

Penningpolitisk rapport

Juni 2023



Penningpolitisk rapport

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

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

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

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 28 juni 2023. Rapporten går att ladda ned i PDF-format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se där det också finns mer information om Riksbanken.

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

Penningpolitiken i Sverige – Riksbankens strategi

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

Innehållsförteckning

1	Inflationen dämpas men är fortfarande alldeles för hög	6
1.1	Inflationen dämpas men osäkert hur snabbt	6
1.2	Penningpolitiken behöver stramas åt ytterligare	11
1.3	Fortsatt stor osäkerhet kring konjunkturutsikterna	17
1.4	Alternativa scenarier för inflationen och penningpolitiken	18
2	Lugnare finansiella marknader trots förhöjda risker	22
2.1	Finansiella marknader har stabiliserats	22
2.2	Svenska hushåll och företag möter allt högre räntor	30
2.3	Små rörelser i finansiella förhållanden	33
3	Konjunkturen bromsar in i år och inflationen sjunker	35
3.1	Lägre efterfrågan och energipriser får inflationen i omvärlden att falla	35
3.2	I Sverige blir tillväxten negativ i år samtidigt som inflationen faller	38
	FÖRDJUPNING – Stark arbetsmarknad i Sverige och omvärlden	56
	Prognostabeller	64

I KORTHET – Penningpolitiken juni 2023



Inflationen sjunker men är fortfarande alldeles för hög. Den drabbar särskilt hushåll som har små marginaler, men påverkar hela ekonomin negativt. För att säkerställa att inflationen fortsätter ner och stabiliseras kring målet inom rimlig tid behöver penningpolitiken stramas åt ytterligare. Därför har direktionen beslutat att nu höja styrräntan med 0,25 procentenheter till 3,75 procent. Direktionen har också beslutat att öka takten i försäljningarna av statsobligationer från 3,5 till 5 miljarder kronor per månad.



I Sverige fortsatte KPIF-inflationen att sjunka i april och maj till en nivå något under Riksbankens senaste prognos. Övriga stora fall i energi- och livsmedelspriserna är en viktig förklaring till utvecklingen. Rensat för energipriser dämpas dock inflationen långsammare och är marginellt högre än förväntat. Det beror framför allt på att tjänstepriserna ökar oväntat snabbt, vilket kan avspejla att efterfrågetrycket i delar av den svenska ekonomin fortfarande är högt. Även den svaga kronan bidrar till att hålla inflationen uppe, och det finns en risk att kronans genomslag på prisökningarna är större i nuvarande situation med hög inflation.



För att inflationen ska sjunka tillbaka mot målet inom rimlig tid behöver efterfrågan i den svenska ekonomin dämpas. Styrräntan är nu på en nivå som verkar åtstramande, vilket bidrar till att BNP förväntas sjunka något framöver, samtidigt som arbetsmarknaden mattas av. KPIF-inflationen väntas falla tillbaka och vara nära målet 2024.



Prognosen är att styrräntan höjs minst en gång till i år och därefter ligger kvar på en åtstramande nivå under en relativt lång period. Men osäkerheten fortsätter att vara stor, och ny information och hur den bedöms påverka konjunktur- och inflationsutsikterna kommer att vara avgörande för utformningen av penningpolitiken.

1 Inflationen dämpas men är fortfarande alldeles för hög

Efter den snabba uppgången under fjolåret har den globala inflationen börjat sjunka tillbaka från höga nivåer. Många centralbanker fortsätter att strama åt penningpolitiken för att få ner inflationen till målet.

I Sverige fortsatte KPIF-inflationen att sjunka i april och maj till en nivå något under Riksbankens senaste prognos. Överraskande stora fall i energi- och livsmedelspriserna är en viktig förklaring till utvecklingen. Rensat för energipriser dämpas dock inflationen långsammare och är marginellt högre än förväntat. Det beror framför allt på att tjänstepriserna ökar oväntat snabbt, vilket kan avspegla att efterfrågetrycket i delar av den svenska ekonomin fortfarande är högt. Även den svaga kronan bidrar till att hålla inflationen uppe, och det finns en risk att kronans genomslag på prisökningarna är större i nuvarande situation med hög inflation. För att inflationen ska komma tillbaka till målet på 2 procent inom en rimlig tidsperiod bedömer direktionen att penningpolitiken behöver stramas åt ytterligare.

Direktionen har därför beslutat att höja Riksbankens styrränta med 0,25 procentenheter till 3,75 procent. Dessutom har direktionen beslutat att öka takten i försäljningarna av statsobligationer från 3,5 till 5 miljarder kronor per månad. Prognosen är att styrräntan höjs minst en gång till i år. Osäkerheten fortsätter dock att vara stor, och ny information och hur den bedöms påverka konjunktur- och inflationsutsikterna kommer att vara avgörande för utformningen av penningpolitiken.

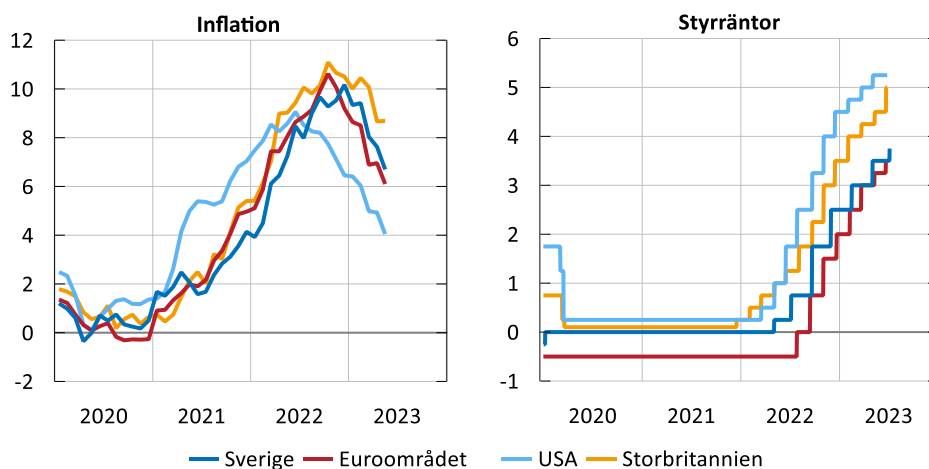
1.1 Inflationen dämpas men osäkert hur snabbt

Fortsatt penningpolitisk åtstramning i omvärlden

Efter de senaste årens snabba uppgång i inflationen i omvärlden är prisökningarna på väg ner (se diagram 1). Till stor del beror det på kraftigt sjunkande energipriser, men också på att livsmedelspriserna ökar betydligt långsammare än tidigare. Efter de snabba höjningarna av styrräntorna under förra året har centralbankerna i omvärlden fortsatt att anpassa penningpolitiken i åtstramande riktning (se beskrivningen i kapitel 2). Den bankoro som präglade en stor del av den penningpolitiska diskussionen under mars och april har lugnat ner sig betydligt den senaste tiden, mycket tack vare snabba insatser från centralbanker, regeringar och myndigheter i USA och Europa.

