normalt i utgångsläget.
- Finanspolitiken i Sverige antas varken vara expansiv eller åtstramande och påverkar inte konjunkturläget under prognosperioden i någon större utsträckning.

Prognos för penningpolitiken: Styrräntan lämnas oförändrad i juni. Förutsatt att inflationsutsikterna står sig kan styrräntan sänkas två eller tre gånger under andra halvåret. Prognosen innebär att styrräntan därefter sänks så att den når drygt 2,5 procent i slutet av prognosperioden.

2.1 De ekonomiska utsikterna i omvärlden

Konjunkturläget i omvärlden förbättras kommande år

BNP-tillväxten i omvärlden väntas tillta något i år och stiger sedan snabbare under 2025 och 2026. Tillväxten förblir dock lägre än ett historiskt genomsnitt för perioden 2010–2019.³¹ En anledning är att Kinas tillväxt bedöms bli svag i ett historiskt perspektiv och dämpar därmed utvecklingen. I takt med att efterfrågan tar fart väntas världshandeln visserligen öka snabbare, men ökningen motverkas av tilltagande protektionistiska tendenser i vissa länder. Det bidrar till att tillväxten i världshandeln under de närmaste åren blir lägre än den historiska trenden och att produktivitetstillväxten blir måttlig.

I euroområdet är resursutnyttjandet lägre än normalt och tillväxttakten väntas öka mot slutet av året. Den fallande inflationen i euroområdet innebär att ECB väntas fortsätta att sänka styrräntorna. Mindre åtstramande penningpolitik bidrar till att konjunkturen i euroområdet stärks och att hushållens reala inkomster ökar snabbare. Löneökningstakten dämpas nästa år, men är ändå hög jämfört med ett historiskt genomsnitt, vilket innebär att styrräntesänkningarna sker gradvis. Resursutnyttjandet ökar och bedöms nå en normal nivå 2025.

I USA bedöms resursutnyttjandet vara något högre än normalt i nuläget. Det bidrar till att inflationen kommer att bli kvar på en högre nivå längre i USA än i euroområdet. Federal Reserve avvaktar därför längre med att sänka räntan än ECB. Den penningpolitiska transmissionen är långsammare i USA och den åtstramande penningpolitiken väntas framöver bidra till att tillväxten i investeringar och konsumtion dämpas och resursutnyttjandet gradvis normaliseras.

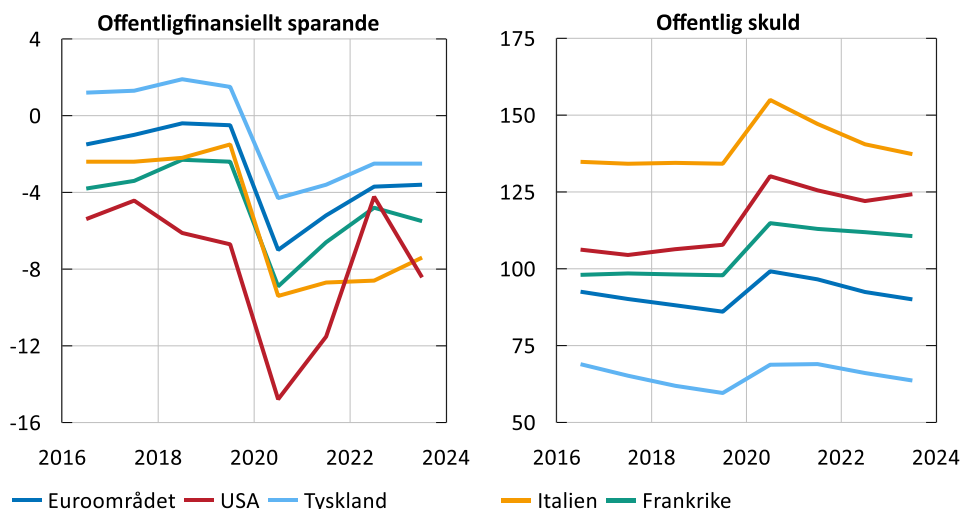
USA och vissa euroländer har under en lång tid haft stora budgetunderskott (se diagram 19). Stödåtgärder till följd av pandemin och Rysslands invasion av Ukraina förvärrade den offentliga finansiella situationen ytterligare för dessa länder. I USA förblir underskotten stora i ett historiskt perspektiv även under kommande år, men finanspolitikens bidrag till BNP-tillväxten blir mindre än i fjol. Det reformerade finanspolitiska ramverket i EU bedöms bidra till att finanspolitiken i euroområdet gradvis blir mer åtstramande framöver. Trots det förblir underskotten relativt stora i flera euroländer.³²

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

³² EU:s finanspolitiska ramverk har under de senaste åren omarbetats. Det reformerade ramverket trädde i kraft den 30 april och syftar till att säkerställa sunda och hållbara offentliga finanser samt främja tillväxt genom reformer och investeringar.

Diagram 19. Offentligfinansiellt sparande och offentlig skuld i flera länder

Procent av BNP



Källor: Eurostat och Europeiska kommissionen.

Inflationen i omvärlden sjunker

Inflationen i omvärlden fortsätter att sjunka framöver, i stort sett i linje med Riksbankens prognos. I euroområdet och USA väntas inflationen stabiliseras på en nivå förenlig med inflationsmålet under första halvåret nästa år. Inflationen sjunker i både euroområdet och USA det kommande året eftersom i tjänstepriserna ökar långsammare i takt med att löneökningstakten fortsätter att avta. Löneökningstakten i både USA och euroområdet väntas vara fortsatt relativt hög i år men sjunker sedan till kring 3 procent i slutet av prognosperioden.³³ I USA dämpas dessutom prisökningstakten för hyror, vilket bidrar till att tjänstepriserna ökar långsammare. Priserna på varor och livsmedel väntas öka i en normal takt.

Tabell 1. Nyckeltal omvärlden

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

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

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

³³ Löneökningstakten är mätt med Employment Cost Index för USA och Compensation per Employee för euroområdet.

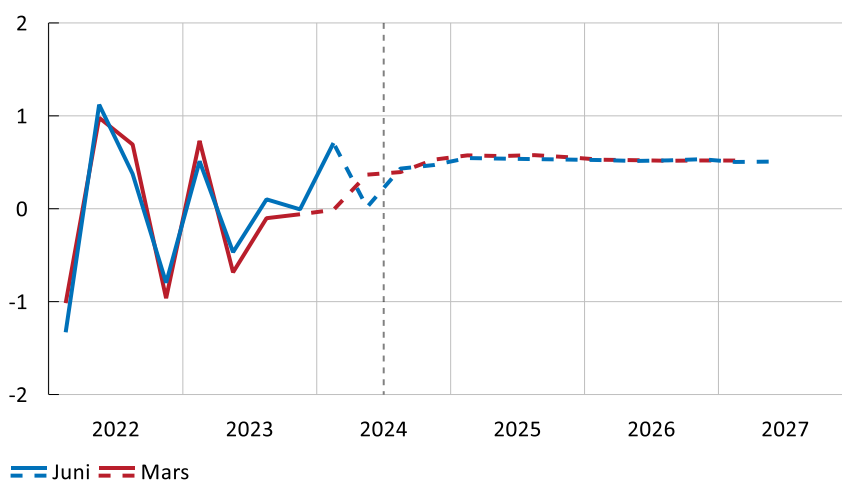
2.2 De ekonomiska utsikterna i Sverige

Tillväxten ökar successivt i svensk ekonomi

Svensk BNP-tillväxt väntas tillta under 2024 (se diagram 20). BNP väntas vara oförändrad under det andra kvartalet och sedan stiga till kring 0,5 procent under det andra halvåret när svensk ekonomi börjar återhämta sig. Under 2025 och 2026 fortsätter återhämtningen och BNP-tillväxten väntas stiga till 2,4 procent i årstakt under 2026.

Diagram 20. BNP i Sverige

Procentuell förändring, kvartalstakt



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

Källor: SCB och Riksbanken.

En viktig anledning till att svensk ekonomi börjar återhämta sig är att tillväxten i hushållens konsumtion gradvis ökar i takt med att räntan successivt sänks och hushållens reala disponibla inkomster stiger. Sparkvoten, som har stigit sedan räntorna började höjas 2022, kommer dock att förbli hög under prognosperioden. Exporten, som har varit det starkast positiva bidraget till den svenska ekonomin de senaste åren, bedöms däremot inte utvecklas lika starkt under 2024 som den gjorde under 2023. Exporten väntas dock stiga mot slutet av året i takt med att konjunkturen i omvärlden stärks. Bostadsinvesteringarna ökar från en låg nivå kommande år. Näringslivets övriga investeringar ökar dock långsammare framöver.