Diagram 1. Inflation och styrräntor

Procent



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

Källor: Eurostat, SCB, U.S. Bureau of Labor Statistics, U.K. Office for National Statistics, Bank of England, ECB, Federal Reserve och Riksbanken.

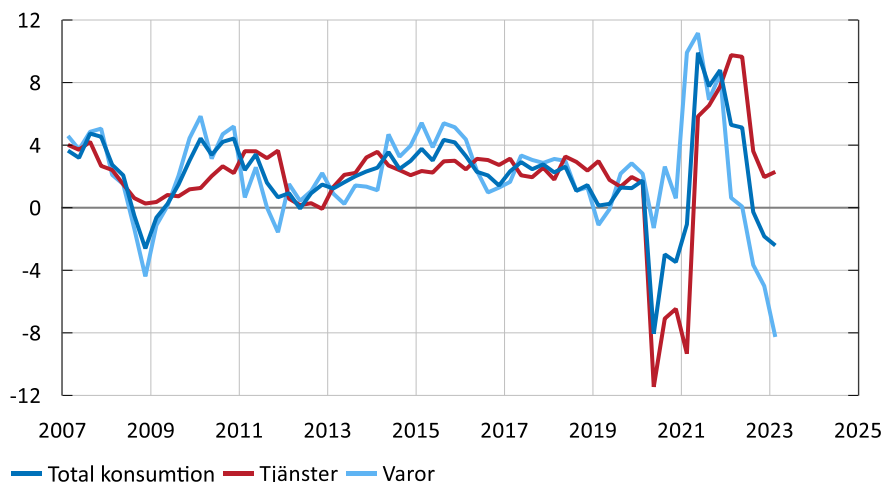
Tillväxten i omvärlden har varit i linje med Riksbankens tidigare bedömning. Men utvecklingen på arbetsmarknaden har fortsatt att vara överraskande stark, och arbetslösheten ligger kvar på historiskt låga nivåer i såväl USA som euroområdet (se fördjupningen "Stark arbetsmarknad i Sverige och omvärlden"). Avmattningen i tillväxten i år väntas dock resultera i att arbetslösheten stiger så småningom.

Tillväxten i Sverige oväntat hög i början av året, men räntekänsliga sektorer visar tydliga svaghetstecken

BNP-tillväxten för första kvartalet var något högre än väntat, samtidigt som utfallen för 2021 och 2022 reviderades upp. En närmare granskning av nationalräkenskaperna visar att utvecklingen skiljer sig mycket mellan olika delar av ekonomin. Bland annat exporten och investeringarna exklusive bostäder utvecklas starkt. Men hushållens konsumtion mattas av i en snabb takt. Medan efterfrågan på tjänster som hotell- och restaurangbesök hålls uppe relativt väl sjunker efterfrågan på varor mycket (se diagram 2). Bostadspriserna och bostadsinvesteringarna, som påverkas mycket av stigande räntor, har fallit snabbt, även om en stabilisering av bostadspriserna kan skönjas under första halvåret.

Diagram 2. Hushållens konsumtion

Årlig procentuell förändring



Anm. Hushållens konsumtion enligt nationalräkenskaperna.

Källa: SCB.

Precis som på många håll i omvärlden har arbetsmarknaden i Sverige utvecklats starkare än förväntat. En tänkbar förklaring till det är att efterfrågan på personalintensiva tjänster som hotell- och restaurangbesök varit stark i återhämtningen efter pandemin. Ytterligare en tänkbar och delvis relaterad förklaring är att företagen bibehåller sin arbetskraft i större utsträckning över konjunkturcykeln. Förmodligen handlar det om att företagen har rekryteringssvårigheterna efter pandemin i färskt minne. Att reallönerna dessutom har sjunkit kan också ha bidragit till att stärka efterfrågan på arbetskraft (se vidare i fördjupningen "Stark arbetsmarknad i Sverige och omvärlden").

Inflationen sjunker – men från historiskt höga nivåer

Under förra året steg den svenska inflationen till nivåer som inte noterats sedan början av 1990-talet – innan inflationsmålet infördes. Den höga inflationen är särskilt kännbar för hushåll med små marginaler.² Men även för ekonomin i stort är inflationen problematisk. Mot den bakgrunden är det av största vikt att den faller tillbaka mot 2 procent inom rimlig tid, så att förtroendet för inflationsmålet kan upprätthållas. Och nu syns flera tecken på att utvecklingen går åt rätt håll.

Världsmarknadspriserna på råvaror och energi har sjunkit kraftigt. Även priserna i konsumentledet på energi och livsmedel, som tidigare har stigit snabbt, sjunker nu och bidrar till att inflationen mattas av. KPIF-inflationen fortsatte att falla i april och maj och är något lägre än förväntat. Den uppgår nu till 6,7 procent enligt det senaste utfallet för maj månad. Även den underliggande inflationen, mätt med KPIF exklusive energi, dämpas sedan en tid tillbaka. Men här sker nedgången i en långsammare takt.

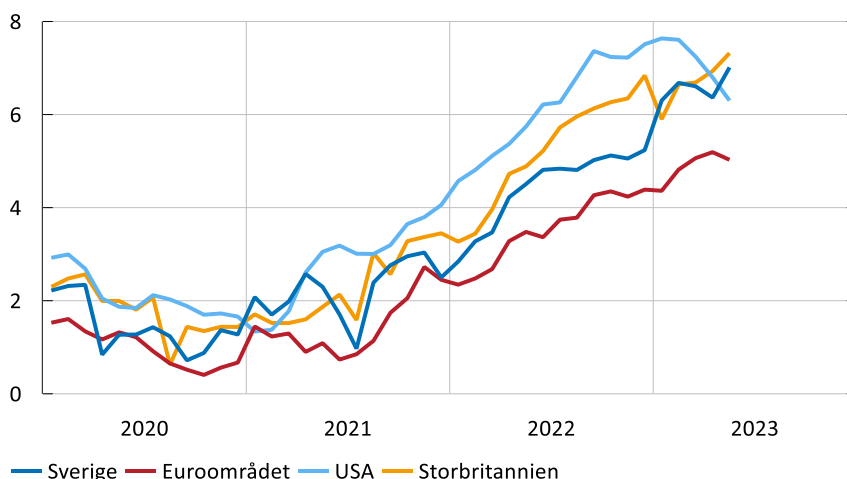
² För en diskussion av erfarenheter för olika hushåll i USA, se exempelvis "Variation in the Inflation Experiences of Households", tal av L. Brainard, 5 april 2022, Federal Reserve. För en beskrivning av utvecklingen i Sverige, se fördjupningen "Den personliga inflationen påverkas av vad som konsumeras", *Sveriges ekonomi – statistiskt perspektiv*, nr 12, 2022, SCB.

Inflationen mätt med KPIF exklusive energi är nu 8,2 procent enligt det senaste utfallet för maj månad, vilket är marginellt högre än Riksbankens förra prognos.