Sysselsättningen stiger igen mot slutet av 2024

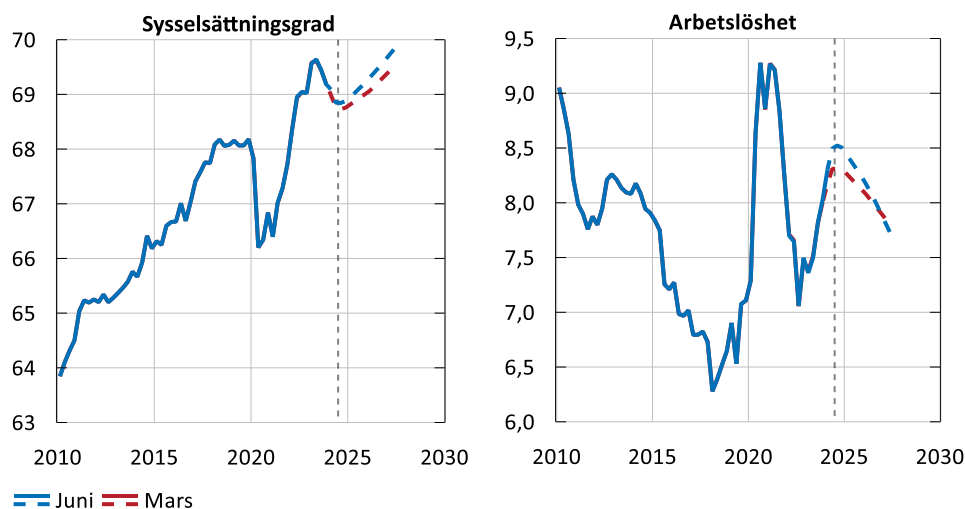
I Riksbankens prognos fortsätter antalet sysselsatta att minska ytterligare under det andra kvartalet 2024. Arbetslösheten väntas stiga till 8,5 procent under det andra kvartalet. BNP-tillväxten väntas tillta under andra halvåret, vilket medför att sysselsättningen stiger och arbetslösheten sjunker i början av 2025 (se diagram 21).

SCB:s har reviderat ned befolkningsprognosen, se faktarutan "Befolkningen ökar långsammare". Eftersom sysselsättningsgraden uttrycks som procent av befolkningen så

revideras sysselsättningsgraden upp, trots att antal sysselsatta är något nedreviderad jämfört med prognosen i mars. Att arbetslösheten har reviderats upp beror även på att arbetskraftsutbudet har ökat mer än väntat. Den nya befolkningsprognosen påverkar Riksbankens prognoser även på flera andra sätt, bland annat har bedömningen av den potentiella tillväxten reviderats ned något under prognosperioden.

Diagram 21. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet i Sverige

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



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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 2. Nyckeltal Sverige

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

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

* Procentuell avvikelse från Riksbankens bedömda potentiella nivå.

Anm. Siffrorna avser faktiska, ej kalenderkorrigerade, tillväxttakter.

Källor: SCB och Riksbanken.

Resursutnyttjandet bedöms vara något lägre än normalt

Resursutnyttjandet i svensk ekonomi bedöms nu vara något lägre än normalt och ekonomin befinner sig i en mild lågkonjunktur. Uppskattningar av resursutnyttjandet kan göras på flera olika sätt med hjälp av olika datakällor och metoder. Riksbankens

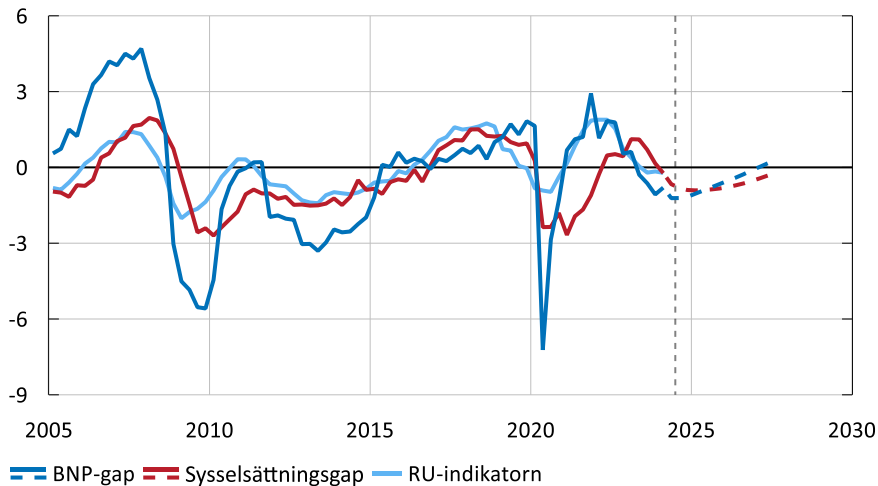
resursutnyttjandeindikator, som väger samman olika indikatorer, tyder också på att resursutnyttjandet har sjunkit och är något under det normala (se diagram 22).

Ett annat sätt att uppskatta resursutnyttjandet är att bedöma hur stor skillnaden är mellan faktiska och potentiella nivåer för till exempel BNP och sysselsättning, så kallade gap-mått. Enligt Riksbankens bedömning är både BNP-gapet och sysselsättningsgapet just nu lägre än normalt.

I takt med att efterfrågan i ekonomin successivt ökar bedöms resursutnyttjandet bli mer normalt och mängden lediga resurser i ekonomin minska. Konjunkturen bedöms vara nära en normal nivå i början av 2027 (se diagram 22).

Diagram 22. Mått på resursutnyttjandet i Sverige

Procent (BNP- och sysselsättningsgap) respektive standardavvikelse (RU-indikatorn)



Anm. Gapen avser BNP:s och sysselsättningens avvikelse från Riksbankens bedömda långsiktiga trend. RU-indikatorn är ett statistiskt mått på resursutnyttjandet. Måttet är, från första kvartalet 1996 till första kvartalet 2024, normaliserat så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Svart streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

Källor: SCB och Riksbanken.

2.3 Inflationsutsikterna i Sverige

Sedan den penningpolitiska rapporten i mars har inflationen fortsatt att falla. Riksbanken bedömer att inflationen mätt med KPIF fortsätter att sjunka framöver. Den förda penningpolitiken och de avtagande utbudsstörningarna bidrar till ett inflationstryck i linje med målet.

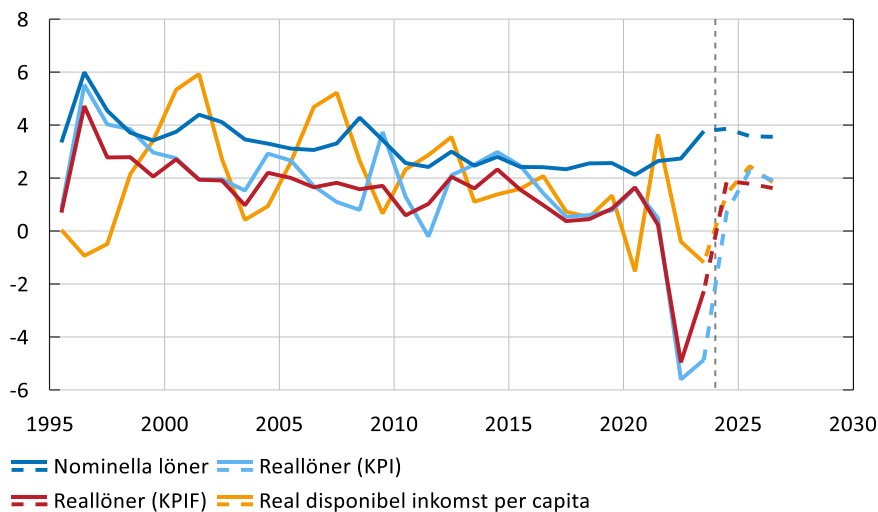
Lägre löneökningstakt men stigande reallöner

Efter att ha stigit under första kvartalet i år väntas löneökningstakten avta från och med det andra kvartalet, i linje med profilen på löneavtalen. Nuvarande industriavtal, som är normgivande även för andra avtalsområden, gäller till och med början av 2025 och innebär lägre löneökningar från och med våren 2024. Lönerna väntas öka med drygt 3,5 procent per år kommande år.

Trots att lönerna bedöms öka långsammare framöver är Riksbankens prognos att reallönerna stiger under 2024 eftersom inflationen återgår till 2 procent.³⁴ Även hushållens reala disponibla inkomst per capita väntas öka 2024, efter att ha sjunkit två år i rad (se diagram 23). Det beror främst på reallöneökningen.

Diagram 23. Nominella och reala löner samt real disponibel inkomst per capita

Årlig procentuell förändring



Anm. Röd och ljusblå linje avser reallöner beräknade som differensen mellan löneökningstakten och ökningstakten i KPIF respektive KPI. Real disponibel inkomst är beräknad med deflatorn för hushållens konsumtionsutgifter, som vanligen ökar i samma takt som KPIF. Heldragna linjer avser utfall, streckade linjer avser Riksbankens prognos. Svart streckad linje markerar årsskiftet 2023/2024.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

³⁴ Redan i mars steg reallönerna mätt med både KPIF och KPI.

Inflationen nära målet nästa år

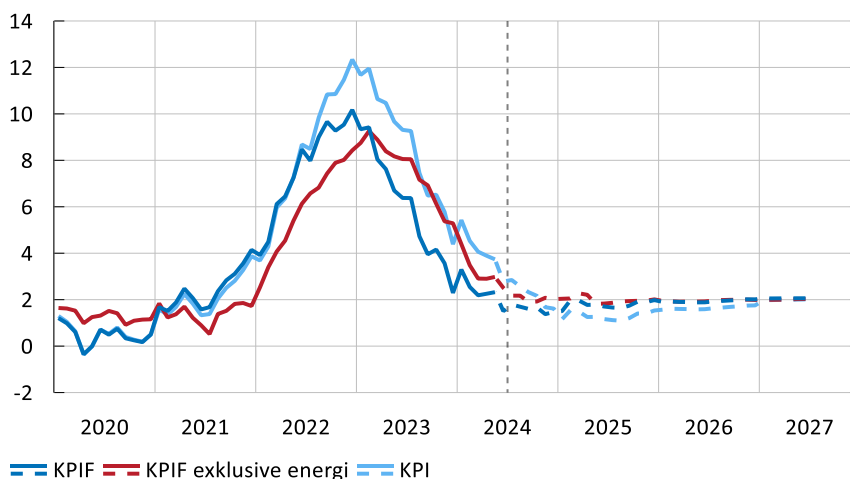
Inflationen dämpas i år av att resursutnyttjandet sjunkit till följd av Riksbankens räntehöjningar och att livsmedelspriserna ökar långsammare. Även energipriserna faller snabbt i år, vilket innebär att inflationen mätt med KPIF kommer vara lägre än inflationen mätt med KPIF exklusive energi. KPIF exklusive energi är fortfarande tydligt över inflationsmålet, men väntas falla mot inflationsmålet under andra halvåret och sedan vara kvar på en varaktigt låg och stabil nivå (se diagram 24).

Riksbankens kortsiktsmodeller sammanfattar information från ett stort antal indikatorer och tyder på att ökningstakten i KPIF exklusive energi kommer att sjunka de närmaste månaderna. Indikatorer som ingår i modellprognosen är bland annat företagens prisplaner och producentpriser (se avsnitt 1.4). Riksbankens prognos ligger i eller nära spannet av modellskattningarna (se diagram 25).

Inflationen stabiliseras nära målet när konjunkturläget förbättras. Detta är en effekt av att penningpolitiken gradvis kommer att bli mindre åtstramande och resursutnyttjandet stiger. Pristrycket kommer också att hållas uppe på grund av att lönerna ökar snabbare än normalt samt att hyror och administrativa avgifter stiger snabbare än de brukar. Inflationssuppgången motverkas delvis av en starkare krona, vilket leder till lägre importpriser som dämpar prisökningstakten i den svenska ekonomin (se diagram 26).

Diagram 24. KPIF, KPIF exklusive energi och KPI

Årlig procentuell förändring

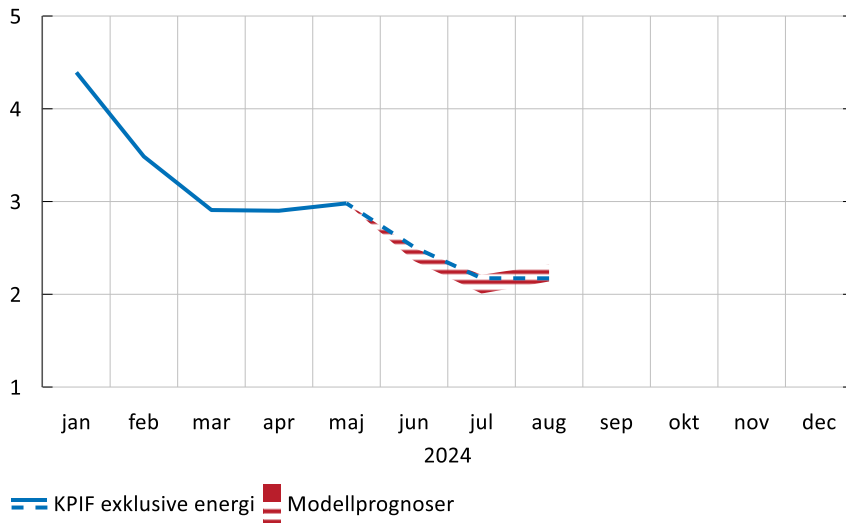


Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Svart streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i juni.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 25. Modellprognoser för KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring

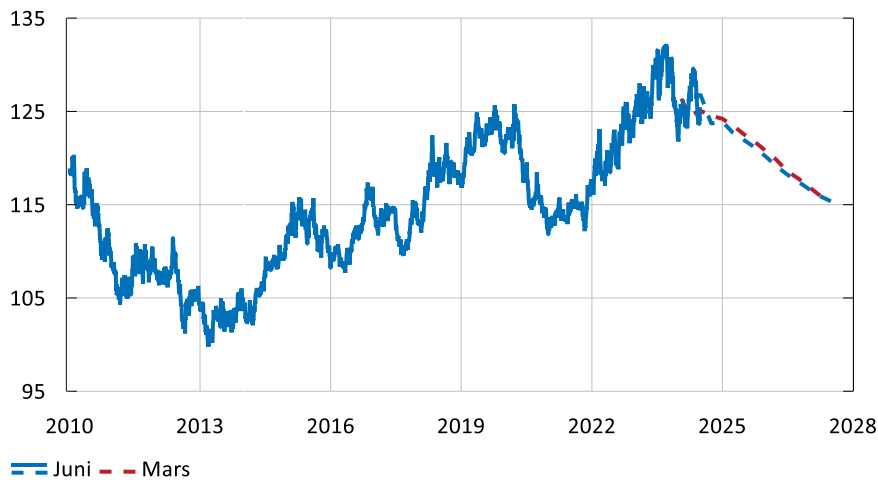


Anm. Det röda bandet visar ett intervall mellan de högsta och lägsta prognoserna från olika modeller. Modellprognoserna baseras på ett stort antal indikatorer för prisutvecklingen.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 26. Nominell växelkurs

Index, 1992-11-18 = 100



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

Källa: Riksbanken.

KPI-inflationen väntas på grund av tidigare räntehöjningar ligga högre än de andra inflationsmåten under 2024, men sjunker under 2 procent under 2025 för att därefter gradvis stiga mot slutet av prognosperioden (se diagram 24).

En samlad bedömning av utsikterna för inflation utifrån drivkrafter i ekonomin och framåtblickande indikatorer tyder på att inflationen varaktigt kommer att vara låg och stabil framöver.

Tabell 3. Nyckeltal inflation

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

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

Källor: SCB och Riksbanken

FAKTA – Befolkningen ökar långsammare

Statistiska centralbyrån (SCB) publicerar årligen befolkningsprognoser. Riksbanken använder prognosen bland annat för att bedöma hur arbetskraften kommer att utvecklas framöver. Var tredje år gör SCB en mer omfattande analys där olika antaganden ses över. Årets befolkningsprognos var en sådan och innebar att prognosen reviderades ned ovanligt mycket (se diagram 27).

Att prognosen reviderats ned beror på att SCB antar att fruktsamheten och migrationen väntas bli lägre. I likhet med många andra länder har barnafödandet sjunkit trendmässigt i Sverige under flera år. Under 2023 föddes i genomsnitt cirka 1,5 barn per kvinna i, vilket är det lägsta barnafödandet sedan man började föra befolkningsstatistik.³⁵ Migrationen väntas bli betydligt lägre framöver till följd av exempelvis högre försörjningskrav för arbetskraftsinvandring och färre kvotflyktingar.

Det senaste decenniet har befolkningen vuxit snabbt i Sverige, till stor del för att migrationen har varit hög.³⁶ Arbetskraften har därför också ökat snabbt det senaste decenniet och bidragit till en högre BNP-tillväxt. Men framöver väntas befolkningen och arbetskraftsutbudet växa betydligt långsammare, vilket medfört att potentiell BNP har reviderats ned.

Att det föds färre barn bidrar bland annat till en lägre offentlig konsumtion eftersom det behövs ett mindre antal skolor, lärare och andra pedagoger. Samtidigt behövs färre nya bostäder när migrationen minskar.