Även om inflationen sjunker är den fortfarande alldeles för hög, och bilden av prisutvecklingen framöver är inte entydig. Vissa indikatorer tyder på att priserna kommer att stiga i långsammare takt, exempelvis priser i tidiga led av produktionskedjan och prishöjningsplaner i Konjunkturinstitutets barometer. Mot det ska ställas att utfallet för maj visade att tjänstepriserna ökar oväntat snabbt, vilket kan vara en avspeglning av att efterfrågetrycket i delar av den svenska ekonomin alltjämt är högt. Även om konsumtionen bland hushållen har sjunkit mycket den senaste tiden har efterfrågan på tjänster hållits uppe relativt väl, vilket gör att tjänstepriserna förväntas fortsätta att öka relativt snabbt en tid framöver. Till bilden hör att hushållssektorn som helhet har haft tillgång till ett stort sparande efter pandemin som har kunnat användas till konsumtion (se även kapitel 3). Tjänsterna utgör närmare 50 procent av KPIF. Att tjänstepriserna fortsätter att öka snabbt följer ett internationellt mönster, och pekar på risker för att inflationen i såväl Sverige som omvärlden kan dröja sig kvar på en hög nivå (se diagram 3).

Diagram 3. Tjänstepriser

Årlig procentuell förändring



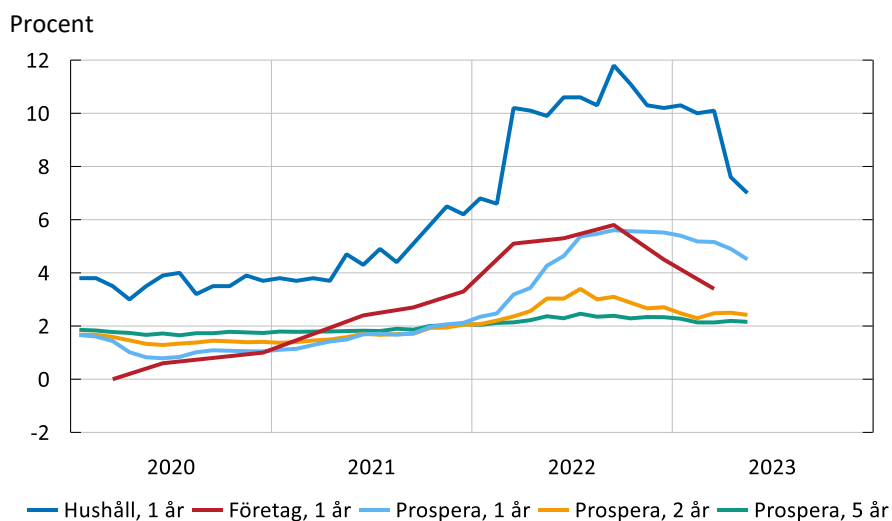
Anm. Avser tjänstepriser i KPIF för Sverige, i HIKP för euroområdet och i KPI för Storbritannien och USA.

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

Förutsättningarna för att inflationen ska sjunka tillbaka förbättras av att inflationsförväntningarna har fortsatt att falla (se diagram 4). Att de långsiktiga förväntningarna legat nära målet trots att inflationen stigit så kraftigt är ett styrketecken för penningpolitiken. Industriavtalet var en tydlig bekräftelse på att parterna på arbetsmarknaden har stort förtroende för inflationsmålet. Men i uppgörelsen ligger också en tydlig förväntan på att Riksbanken vid behov ska fortsätta att anpassa penningpolitiken för att få ner inflationen till målet inom en snar framtid, så att reallönerna åter kan börja öka.

Att den höga inflationen är ett stort samhällsekonomiskt problem har också satt sin prägel på finanspolitiken. Regeringen har tydligt kommunicerat att reformförslagen inte ska hindra Riksbankens ambitioner att få ner inflationen. I Riksbankens prognos antas finanspolitiken sammantaget inte påverka förutsättningarna för att få ner inflationen nämnvärt.

Diagram 4. Inflationsförväntningar



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

Källor: Kantar Prospera och Konjunkturinstitutet.

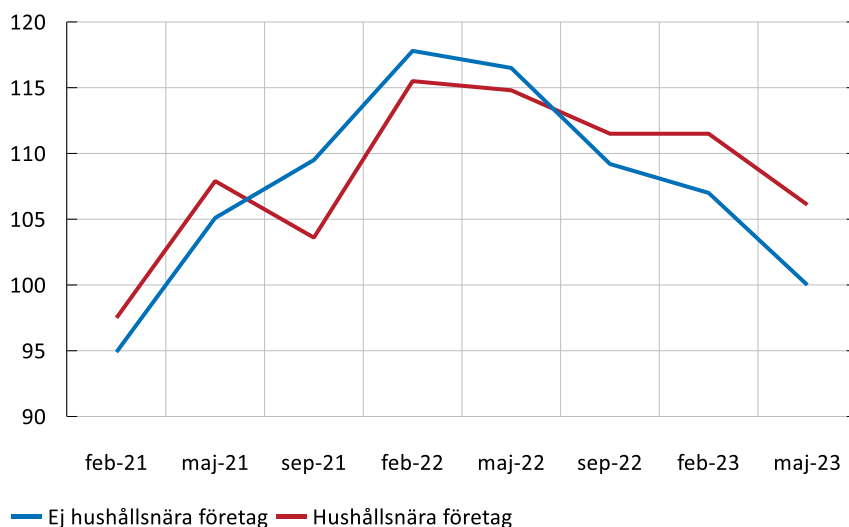
1.2 Penningpolitiken behöver stramas åt ytterligare

Företagens prisplaner dämpas men i långsam takt

Både Konjunkturinstitutets barometer och Riksbankens företagsundersökning visar att prisplanerna har dämpats, men det gäller främst inom industrin. Bland företagen i hushållsnära branscher är prisplanerna fortfarande tydligt förhöjda (se diagram 5).³

Diagram 5. Prisplaner enligt Riksbankens företagsundersökning

Index, medelvärde = 100 och standardavvikelse = 10



Anm. Avser prisplaner kommande 12 månader. Indextalen visar ett standardiserat värde av nettotalen för de företag som svarar på frågan om försäljningspriserna kommer att höjas respektive sänkas under de kommande tolv månaderna. Ej hushållsnära företag avser industri- och byggföretag, samt de företag som huvudsakligen säljer tjänster till företag. Hushållsnära företag avser handeln och de företag som huvudsakligen säljer tjänster till hushåll.

Källa: Riksbanken.

Kronförsvagningen motverkar nedgången i inflationen

Kronans växelkurs har sedan det föregående penningpolitiska beslutet nått de svagaste nivåerna sedan finanskrisen 2008–2009. Riksbanken har tidigare identifierat två huvudsakliga tänkbara förklaringar till den svaga kronan.⁴ För det första tenderar finansiell oro att minska efterfrågan på valutor i små öppna ekonomier som den svenska. Och för det andra har räntorna det senaste året stigit mer i omvärlden än i Sverige, vilket minskar den relativa avkastningen på kronplaceringar. En tredje faktor som lyfts fram bland valutaanalytiker är internationella investerares oro för räntekänsligheten i Sveriges ekonomi, kopplad till fastighetssektorn och de högt skuldsatta hushållen. Mot det ska ställas att de svenska bankerna är lönsamma och

³ Se "Jakten på röda lappar tilltar", *Riksbankens företagsundersökning*, maj 2023, Sveriges riksbank.