De närmaste åren hålls den demografiska försörjningskvoten, det vill säga antalet yngre och äldre som andel av den arbetsföra befolkningen, nere på grund av att det föds färre barn. Men på längre sikt stiger den något i takt med att antalet äldre i befolkningen ökar (se diagram 27). I euroområdet och i USA ökar andelen äldre

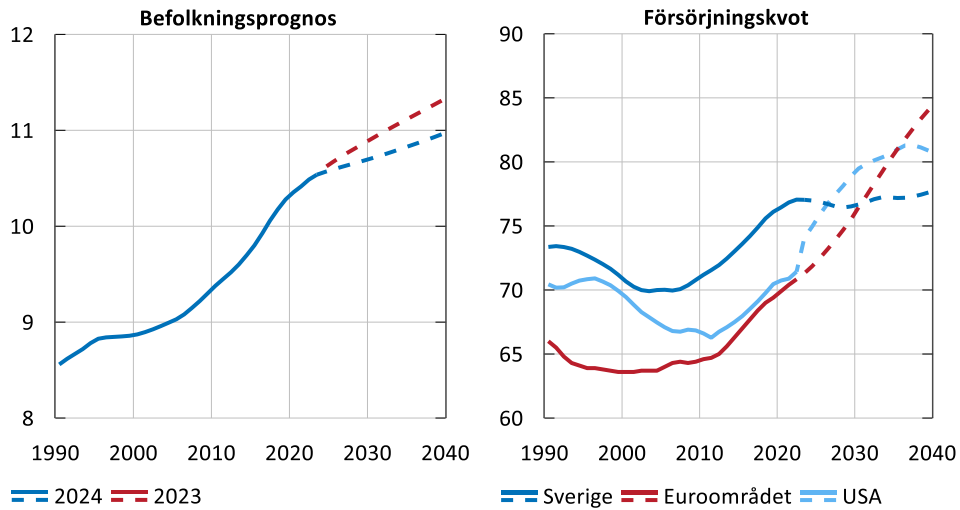
³⁵ För att befolkningsmängden ska vara konstant krävs att varje kvinna i genomsnitt föder 2,1 barn.

³⁶ Se I. Häkkinen Skans och P. Wasén (2023), "Arbetskraften, sysselsättningen och förändringen i befolkningens sammansättning", *Ekonomiska kommentarer* nr 6, Sveriges riksbank.

snabbt framöver. Det medför att den demografiska försörjningskvoten väntas stiga snabbt de kommande decennierna och uppgå till nästan 85 procent i euroområdet och drygt 80 procent i USA år 2040. För att öka välståndet framöver kommer därför produktivitetstillväxten att bli allt viktigare.

Diagram 27. Befolkningsprognos och demografisk försörjningskvot

Miljoner respektive procent



Anm. Försörjningskvoten avser antalet personer mellan 0-19 år samt 65+ år som andel av antalet personer i åldern 20-64 år. Prognosen för Euroområdet och USA börjar 2023 medan prognosen för Sverige börjar 2024.

Källor: Eurostat, SCB och U.S. Census Bureau.

3 Penningpolitisk analys

Förutsättningarna för en inflation vid målet är goda. När inflationen närmar sig målet och konjunkturen är svag kan penningpolitiken lättas. Men osäkerhet kring inflationsutsikterna talar fortsatt för en gradvis anpassning av penningpolitiken.

Ny information ger stöd för att inflationstrycket i stora drag är som förväntat. Riksbanken lämnar styrräntan oförändrad vid detta möte, men bedömer att den kan sänkas två eller tre gånger under det andra halvåret i år om inflationsutsikterna står sig. För att stabilisera inflationen på målet fortsätter sedan styrräntan att sänkas i prognosen och når drygt 2,5 procent under första halvåret 2027. Osäkerheten om styrräntans nivå på längre sikt är dock betydande.

Penningpolitiken är framåtblickande

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

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

3.1 Penningpolitiken i Sverige

Under fjolåret försvagades konjunkturen tydligt samtidigt som inflationen föll tillbaka. Det gynnsamma inflationsförloppet blev allt tydligare under hösten och har fortsatt under innevarande år. Riksbanken har därför börjat anpassa penningpolitiken i en mindre åtstramande riktning för att stabilisera inflationen nära målet.

Goda förutsättningar för gradvis lägre styrränta

Svensk inflation har fallit tydligt under våren och är nu nära målet på 2 procent. Nedgången har varit bred och förklaras av lägre prisökningar på såväl varor som

tjänster. Företagens kostnadsökningar fortsätter att dämpas, och kronan är starkare än i maj. I kombination med den svaga inhemska konjunkturen, med något försämrade utsikter på arbetsmarknaden, väntas detta göra företagen något mindre benägna att höja sina priser. Denna bild får stöd av att företagens prisplaner i Konjunkturbarometern har dämpats. Den senaste tidens utveckling av de inhemska förhållandena tyder sammantaget på att inflationstrycket i svensk ekonomi är förenligt med en inflation nära målet de närmaste åren. Penningpolitiken bedöms vara åtstramande och utsikterna för inflationen talar för att styrräntan behöver fortsätta sänkas till en nivå som varken stramar åt eller stimulerar den ekonomiska aktiviteten.

Samtidigt finns det osäkerhetsfaktorer som talar för en gradvis anpassning av penningpolitiken. Med en gradvis anpassning av styrräntan ges utrymme att löpande utvärdera effekterna av redan genomförda sänkningar och av förändringar av de ekonomiska utsikterna i omvärlden. Ränteutvecklingen blir också mer förutsägbar för hushåll och företag. En osäkerhetsfaktor rör inflationsnedgången som har varit oväntat trög i både USA och euroområdet. Prissättningen på de finansiella marknaderna tyder på att styrräntorna i de här ekonomierna inte kommer att sänkas fullt så mycket i närtid som förväntades i maj. I den utsträckning som den långsammare nedgången i inflationen beror på att efterfrågan i omvärlden är starkare än i Riksbankens prognos skulle detta kunna bidra till ett högre inflationstryck även i Sverige. Det skulle kunna ske via en högre efterfrågan på svensk export av varor och tjänster, men också genom att ränteskillnaderna mellan Sverige och omvärlden ökar och att det i sin tur bidrar till en svagare krona. Osäkerheten gäller även de inhemska konjunktur- och inflationsutsikterna. Inflationen exklusive energi var något högre än väntat i maj och vissa prisförändringar på kort sikt vände upp tydligt. Detta kan till viss del förmodligen förklaras av tillfälliga faktorer som pressade upp vissa tjänstepriser. Men det kan också hänga samman med att priserna är fortsatt känsliga för stark efterfrågan och sammantaget är det osäkert hur snabbt inflationstrycket i den svenska ekonomin faller tillbaka.

Att prognosen för den svenska styrräntan i viss mån avviker från den förväntade ränteutvecklingen i omvärlden ska förstås utifrån att de ekonomiska förhållandena skiljer sig åt mellan de olika ekonomierna. Men det beror också på att den penningpolitiska transmissionen ser olika ut för olika ekonomier. Som exempel utmärker sig Sverige genom att hushållen är relativt högt skuldsatta och har korta räntebindningstider på sina lån. Förändringar i styrräntan påverkar därmed hushållens kassaflöden och konsumtion relativt snabbt. I stark kontrast till situationen i Sverige har hushållens samlade ränteutgifter i ekonomier som USA och Tyskland, där räntebindningstiderna är långa, endast påverkats marginellt av de senaste årens uppgång i styrräntorna. Sverige är samtidigt en liten öppen ekonomi där växelkursens utveckling är viktig för att förstå inflationsutvecklingen.

Penningpolitiken bör fortsätta att anpassas gradvis

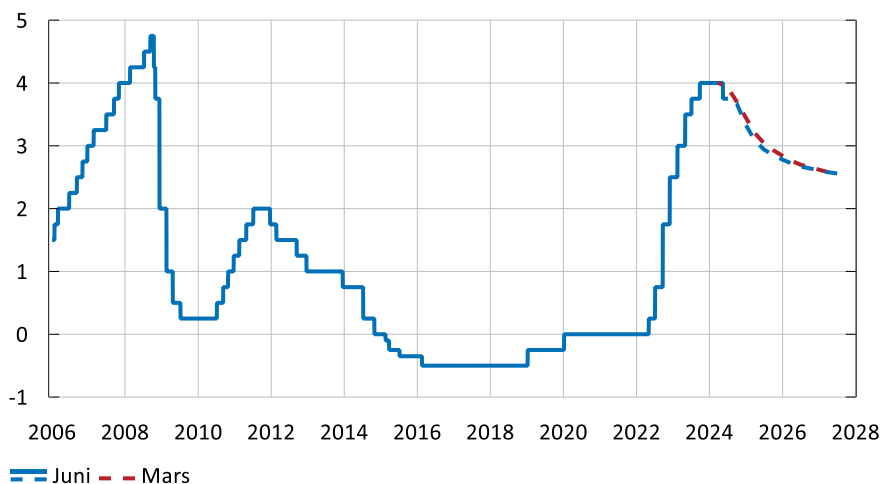
För att bidra till att stabilisera den svaga inhemska konjunkturen och därigenom säkerställa att inflationen förblir nära 2 procent bedöms styrräntan behöva fortsätta sänkas i en gradvis takt. Styrräntan lämnas oförändrad vid detta möte, men kan troligen komma att sänkas ytterligare två eller tre gånger under det andra halvåret i år. Direktionens prognos för styrräntan är vidare förenlig med att styrräntan sänks

ytterligare och når drygt 2,5 procent under första halvåret 2027. Prognosen för styrräntan, som präglas av stor osäkerhet, är därmed något lägre än vad den var i den penningpolitiska rapporten i mars. Det gäller framför allt prognosen för styrräntan 2024 och 2025. Sammantaget innebär prognosen även att den reala styrräntan sjunker tydligt de närmaste åren (se diagram 28 och 29).

Nedgången i inflationen och en lägre förväntad styrränta bidrar till att en ekonomisk återhämtning inleds under det andra halvåret i år. Inflationen bedöms utvecklas i linje med målet, även om inflationen enskilda månader under andra halvåret i år väntas bli något lägre till följd av höga energipriser ifjol. Den stundande avtalsrörelsen väntas äga rum i en miljö där inflationen är nära 2 procent och inflationsförväntningarna är väl förankrade (se diagram 30). Riksbankens prognos innebär att reallönerna ökar ungefär i samma takt som produktiviteten de kommande åren. Kronan väntas stärkas gradvis och utvecklingen i företagens kostnader bedöms vara förenlig med en inflation som är nära 2 procent.

Diagram 28. Prognos för styrräntan

Procent



Anm. Den heldragna linjen avser utfall och de streckade linjerna avser Riksbankens prognoser. Utfall är dagsdata och prognos är kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken.

Diagram 29. Prognos för real styrränta

Procent

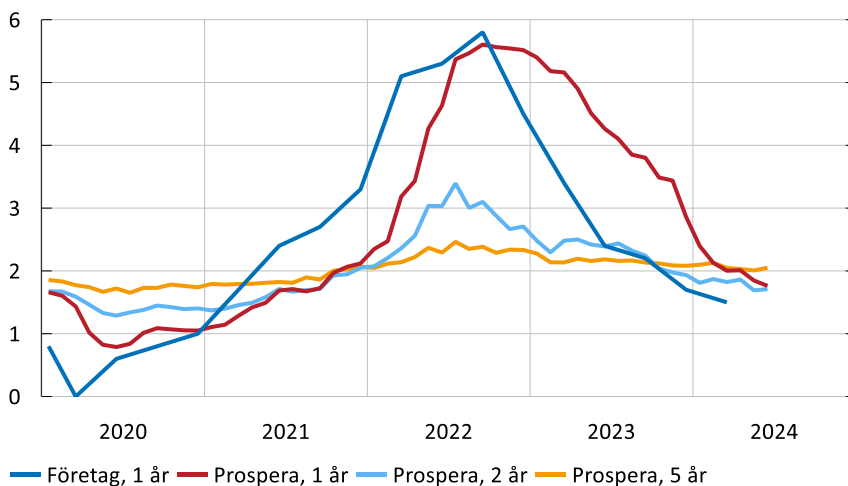


Anm. Den reala styrräntan är beräknad som ett kvartalsmedelvärde av Riksbankens prognos för styrräntan ett år framåt minus prognosen för inflationen mätt med KPIF för motsvarande period. Prognosen sträcker sig därför endast till 2026 kv2. Eftersom real styrränta är framåtblickande beräknas utfall med hjälp av de vid tidpunkten senast publicerade prognoserna.

Källa: Riksbanken.

Diagram 30. Inflationsförväntningar

Procent



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

Källor: Kantar Prospera och Konjunkturinstitutet.

Styrräntan kan bli högre eller lägre än i prognosen

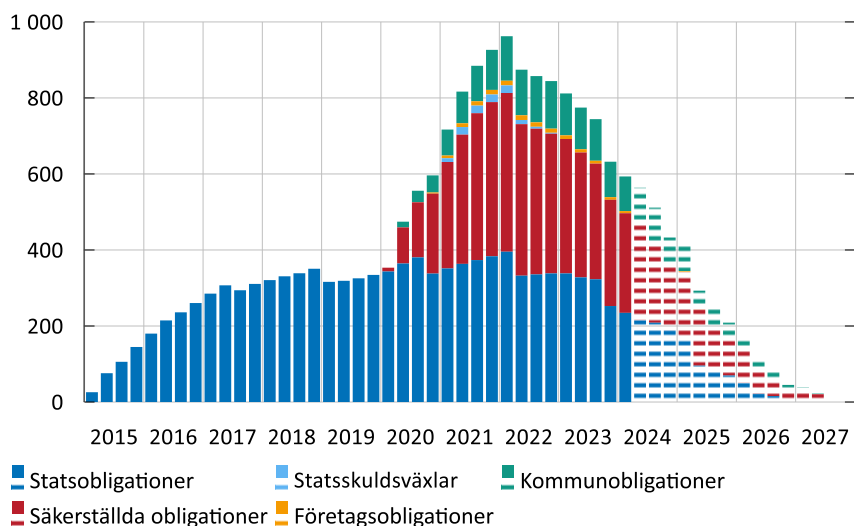
Ekonomi utsätts regelbundet för störningar som ändrar förutsättningarna för penningpolitiken. Penningpolitikens effekter på inflationen och realekonomi kan dessutom ändras över tid. Osäkerheten kring prognosen för styrräntan är därför betydande, och styrräntan kan bli såväl högre som lägre än i prognosen. Hushåll och företag behöver följaktligen planera sin ekonomi utifrån att styrräntan kan komma att

behöva justeras på ett sätt som avviker från Riksbankens prognos. Vissa av de risker som skulle kunna leda till en annan styrränta än i prognosen diskuterar vi i avsnitt 3.2. Där diskuteras även två alternativa scenarier mer i detalj.³⁷

Riksbankens värdepappersinnehav i svenska kronor antas tills vidare fortsätta minska enligt beslutet vid det penningpolitiska mötet i januari och därmed bidra till en fortsatt normalisering av Riksbankens balansräkning (se diagram 31). Detta väntas inte försvåra den penningpolitiska målluppfyllelsen.³⁸ Senare i år planerar Riksbanken att återkomma till vad som utgör en lämplig nivå på värdepappersinnehavet på lång sikt och hur en sådan portfölj bör vara sammansatt.

Diagram 31. Riksbankens innehav av värdepapper

Nominellt belopp, miljarder kronor



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

Källa: Riksbanken.

3.2 Osäkerhet, risker och alternativscenarier

Den svenska ekonomin drabbas regelbundet av oförutsedda händelser i omvärlden eller Sverige som påverkar inflationsutsikterna. Dessa ändrar därigenom förutsättningarna för penningpolitiken och innebär att prognosen för styrräntan alltid är osäker.

Risker kan ha olika stor betydelse för hur penningpolitiken utformas. Som exempel har penningpolitiken under åtminstone delar av perioden med mycket hög inflation

³⁷ Det råder också en betydande osäkerhet om styrräntans nivå på längre sikt, något som diskuterades i kapitel 3 i den penningpolitiska rapporten i mars 2024. I samma rapport publicerades även analysen "Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt".

³⁸ Se Penningpolitiskt beslut februari 2024, Beslut om styrränta och försäljning av statsobligationer.

präglats av en låg tolerans mot hög inflation, samtidigt som sannolikheten för en överrespektive underskattning av inflationsutvecklingen bedömdes vara likartad.

Riskbilden som omgärdar inflationsprognosen har inte ändrats avsevärt sedan i maj och bedöms vara förhållandevis balanserad. Avsnittet nedan diskuterar ett antal riskfaktorer som bedöms vara viktiga för de svenska inflationsutsikterna och Riksbankens penningpolitik.

Osäker omvärld med omfattande geopolitiska spänningar

Mot bakgrund av Rysslands invasionskrig mot Ukraina och de geopolitiska spänningarna i Mellanöstern finns det för närvarande en betydande risk för nya utbudsstörningar i den globala ekonomin. Konflikten i Mellanöstern har bland annat gett upphov till mer varaktiga störningar i kritiska transportvägar, vilket på senare tid har bidragit till stigande fraktpriser, men det råder även osäkerhet kring utvecklingen av energi- och livsmedelspriser. Den globala ekonomin kan också komma att röra sig i en mer protektionistisk riktning.³⁹ Sammantaget skulle en sådan utvecklingen kunna bidra till ett tydligt högre inflationstryck i Sverige.

Det råder också osäkerhet om hur omvärldens efterfrågan kommer att utvecklas. Under våren överträffade den ekonomiska utvecklingen i framför allt USA de flesta bedömares prognoser och inflationsnedgången har varit trög. Även om den senaste tidens statistik tyder på en viss avmattning skulle ytterligare överraskningar kunna leda till att omvärldens efterfrågan kommer att utvecklas starkare än i prognosen. Det skulle i sin tur kunna leda till att styrräntorna i omvärlden blir högre än väntat. En sådan utveckling skulle kunna bidra till högre inflation i Sverige. Detta bland annat genom snabbare ökning av globala priser, en högre utländsk efterfrågan på svenska varor och tjänster och en försvagning av kronan.