⁴ Se fördjupningen "Varför har kronan försvagats i år?", i *Penningpolitisk rapport*, november 2022, Sveriges riksbank.

välkapitaliserade och har goda förutsättningar att hantera ett sämre läge.⁵ Det har heller inte skett några stora rörelser den senaste tiden i finansiella priser som kan kopplas till risker i det svenska banksystemet.⁶ Dessutom har Sverige mycket starka statsfinanser, vilket också minskar riskerna i ekonomin som helhet. Riksbankens prognos att kronan ska stärkas framöver baseras på en bedömning av den reala växelkursens långsiktiga nivå (se vidare i kapitel 3).

Riksbankens bedömning är att utvecklingen av kronan varken är huvudorsaken till uppgången i inflationen under förra året eller det som kommer att avgöra om inflationen faller framöver. Men samband baserade på data då inflationen var låg kan ha lett till att genomslaget från förändringar i kronkursen på inflationen har underskattats. Att företagen varit mer benägna att föra över kostnadsökningar till konsumentpriserna när inflationen är hög gäller sannolikt även kostnadsökningar som beror på att den svaga kronkursen fått importpriserna att stiga (se även faktarutan "Växelkursens genomslag när inflationen är hög").

I Riksbankens företagsundersökning nämns också kronan som en viktig faktor bakom planerade prishöjningar hos konsumentnära företag.⁷ Att kronan har försvagats – och förväntas vara svagare de kommande åren jämfört med bedömningen i april – bidrar till att höja inflationsprognosen och därmed också behovet av penningpolitisk åtstramning. Men det finns en betydande osäkerhet kring såväl kronans framtida kurs som dess genomslag på inflationen. I avsnitt 1.4 beskrivs ett scenario där inflationen blir högre än förväntat, beroende på en kombination av en svagare krona och ett större genomslag på inflationen.

Det är viktigt att framhålla att Sverige har rörlig växelkurs i kombination med ett inflationsmål. Riksbanken har alltså inget mål för den svenska kronkursen.

⁵ Se *Finansiell stabilitet*, 2023:1, Sveriges riksbank.

⁶ Det gäller exempelvis räntorna på säkerställda obligationer, som bankerna använder för att finansiera sin bostadsutlåning, och kostnaderna för att försäkra sig mot framtida kreditförluster i svenska banker, så kallade CDS-premier (CDS står för credit default swap).

⁷ Se "Jakten på röda lappar tilltar", *Riksbankens företagsundersökning*, maj 2023, Sveriges riksbank.

FAKTA – Växelkursens genomslag när inflationen är hög

Riksbanken har inget mål för växelkursen men följer kronans utveckling noga, eftersom förändringar av växelkursen påverkar inflationen. Sedan inledningen av 2022 har kronans växelkurs försvagats trendmässigt.⁸ Det har sammanfallit med den snabba uppgången i inflationen, vilket har väckt frågan om vilken betydelse växelkursen har spelat för utvecklingen. Om företagen har varit mer benägna än tidigare att höja sina priser och föra över högre kostnader till kunderna kan även växelkursen ha varit en oväntat stor faktor bakom prisökningarna via en dyrare import. Växelkursens genomslag på inflationen kan alltså ha varit större än normalt.

Många studier har analyserat och försökt uppskatta hur viktig förändringar av växelkursen är för företagets prissättning. De har bland annat funnit att genomslaget av växelkursen på producentpriser tenderar att vara större än genomslaget på konsumentpriser. Det är också skillnad mellan olika länder, där man vanligtvis finner ett större genomslag i små öppna ekonomier. Baserat på historiska samband för Sverige är en enkel tumregel att om växelkursen försvagas permanent med 10 procent enligt KIX följs det av cirka 0,5 procentenheters högre inflation efter 1 år.⁹

En frågeställning i forskningen som har hamnat mer i fokus den senaste tiden är om genomslaget varierar beroende på tillståndet i ekonomin. Ett argument för att det skulle kunna vara så är att företag blir mer angelägna att föra vidare ökade kostnader i en mer osäker miljö där det finns oro för att kostnaderna förblir höga under en längre tid, vilket är fallet i en miljö där inflationen är hög. Genomslaget från växelkursen och höga importkostnader skulle då kunna vara relativt sett större. Under förra året steg inflationen snabbt, vilket kan ha inneburit att genomslaget från växelkursen har ökat.

Även om data är begränsade – perioden med hög inflation sträcker sig trots allt bara ungefär ett år bakåt i tiden – har ny forskning försökt undersöka detta på olika sätt. Resultaten indikerar bland annat att genomslaget kan vara större när inflationen är hög, när man förväntar sig en hög inflation framöver och när osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen och den geopolitiska utvecklingen generellt sett är stor.¹⁰ Det ger stöd åt hypotesen att växelkursens genomslag på inflationen har varit större under fjolåret än vad den vanliga tumregeln indikerar. Det innebär också att det finns ovanligt stora risker i bedömningen av växelkursens genomslag en tid framöver (se scenarierna i avsnitt 1.4).

⁸ För en diskussion om orsakerna bakom försvagningen under fjolåret och kronans utveckling i ett längre tidsperspektiv, se fördjupningen "Varför har kronan försvagats i år?" i *Penningpolitisk rapport*, november 2022, Sveriges riksbank, respektive C-J. Belfrage, J. Hansson och A. Vredin (2023), "Hur ska man se på kronans utveckling?", *Ekonomisk kommentar* nr 3, Sveriges riksbank.

⁹ Se fördjupningen "Växelkursens genomslag på inflationen" i *Penningpolitisk rapport* december 2016, Sveriges Riksbank och fördjupningen "Kronans betydelse för inflationen" i *Redogörelse för penningpolitiken* 2019, Sveriges riksbank. Andra studier finner också resultat i linje med denna tumregel, se till exempel E. Ortega och C Osbat (2020), *Exchange-rate pass-through in the euro area and EU countries*, *Occasional Paper* No.241, ECB.

¹⁰ Se Y. Swallow, M. Firat, D. Furceri och D. Jiménez (2023), "State-Dependent Exchange Rate Pass-Through", *Working Paper* No. 2023/086, IMF; C. Anderl och G. Caporale (2023), "Nonlinearities in the exchange rate pass-through: The role of inflation expectations", *International Economics*, 173; N. Cheikh, Y. Zaied och H. Ameer (2023), "Recent Developments in Exchange Rate Pass-Through: What Have We Learned from Uncertain Times?", *Journal of International Money and Finance*, artikel nr. 102805.

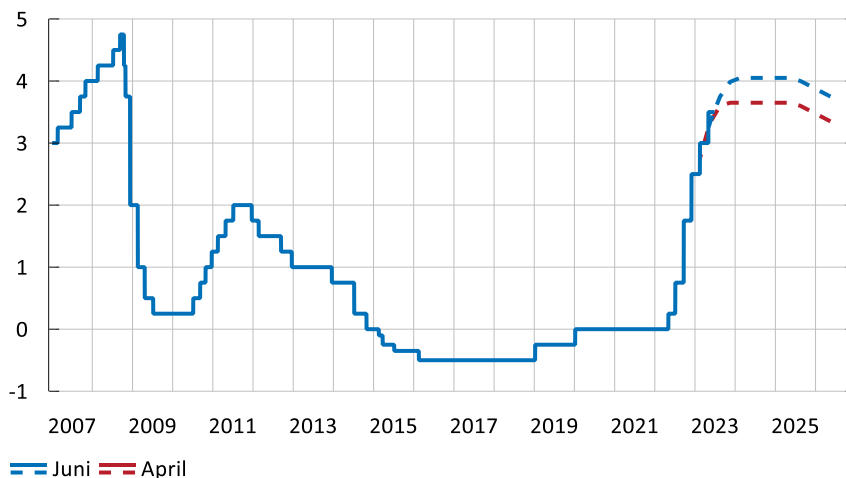
Styrräntan höjs med 0,25 procentenheter till 3,75 procent

I april kommunicerade Riksbanken att räntan troligen skulle höjas med 0,25 procentenheter i juni eller september. Trots att inflationen sjunker är den fortfarande alldeles för hög. Den underliggande inflationen mätt med KPIF exklusive energi dämpas i långsammare takt än KPIF-inflationen, vilket hänger samman med den starka utvecklingen av tjänstepriserna. För att säkerställa att inflationen fortsätter ner och stabiliseras kring målet inom rimlig tid behöver penningpolitiken stramas åt ytterligare. Därför har direktionen beslutat att nu höja styrräntan med 0,25 procentenheter till 3,75 procent.

Prognosen är att styrräntan höjs minst en gång till i år och därefter ligger kvar på en åtstramande nivå under en relativt lång period framöver (se diagram 6). Men det är fortsatt osäkert hur stor penningpolitisk åtstramning som kommer att behövas för att inflationen ska falla tillbaka och stabiliseras nära målet på 2 procent. Men Riksbanken kommer att göra det som krävs. Ny information och hur den bedöms påverka konjunktur- och inflationsutsikterna kommer att vara avgörande för utformningen av penningpolitiken.

Diagram 6. Riksbankens styrränta

Procent



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

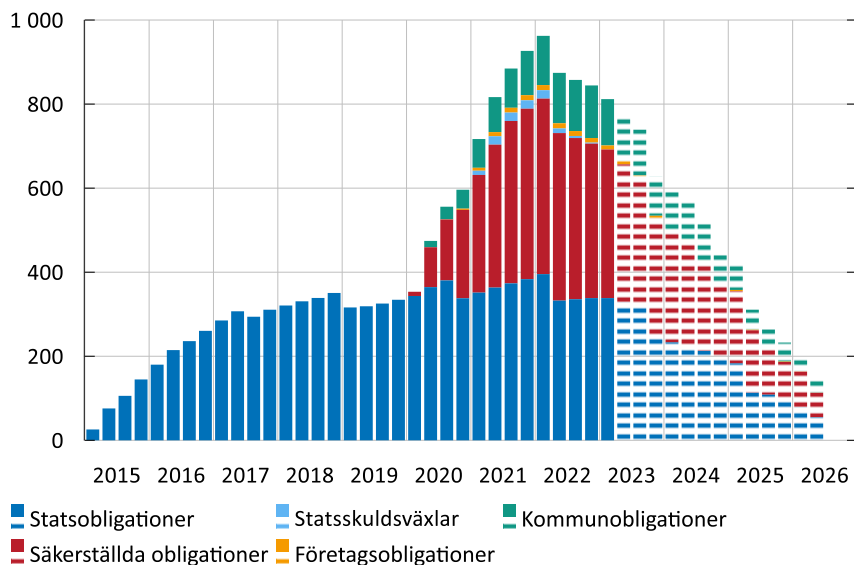
Källa: Riksbanken.

Riksbanken utökar försäljningarna av statsobligationer

I april inledde Riksbanken försäljningar av statsobligationer till ett värde av 3,5 miljarder kronor per månad. Försäljningarna har fungerat väl med god efterfrågan från marknaden. Direktionen bedömer att det är lämpligt att höja takten något i normaliseringen av Riksbankens balansräkning genom att utöka försäljningarna från 3,5 till 5 miljarder kronor per månad från och med september i år. Om försäljningarna fortsätter i den nu beslutade takten och övriga obligationer hålls till förfall kommer innehavet av värdepapper att uppgå till strax under 150 miljarder kronor vid slutet av prognosperioden (se diagram 7).

Diagram 7. Riksbankens innehav av värdepapper

Nominellt belopp, miljarder kronor



Anm. Streckade staplar är en prognos som bygger på förfall samt beslutet att inga tillgångsköp görs efter 2022 och att statsobligationer säljs till ett nominellt värde om 3,5 miljarder kronor per månad från och med april och 5 miljarder SEK per månad från och med september.

Källa: Riksbanken.

Räntorna på svenska statsobligationer är fortsatt ovanligt låga i förhållande till den förväntade styrräntan (se även kapitel 2). Riksbanken bedömer att en utökad försäljning av statsobligationer bidrar till att räntorna på statsobligationer stiger något, men att genomslaget blir begränsat på de in- och utlåningsräntor som hushåll och icke-finansiella företag möter. Åtgärden innebär också att mängden säkra och lätt omsättningsbara tillgångar på den svenska marknaden ökar. Det kan underlätta för utländska aktörer att investera i svenska tillgångar och dessutom förbättra de finansiella marknadernas funktionssätt. Sammantaget kan det bidra till en starkare krona och förbättra Riksbankens möjligheter att dämpa inflationen.

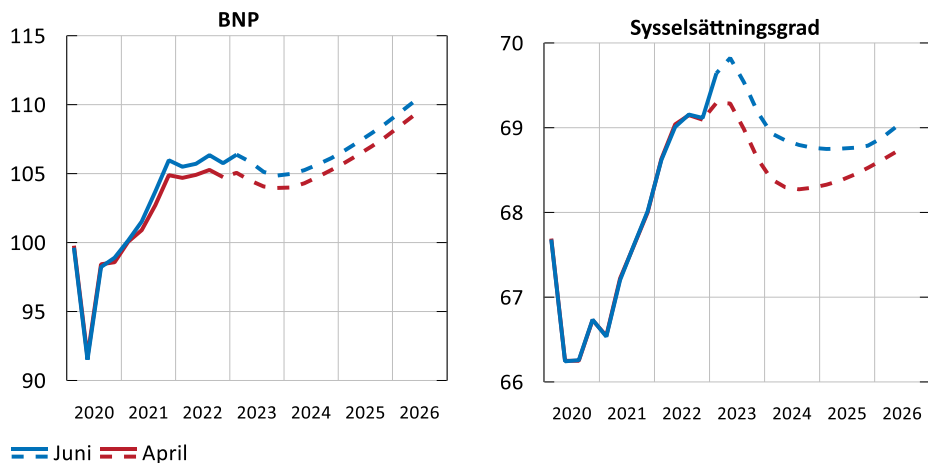
Riksbanken planerar inte att sälja sitt innehav av icke-statliga obligationer. Om penningpolitiken skulle behöva stramas åt ytterligare är höjningar av styrräntan det huvudsakliga och mest effektiva verktyget. Försäljningarna av statsobligationer bör präglas av förutsägbarhet och medverka till en gradvis normalisering av Riksbankens balansräkning.