Samtidigt finns det en risk för att den ekonomiska utvecklingen i omvärlden blir svagare än i prognosen. Detta bland annat mot bakgrund av stora budgetunderskott och stigande statsskulder i USA och euroområdet de senaste åren, men också den oklara politiska situation som följt efter valet till Europaparlamentet. Det är osäkert om, och i så fall hur, en finanspolitisk åtstramning kommer att ske. Även om det nya finanspolitiska ramverket i euroområdet skulle kunna spela en roll för utvecklingen är det ännu osäkert hur ramverkets tillämpning kommer att se ut. Om underskotten fortsätter att öka kommer hållbarheten i ett antal länders offentliga finanser att kunna ifrågasättas med stigande statsobligationsräntor som följd. Det här skulle i sin tur sannolikt tvinga fram betydande finanspolitiska åtstramningar som dämpar tillväxten i de berörda ekonomierna. En tydligt lägre efterfrågan från de här länderna skulle bidra till en svagare svensk konjunktur och till lägre inflation.

Kronan har ofta försvagats när den geopolitiska osäkerheten har ökat, men även när ränteskillnaden mellan omvärlden och Sverige har förväntats öka. Flera av de internationella risker vi nämnt skulle kunna medföra att kronan blir svagare än i

³⁹ Se faktarutan "Kinas export och västvärldens höjda handelstullar".

Riksbankens prognos. Det skulle i så fall kunna bidra till ett högre inflationstryck och medföra att styrräntan blir högre än i prognosen.

Osäkerhet kring inhemsk efterfrågan och företagens prissättningsbeteende

Under den period när Sverige hade mycket hög inflation förde företagen över en stor del av de kraftigt stigande kostnaderna till konsumenterna ovanligt snabbt. Utvecklingen sedan dess har inneburit att kostnaderna nu ökar långsammare. Den svenska ekonomin är nu också i ett svagare konjunkturläge där konsumenterna kan antas vara mer priskänsliga. Därför är det möjligt att företagens lägre kostnadsökningar mer direkt avspeglas i konsumentpriserna framöver och därigenom bidrar till ett lägre inflationstryck än i prognosen.

Den svenska arbetsmarknaden har hittills stått emot konjunkturedgången relativt väl, men det finns tecken på en svagare utveckling på arbetsmarknaden framöver. Bland annat har antalet varsel ökat successivt under året och är på relativt höga nivåer. Om detta är ett tecken på att efterfrågan sjunker mer än företagen har förväntat sig skulle det kunna leda till att företagen relativt snabbt går från att behålla sin personal till att säga upp den. Detta skulle i sin tur kunna dämpa efterfrågan än mer och i förlängningen även inflationstrycket. En sådan utveckling skulle också kunna leda till att efterfrågan på bostäder minskar och därigenom bidra till att bostadspriserna återigen faller. Detta skulle i sin tur sannolikt innebära att hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna utvecklas svagare än i prognosen.

I ett läge där räntorna inte faller tillbaka som i prognosen eller riskpremier åter börjar stiga finns det betydande osäkerhet kring många av fastighetsföretagens finansiella förutsättningar. Företagen kommer då i än större utsträckning att möta högre finansieringskostnader när de förnyar sina lån samtidigt som hyresmarknaden för kontor utvecklas allt svagare.⁴⁰ Det finns därför anledning för fastighetsföretag att fortsätta stärka sina balansräkningar.

Det finns också inhemska faktorer som skulle kunna innebära att inflationstrycket blir högre de närmaste åren. Det finns en betydande osäkerhet kring företagens prissättningsbeteende. En kraftig uppgång i vissa tjänstepriser i maj indikerar att företag har kunnat höja priserna mer än väntat. Enligt Riksbankens företagsundersökning i maj anger också något fler företag än tidigare att de avser höja priserna i förväntan om en återhämtning i konjunkturen.

Inflationstrycket skulle dessutom kunna bli högre av att hushållen ökar sin konsumtion mer än väntat i takt med att deras köpkraft stärks eller att hushåll och företag utgår från alltför låga framtida räntor i sina konsumtions- och investeringsbeslut. Regeringen har även aviserat en omläggning av finanspolitiken i en mer expansiv riktning. Om denna blir mer omfattande än vad som antas i Riksbankens prognos, skulle det bidra till en högre efterfrågan.

⁴⁰ Se Finansiell stabilitet, 2024:1, Sveriges riksbank.

Två alternativa scenarier för inflationen och penningpolitiken

I detta avsnitt beskriver vi två alternativa scenarier för att illustrera hur några av de risker som nämns ovan skulle kunna påverka svensk ekonomi och prognosen för styrräntan.⁴¹

I det första scenariot antar vi att inflationstrycket blir högre i både omvärlden och i Sverige än i Riksbankens prognos. En utveckling som skulle kunna ge upphov till ett starkare globalt pristryck är att omvärldsefterfrågan blir oväntat hög. Den amerikanska ekonomin har till exempel under en längre tid utvecklats starkare än vad många bedömare räknat med. Detta trots snabba och betydande höjningar av styrräntan. Om den starka utvecklingen skulle fortsätta, och dessutom återspeglar en högre efterfrågan i flera av de större ekonomierna, kan det ge upphov till att globala priser ökar snabbare än i prognosen och bidra till ett högre inflationstryck även i Sverige. En högre omvärldsefterfrågan väntas också leda till högre efterfrågan på svensk export av varor och tjänster. Detta skulle i sin tur bidra till en starkare realekonomisk utveckling än i prognosen och därigenom även till ett högre inflationstryck.⁴² Effekten på inflationstrycket skulle förstärkas ytterligare om företagen i en miljö med starkare efterfrågan är mer benägna att höja sina priser. Ett tydligt högre inflationstryck i omvärlden innebär även att omvärldens centralbanker avvaktar med räntesänkningar och skulle även kunna aktualisera räntehöjningar för vissa centralbanker. I scenariot bidrar ett högre ränteläge i omvärlden till en försvagning av kronan vilket ytterligare förstärker inflationstrycket i Sverige.

En tänkbar penningpolitisk respons för att motverka det högre inflationstrycket visas i den röda linjen i diagram 33. I scenariot avvaktar Riksbanken med ytterligare räntesänkningar i närtid jämfört med prognosen. En oförändrad ränta innebär här en tillräckligt åtstramande politik i närtid, men det kan självklart även finnas scenarier där räntan behöver höjas. Den stramare penningpolitiken dämpar efterfrågan och motverkar risker för att den högre inflationen sätter avtryck i löner och inflationsförväntningar. Den minskar därmed risken för att Riksbanken ska behöva höja räntan mer längre fram. Dessutom väntas den högre räntan bidra till att kronan stärks och inflationstrycket därigenom dämpas. Styrräntan lämnas på nuvarande nivå till dess att det är tydligt att inflationstrycket minskar. Den penningpolitiska responsen bidrar till att effekterna på inflationen i slutändan blir måttliga (se röd linje i vänstra bilden i diagram 32). Inflationen blir visserligen högre i närtid än i prognosen men den stramare penningpolitiken motverkar uppgången i inflationstrycket och inflationen återgår till målet under den första halvan av 2026. Den förda penningpolitiken dämpar efterfrågan och bidrar till ett lägre resursutnyttjande under andra halvan av 2025 (se röd linje i högra bilden diagram 32).

⁴¹ Scenarierna baseras på simuleringar i Riksbankens makroekonomiska modell MAJA.

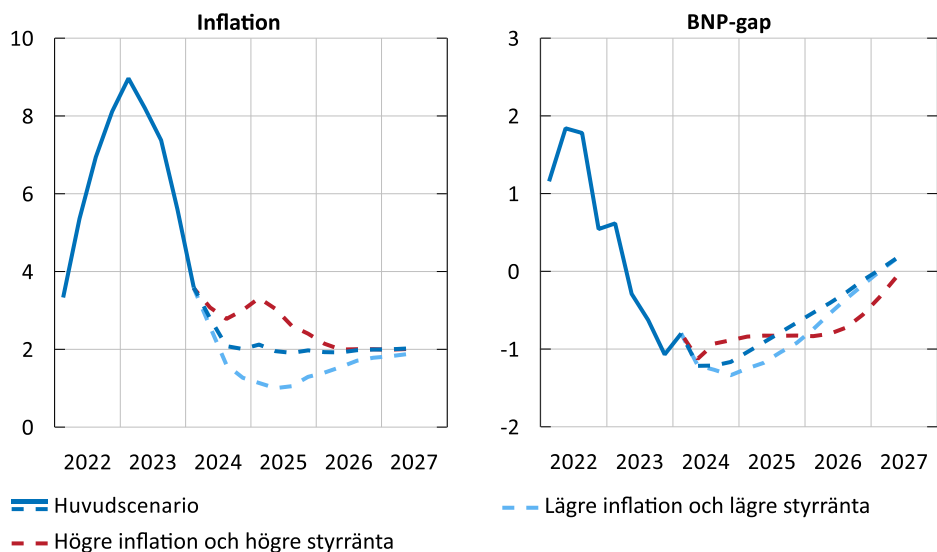
⁴² Scenariot är förenligt med att inflationsutvecklingen i omvärlden till större del än väntat beror på en stark efterfrågan snarare än att tidigare utbudsstörningar klingar av. I vilken utsträckning en stark efterfrågan i omvärlden påverkar den svenska ekonomin beror på flera faktorer och man kan tänka sig ett scenario där svensk realekonomi inte påverkas i samma utsträckning. Beroende på hur den realekonomiska utvecklingen påverkar inflationsutsikterna skulle ett lägre svenskt resursutnyttjande än i scenariot kunna föranleda en något mindre penningpolitisk respons.