Konjunkturen mattas av och inflationen sjunker mot målet

För att inflationen ska sjunka tillbaka mot målet inom rimlig tid behöver efterfrågan i den svenska ekonomin dämpas. Styrräntan är nu på en nivå som verkar åtstramande, vilket bidrar till att BNP förväntas sjunka något framöver, samtidigt som sysselsättningsgraden dämpas (se diagram 8). Tillsammans med en förväntad förstärkning av kronan de kommande åren bidrar det till att KPIF-inflationen faller tillbaka och är nära målet 2024. Det tar lite längre tid för inflationen mätt med KPIF exklusive energi att hamna nära 2 procent (se diagram 9). Prognoserna beskrivs närmare i kapitel 3.

Diagram 8. BNP och sysselsättningsgrad i Sverige

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

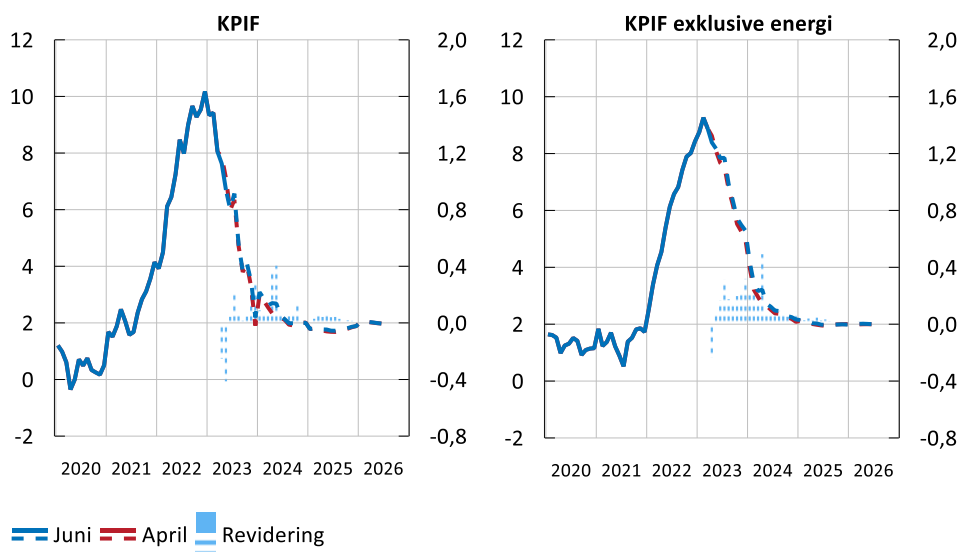


Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 9. KPIF och KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring (vänster) respektive procentenheter (höger)



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Revidering avser nuvarande prognos jämfört med den penningpolitiska rapporten i april.

Källor: SCB och Riksbanken.

1.3 Fortsatt stor osäkerhet kring konjunkturutsikterna

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

I slutet av februari förra året inledde Ryssland sin invasion av Ukraina. En påtaglig ekonomisk effekt av kriget var att el- och livsmedelspriserna steg kraftigt under fjolåret. Världsmarknadspriserna på råvaror och elpriserna har visserligen fallit tillbaka en hel del den senaste tiden, men hur utvecklingen blir under kommande år är fortsatt osäkert. Livsmedelspriserna skulle också kunna börja stiga igen på grund av problem med transporter från Ukraina till övriga Europa. Kring livsmedelspriserna finns dessutom en klimat- och väderrelaterad osäkerhet. Det råder redan torka i södra Sverige och delar av Europa, vilket kan få livsmedelspriserna att öka snabbare senare i år.

Den internationella bankoro som blossade upp i mars har lugnat ner sig ytterligare sedan det penningpolitiska mötet i april. Tecken på åtstramning av de finansiella förhållandena har främst synts i den amerikanska ekonomin, och problemen i utländska banker har gett ett relativt litet avtryck på de svenska finansiella marknaderna. I Sverige har fokus i stället i allt högre grad riktats mot den högt belånade kommersiella fastighetssektorn. Några bolag har den senaste tiden hamnat i svårigheter till följd av det stigande ränteläget. Skillnaderna mellan olika fastighetsbolag är dock stora, och de med lägre belåning är bättre rustade för ett högre ränteläge. Bankerna har dessutom goda förutsättningar att fortsätta ge krediter till livskraftiga bolag, och många fastighetsbolag vidtar nu åtgärder för att minska skuldsättningen. Men i ett dåligt scenario kan problemen i de högt skuldsatta kommersiella fastighetsbolagen leda till mer påtagligt negativa konsekvenser för den finansiella stabiliteten och därmed även för den realekonomiska utvecklingen.¹¹

Riksbanken har under lång tid lyft fram att de svenska hushållens räntekänslighet är större än tidigare. Det beror både på deras höga skuldsättning och på de korta räntebindningstiderna på deras bolån.¹² Men trots de korta räntebindningstiderna har de hittills genomförda styrräntehöjningarna ännu inte helt nått ut till alla hushåll med bolån (se närmare beskrivning i kapitel 2). Risken finns att hushållens efterfrågan kommer att dämpas mer än väntat när räntehöjningarna väl får full effekt. Hushållssektorn som helhet byggde upp ett stort sparande under pandemin som har kunnat användas till att hålla uppe konsumtionen. Men eftersom det saknas aktuella mikrodata över hur hushållens sparande är fördelat är det svårt att bedöma hur de kommer att anpassa sin konsumtion till de stigande räntorna.

En faktor som skulle kunna leda till en oväntat hög efterfrågan är att den svenska arbetsmarknaden under det senaste året har utvecklats starkare än väntat. Om den utvecklingen består och sysselsättningsgraden hålls uppe, skulle de disponibla inkomsterna, och därmed också efterfrågan, sannolikt bli högre än i Riksbankens prognos.

¹¹ Se *Finansiell stabilitet*, 2023:1, Sveriges riksbank.

¹² Se faktarutan "Allt fler väljer rörlig ränta" i *Finansiell stabilitet* 2023:1, Sveriges riksbank.

En sektor i den svenska ekonomin som redan har påverkats en hel del av Riksbankens räntehöjningar är bostadsmarknaden. Bostadspriserna har sjunkit med knappt 15 procent från toppen i början av 2022. Även om det har funnits tecken på en stabilisering på sistone är Riksbankens prognos alltså att priserna sjunker ytterligare något det kommande året. Om prisutvecklingen i stället fortsätter att stabiliseras så att priserna blir högre än i Riksbankens prognos skulle framförallt hushållens konsumtion kunna utvecklas starkare än förväntat och möjligen också bostadsinvesteringarna. Men det finns även en risk för att priserna sjunker ännu mer än vad som nu antas, med den omvända effekten på efterfrågan och inflationen.

1.4 Alternativa scenarier för inflationen och penningpolitiken

De risker som konjunkturen i omvärlden och Sverige utsätts för kan indirekt påverka inflationsutsikterna och penningpolitiken i Sverige, så att styrräntan blir en annan än i huvudscenariot. Men det finns även mer direkta risker kring inflationsutvecklingen framöver i såväl omvärlden som Sverige.

Riksbankens bedömning är att riskerna för den framtida inflationen under året har blivit mer symmetriska. Därför beskrivs i detta avsnitt två scenarier för inflationen: ett där inflationen den närmaste tiden inte sjunker tillbaka som väntat och ett där inflationen sjunker snabbare än väntat. Scenarierna baseras på simuleringar i Riksbankens makroekonomiska modell MAJA, precis som de som publicerades i den penningpolitiska rapporten i april.¹³

En skillnad jämfört med april är att scenariot med högre inflation än väntat tar sin utgångspunkt i en oväntat svag krona kombinerad med ett större växelkursgenomslag, som via högre importpriser påverkar inflationen i Sverige. Scenariot med lägre inflation än väntat liknar det som presenterades i april och utgår från inhemska faktorer. I båda scenarierna visas utvecklingen av den underliggande inflationen mätt med KPIF exklusive energi.

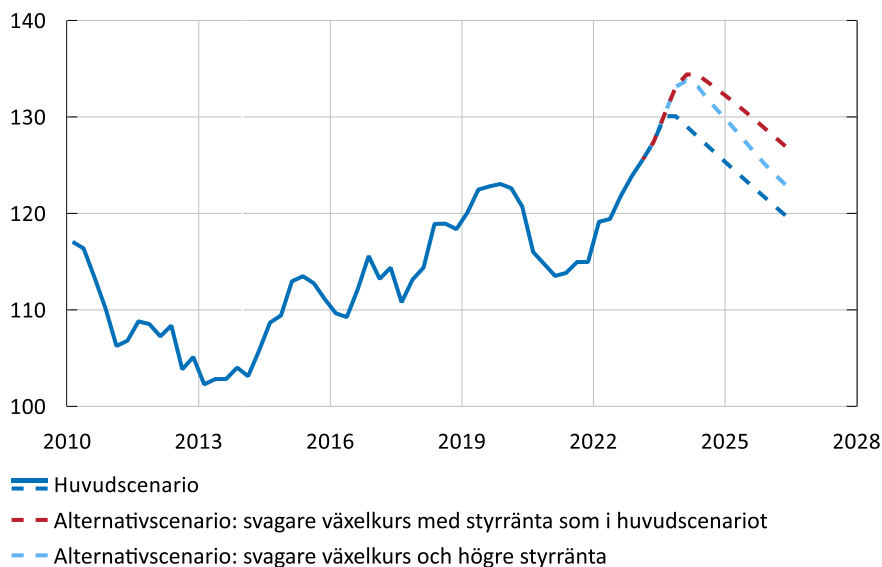
Svagare krona och större genomslag ger högre inflation och styrränta

I alternativscenariot med högre inflation än väntat antas att kronan fortsätter att försvagas och förblir på en svagare nivå än i prognosen de kommande åren (se diagram 10). Orsaken till den svagare kronan antas vara en ökad osäkerhet på de internationella finansiella marknaderna, som medför att investerare flyttar finansiella tillgångar från mindre valutor, som den svenska kronan, till större och mer likvida valutor. Den röda linjen i diagram 10 visar hur växelkursen skulle utvecklas i scenariot, om penningpolitiken inte reagerar. Försvagningen av kronan fortsätter till början av nästa år, och så småningom blir kronan cirka 5 procent svagare än i prognosen.

¹³ Se avsnitt 1.4 i *Penningpolitisk rapport*, april 2023, Sveriges riksbank.

Diagram 10. Scenario med svagare växelkurs än i huvudscenariot

Index, 1992-11-18 = 100

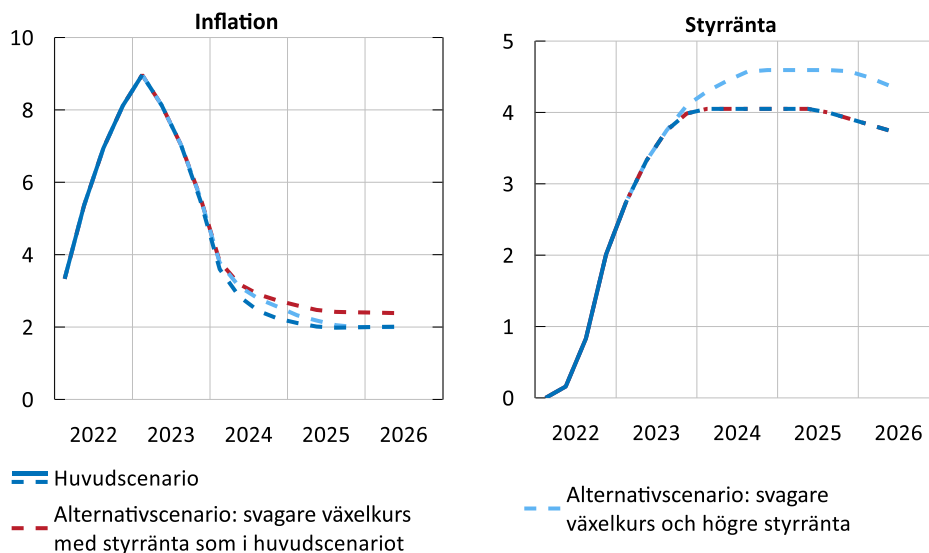


Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i 32 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Sedan 2022-03-28 är indexet beräknat mot 31 länder då den ryska rubeln exkluderats. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

Källa: Riksbanken.

Diagram 11. Inflation och styrränta i scenariot med svagare växelkurs än i huvudscenariot

Årlig procentuell förändring respektive procent



Anm. Inflationen avser KPIF exklusive energi.

Källor: SCB och Riksbanken.

I scenariot antas den svagare kronan inträffa i kombination med ett större växelkursgenomslag på importpriser och inflationen (se faktarutan "Växelkursens genomslag när inflationen är hög"). Antagandet i scenariot är att genomslaget är ungefär dubbelt

så stort som i Riksbankens prognos. Den röda linjen i den vänstra bilden i diagram 11 ovan visar att inflationen inte skulle sjunka hela vägen tillbaka till målet, vid en oförändrad penningpolitik.

Det finns starka skäl för penningpolitiken att reagera med en högre styrränta om inflationen visar sig bli oväntat hög. Även om rörelser i växelkursen kan observeras dagligen är det svårt att avgöra hur stort genomslag de får på inflationen. I scenariot antas att Riksbanken gradvis kommer till insikt om att genomslaget blir större än normalt. Mot slutet av året antas Riksbanken därför höja räntan mer än i prognosen, och räntehöjningarna fortsätter även under nästa år. Det illustreras med den ljusblå linjen i den högra bilden i diagram 11. Den penningpolitiska reaktionen i detta scenario innebär att styrräntan blir drygt 0,5 procentenheter högre än i prognosen. På så vis kan inflationen hamna i närheten av målet i slutet av prognosperioden. Jämfört med huvudscenariot tar det dock något längre tid.

Den ljusblå linjen i diagram 10 illustrerar en viktig poäng: Den stramare penningpolitik som stabiliserar inflationen kring målet innebär inte att kronans kurs är tillbaka på samma nivå som i prognosen. Det avspeglar att penningpolitiken inriktas på inflationsmålet och inte på att uppnå en specifik nivå på kronkursen.

Den högre styrräntan dämpar också realekonomin, så att BNP-nivån blir lägre och arbetslösheten högre. Men jämfört med att inte snabbt reagera med penningpolitiken och istället behöva höja styrräntan i ett senare skede är de realekonomiska kostnaderna små. Om penningpolitiken förhåller sig passiv vid en oväntat hög inflation finns risken att ekonomins aktörer tappar förtroendet för inflationsmålet, vilket skulle få inflationen att bita sig fast på en hög nivå. Det skulle då krävas att styrräntan höjs kraftigt för att få inflationen att återvända till målet, med stora påfrestningar för real ekonomin.

Om inflationen sjunker tillbaka snabbare än väntat blir styrräntan lägre – men inte omedelbart

Det finns nu allt starkare indikationer på att de största prisökningarna ligger bakom oss och att inflationen sjunker den närmaste tiden. Bland annat har priserna på energi och råvaror sjunkit, liksom livsmedelspriserna. Hushållens sjunkande efterfrågan minskar också möjligheterna att föra över kostnadsökningar till priser i konsumentledet.

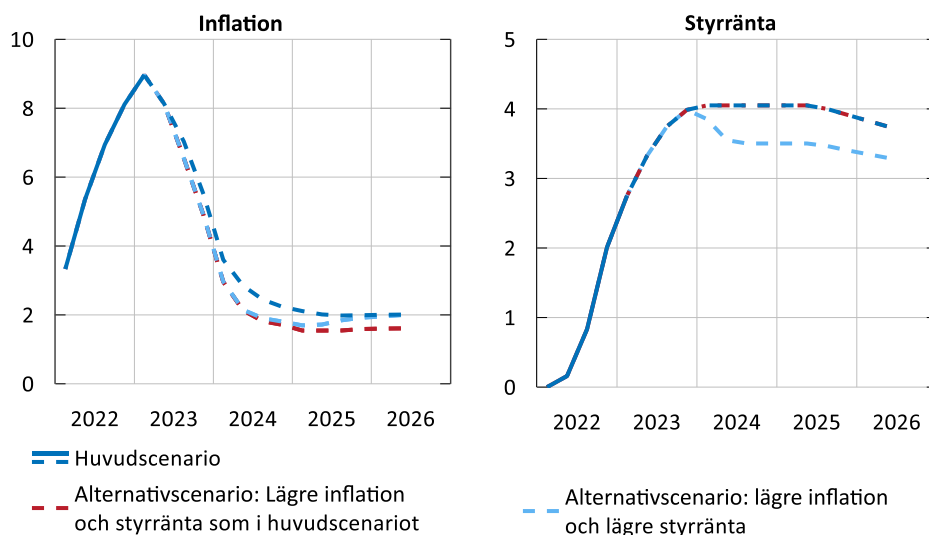
De här omständigheterna gör det tänkbart att inflationen sjunker snabbare än i Riksbankens huvudscenario, vilket visas i den röda linjen i den vänstra bilden i diagram 12. Om penningpolitiken utvecklas som i prognosen skulle inflationen fortsätta att sjunka och mer varaktigt hamna på en nivå under målet på 2 procent.

En betydande del av de tidigare stora kostnadsökningarna har vältrats över till konsumentledet, vilket tyder på ett förändrat prissättningsbeteende hos företagen. Det kan inte uteslutas att snabbt sjunkande kostnader framöver på motsvarande sätt skulle kunna ge en större dämpande effekt än normalt på konsumentpriserna.

Att inflationen sjunker tillbaka snabbare än väntat är mer sannolikt om efterfrågan utvecklas svagare än i prognosen, eftersom företagens möjligheter att höja priserna då minskar ytterligare. I det alternativa scenariot antas därför även realekonomin utvecklas svagare än i prognosen.

Diagram 12. Scenario med lägre inflation än i huvudscenariot

Årlig procentuell förändring respektive procent



Anm. Inflationen avser KPIF exklusive energi.

Källor: SCB och Riksbanken.

Riksbanken har tidigare kommunicerat att en lägre inflation än väntat vore ett betydligt mindre problem än en fortsatt oväntat hög inflation. Därför skulle det sannolikt krävas att inflationen blir lägre än väntat under en lite längre period innan styrräntan sänks. Den ljusblå linjen i den högra bilden i diagram 12 visar en tänkbar penningpolitik i ett scenario med en snabbare nedgång i inflationen. En sådan penningpolitik skulle innebära att räntan börjar sänkas först nästa år, då det står klart att inflationen blivit betydligt lägre än i Riksbankens prognos. Tack vare den lägre räntan skulle inflationen efter ett tag stabiliseras närmare 2 procent, vilket framgår av den ljusblå linjen i den vänstra bilden i diagram 12. I och med att penningpolitiken inte behöver vara lika åtstramande för att få ner inflationen blir också den realekonomiska utvecklingen starkare än annars, så att BNP-nivån och arbetslösheten hamnar närmare Riksbankens prognos.

Flera andra tänkbara scenarier för inflationen och penningpolitiken framöver

Scenarierna som illustreras här syftar till att beskriva några viktiga faktorer och omständigheter som skulle kunna få inflationen att bli högre eller lägre än i Riksbankens prognos. I praktiken är prognosavvikelser dock ofta mycket svåra att förklara och ett resultat av många olika orsaker. Det är därför svårt att i förväg säga exakt hur penningpolitiken kan komma att behöva utformas för att återföra inflationen till målet om den skulle utvecklas på ett oväntat sätt framöver.

2 Lugnare finansiella marknader trots förhöjda risker

De finansiella marknaderna har stabiliserats efter bankoron i början av mars, men utvecklingen riskerar fortfarande att snabbt försämrats. Enligt marknadsprissättningen väntas styrräntorna stiga ytterligare, men det skiljer sig mellan centralbankerna när styrräntorna väntas vara som högst. Kronan försvagades under 2022 och försvagningen har fortsatt sedan det penningpolitiska mötet i april. Flera faktorer kan ha bidragit till detta, men som Riksbanken tidigare har påpekat är kronförsvagningen inte förenlig med utvecklingen i ränteskillnader och andra fundamentala faktorer.