I det andra scenariot blir inflationstrycket istället lägre än i prognosen. Det finns en risk att Riksbanken har överskattat inflationstrycket, i synnerhet om realekonomin utvecklas svagare än i prognosen. Företagen höjde snabbt konsumentpriserna för att anpassa dem till de snabba kostnadsökningarna när den ekonomiska aktiviteten var högre. Nu är kostnadsläget inte längre lika högt, men priserna i konsumentledet ligger kvar på höga nivåer. I scenariot antas företagen höja sina priser i betydligt mindre utsträckning i syfte att behålla sina marknadsandelar i ett läge då konjunkturen är svag. I scenariot fortsätter inflationen till följd av detta att utvecklas svagare än i prognosen under de närmaste månaderna. Samtidigt blir det utifrån indikatorer allt tydligare att efterfrågan och inflationstrycket i ekonomin utvecklas påtagligt svagare än väntat. Ekonomins aktörer börjar förvänta sig att inflationen ska ligga kvar under målet samtidigt som företagen justerar ner sina planer på prishöjningar.

För att vända utvecklingen och stabilisera inflationen nära målet behöver Riksbanken föra en mindre åtstramande penningpolitik än i prognosen. Den lägre styrräntan dämpar nedgången i efterfrågan och förhindrar en mer varaktigt låg inflation (se ljusblå linje i diagram 32 och diagram 33). Från andra halvan av 2025 börjar inflationen stiga och är nära målet mot slutet av prognosperioden.

Diagram 32. Prognos och alternativscenarier för inflationen och BNP-gap

Årlig procentuell förändring (vänster) respektive procent (höger)

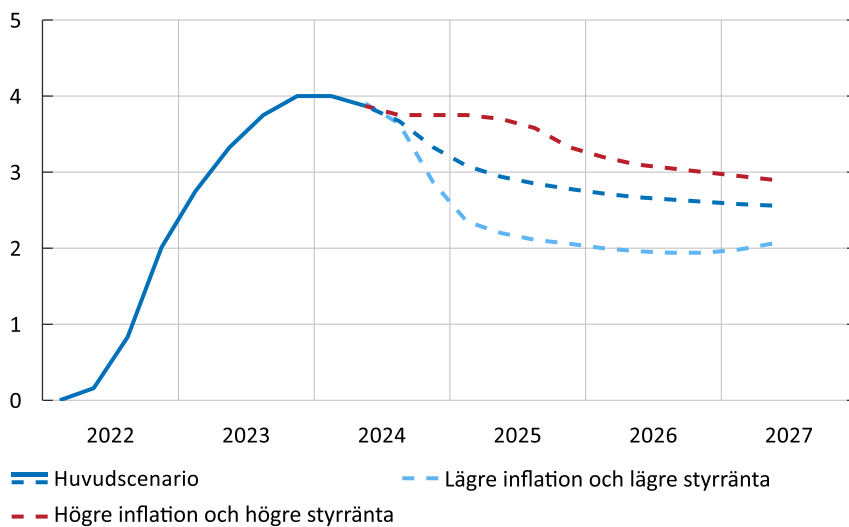


Anm. Den heldragna linjen visar utfall, de streckade linjerna visar prognoser och scenarier. Inflationen avser KPIF exklusive energi. BNP-gapet avser BNP:s avvikelse från Riksbankens bedömda trend. Säsongsrensade data (höger).

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 33. Prognos och alternativscenarier för styrräntan

Procent



Anm. Den heldragna linjen visar utfall, de streckade linjerna visar prognos och scenarier. Avvikelserna från prognosen i de alternativa scenarierna är inte symmetriska då de illustrerar den penningpolitiska responsen på specifika störningar till ekonomin. Asymmetrin ska därför inte nödvändigtvis tolkas som att Riksbanken ser riskerna som omgärdar prognosen för styrräntan som obalanserade.

Källa: Riksbanken.

ANALYS – Vilka faktorer drev inflationsuppgången?

Liksom andra centralbanker har Riksbanken under de senaste åren försökt förstå vilka faktorer som låg bakom den snabba uppgången i priserna och hur lång perioden med hög inflationen skulle kunna bli. I viss mån har olika enkätundersökningar och modellskattningar hjälpt oss med den analysen. Sammantaget pekar de mot att både utbuds- och efterfrågefaktorer spelat roll för inflationsutvecklingen de senaste åren. Utbudsfaktorerna tycks förklara en något större del, men osäkerheten i skattningarna är stora och resultaten beror till viss del på vilken ansats man väljer och hur specifikationerna ser ut.

Flera exogena händelser påverkade utvecklingen

Den snabba uppgången i inflationen under 2022 bidrog till stora prognosfel och skapade flera utmaningar för ekonomisk-politiska beslutsfattare runt om i världen.⁴³ Helt klart är att en rad utbudsrelaterade händelser som pandemin, de kraftiga energiprisstörningarna och kriget i Ukraina förklarar en del av utvecklingen. Men tvära kast i efterfrågan, på sina håll omfattande finanspolitiska stöd samt ändrade konsumtions- och prissättningsbeteenden har också spelat en stor roll.⁴⁴ När inflationen började stiga kraftigt blev debatten livlig om vad som egentligen låg bakom uppgången, hur den skulle hanteras och hur långvarig den skulle bli.

Faktorer som bidrog till prishöjningarna enligt företagen

I Konjunkturinstitutets kvartalsbarometer redovisas enkätsvar om vilka faktorer som har påverkat prisförändringarna bland handels- och tjänsteföretag. Resultaten sedan 2015 redovisas i diagram 34 nedan. Staplarna visar hur respektive faktor har påverkat priserna uppåt eller nedåt det senaste kvartalet.⁴⁵

Sedan 2021 är det enligt företagen framför allt inhemska och importrelaterade kostnader (ljusblå respektive gula staplar) som har varit de viktigaste förklaringsfaktorerna till prisförändringar.⁴⁶ Efterfrågan bidrog till något högre priser, speciellt under 2021 och 2022, men jämfört med kostnadskomponenterna verkar den ha spelat en mycket begränsad roll under de senaste åren. Även i Riksbankens företagsundersökning finns

⁴³ För en mer utförlig genomgång av inflationsuppgångens drivkrafter se M. Löf och P. Stockhammar (2024), "Vad drev inflationsuppgången?", Staff memo, juni 2024, Sveriges riksbank.

⁴⁴ Utöver de faktorer som nämns ovan försvagades också kronan tydligt under 2022 och 2023, vilket har påverkat inflationsutvecklingen i Sverige. Det finns också tecken på att genomslaget av kronförsvagningen till konsumentpriserna har varit större och snabbare än tidigare.

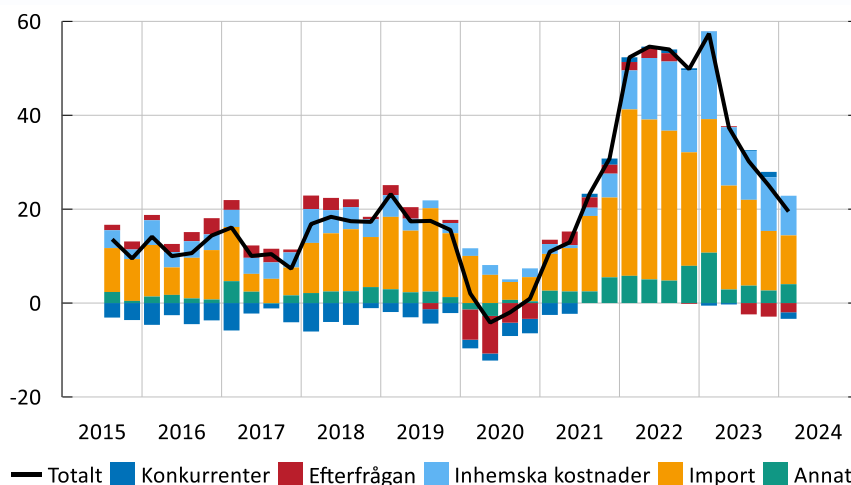
⁴⁵ En stapel över noll innebär att faktorn har bidragit till stigande priser medan en negativ stapel innebär att den har bidragit till lägre priser.

⁴⁶ De importrelaterade kostnaderna har till viss del drivits av den svagare kronan.

frågor om drivkrafter bakom prisförändringar och resultaten är likartade där.⁴⁷ Även om högre kostnader tycks vara den klart dominerande orsaken bakom prisökningarna enligt företagen kan det finnas andra bakomliggande förklaringsfaktorer som också är viktiga. Den starka köpkraften i Sverige verkar till exempel ha skapat förutsättningar för ett förändrat prissättningsbeteende i ekonomin där företagens kostnadsökningar i högre grad än tidigare snabbt kunde föras över till konsumenterna. Prisökningarna förefaller också enligt företagen ha accepterats av konsumenterna i högre grad än tidigare, åtminstone inledningsvis.

Diagram 34. Drivkrafter bakom prissättningen bland handels- och tjänsteföretag

Nettotal



Anm. Företagen svarar på om priserna har stigit eller sjunkit det senaste kvartalet och anger sedan vilken faktor som varit den viktigaste för att förklara prisutvecklingen. Nettotalen är beräknade som ett genomsnitt av nettotalen för handels- och tjänsteföretag.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Förklaringsfaktorer enligt olika modellansatser

I en analys från Federal Reserve presenteras en metod som utgår från definitionen av utbuds- respektive efterfrågechocker.⁴⁸ Inflationen är efterfrågedriven om priser och kvantiteter rör sig i samma riktning inom något specifikt konsumtionsområde. Om inflationen istället är utbudsdriven bör priser och kvantiteter röra sig i olika riktning. Metoden identifierar alltså perioder som har dominerats av antingen utbuds- eller efterfrågestörningar för respektive konsumtionsområde. Detta görs med hjälp av skattade ekvationer. Vikter för de olika kategorierna används sedan för att beräkna utbuds- och efterfrågerelaterade bidrag till den aggregerade prisökningstakten. Vi har

⁴⁷ Även här är högre kostnader, som inköpskostnader, arbetskraftskostnader och energikostnader, den dominerande drivkraften bakom prissättningen de senaste åren. Växelkursen lyfts också fram som en viktig förklaringsfaktor bakom prishöjningarna, speciellt bland de hushållsnära företagen (handeln och vissa tjänsteföretag). I företagsundersökningen är dock frågan framåtblickande till skillnad från motsvarande frågor i Konjunkturbarometern som avser nuläget.

⁴⁸ Se A. H. Shapiro (2022) "Decomposing supply and demand driven inflation", Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2022-18. I OECD (2022), Economic Outlook, Issue 2 användes också metoden med data för åtta OECD-länder, bland annat USA och Sverige.

gjort en liknande analys för Sverige med data från nationalräkenskaperna för 75 olika konsumtionsområden.⁴⁹

I tabell 4 redovisas några varianter av metoden (se rad 1 med benämningen Shapiro). Sammantaget pekar resultaten mot att olika utbudsfaktorer förklarar något mer än hälften av inflationsutvecklingen under de senaste åren. I tabellen redovisas också liknande resultat från två andra modeller:

- Metod 2 är en tidsseriemodell med 4 variabler som presenteras av Nederländernas centralbank (DNB).⁵⁰
- Metod 3 är Riksbankens makromodell MAJA som brukar användas mer kontinuerligt för att dela upp inflationsutveckling i olika förklaringsfaktorer.⁵¹

Tabell 4. Dekomponering av inflationen i utbuds- respektive efterfrågefaktorer

Bidrag till prisökningstakten under perioden 2022 till 2023

Metod	Utbud	Efterfrågan
1) Shapiro (medel av 3 specifikationer)	0,7	0,3
2) Ascari m.fl. (BVAR)	0,7	0,3
3) MAJA (DSGE)	0,9	0,1

Anm. Metod 1) är ett medelvärde av tre olika modellspecifikationer. I den första varianten inkluderas energipris-komponenterna i NR. I den andra varianten exkluderas energipris-komponenterna och i den tredje modelleras livsmedelkomponenter, andra varukomponenter och tjänstekomponenter var för sig och viktas sedan ihop enligt vikter i KPIF. I Metod 2) och 3) finns energi med och har sorterats in bland utbudsfaktorer.

Källa: Riksbanken.

Både utbud och efterfrågan bidrog till inflationsdynamiken

Samtantaget pekar resultaten här på att utbudsfaktorer förklarar en större del av de senaste årens inflationsutveckling men att efterfrågestörningar också har varit en viktig förklaringsfaktor. Det finns nu många tecken på att utbudsfaktorerna har minskat i betydelse – t.ex. har energipriserna sjunkit och företagen rapporterar mer normala leveranstider.

Det är svårt att med någon större precision mäta vilken förklaringsfaktor som har varit viktigast, speciellt eftersom det framför allt är obalanser mellan utbud och efterfrågan som påverkar inflationen. Resultaten ska därför tolkas med försiktighet. Resultaten

⁴⁹ I ekvationerna inkluderas alltid 4 laggar av variablerna som uttrycks i logaritmerade nivåer.

⁵⁰ Se G. Ascari, P. Bonomolo, M. Hoeberichts och R. Trezzi (2023), "The euro area great inflation surge", De Nederlandsche Bank Analysis Series, mars 2023.

⁵¹ Se V. Corbo och I. Strid (2020), "MAJA: a two-region DSGE model for Sweden and its main trading partners", Working Paper Series No. 391, Sveriges riksbank. Liksom i metod 1 och 2 har vi här definierat sådana störningar som påverkar inflation och produktion i motsatt riktning som utbudsstörningar medan efterfrågestörningar påverkar dem i samma riktning. Bland utbudsstörningarna är det framför allt energipriser och två prispåslagschocker som har stora effekter på inflationen. Gemensamt för dem är att de samtidigt också har små effekter på produktionen.

ska inte heller ses som en definitiv analys utan bör istället tolkas som en sammanställning av de ansatser Riksbanken har undersökt hittills.

Negativa utbudsstörningar kan inte direkt hanteras med ränteförändringar. Men om inflationen riskerar att långvarigt överstiga 2 procent så kan det vara nödvändigt med en stramare penningpolitik för att bibehålla förtroendet för inflationsmålet.⁵² Inflationen har nu dämpats och det är Riksbankens bedömning att den förda penningpolitiken har bidragit till den utvecklingen, bland annat genom att den har stabiliserat inflationsförväntningarna och dämpat efterfrågan.

⁵² Riksbanken varnade tidigt för en sådan utveckling, se till exempel fördjupningen "Prisökningarna sprider sig i ekonomin", Penningpolitisk rapport, juni 2022, Sveriges riksbank. Se också J. Hassler, P. Krusell och R. Vestman (2024), "Utvärdering av penningpolitiken 2023", Rapporter från riksdagen 2023/24: RFR15 och B. English, K. Forbes och A. Ubide (2024), "Monetary policy responses to the post-pandemic inflation", CEPR Press. Båda menar att det är helt i linje med etablerad teori och beprövad erfarenhet att möta utbudsstörningar med räntehöjningar. De framhåller bland annat vikten av att reagera på utbudsstörningar med penningpolitik för att minska risken för spridningseffekter via förväntningar och löner.

Prognostabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Styrränteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2024kv2	2024kv3	2024kv4	2025kv2	2026kv2	2027kv2
Styrräntan	3,9 (3,9)	3,7 (3,7)	3,3 (3,4)	2,9 (3,0)	2,7 (2,7)	2,6

Källa: Riksbanken.

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

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

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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 3. BNP och efterfrågan

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter.

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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 4. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

* Procent av arbetskraften

** Procentuell avvikelse från Riksbankens bedömda potentiella nivåer

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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 5. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

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

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

Tabell 6. Internationella prognoser

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2022	2023	2024	2025	2026
Euroområdet	0,11	0,46	3,5 (3,5)	0,6 (0,5)	0,8 (0,5)	1,5 (1,5)	1,4 (1,5)
USA	0,16	0,08	1,9 (1,9)	2,5 (2,5)	2,3 (2,3)	1,8 (1,9)	2,1 (1,9)
Kina	0,19	0,10	3,0 (3,0)	5,5 (5,5)	5,1 (4,8)	4,5 (4,6)	4,2 (4,2)
KIX-vägd	0,75	1,00	3,2 (3,2)	1,5 (1,4)	1,6 (1,5)	2,1 (2,1)	2,0 (2,1)
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,5 (3,5)	3,2 (3,1)	3,2 (3,1)	3,3 (3,2)	3,2 (3,2)

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

KPI	2022	2023	2024	2025	2026
Euroområdet (HIKP)	8,4 (8,4)	5,4 (5,5)	2,3 (2,2)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
USA	8,0 (8,0)	4,1 (4,1)	2,9 (3,2)	2,1 (2,3)	2,3 (2,3)
KIX-vägd	8,4 (8,4)	5,6 (5,6)	3,0 (2,7)	2,6 (2,5)	2,4 (2,4)

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

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

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

Tabell 7. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

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

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

Källor: SCB och Riksbanken.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK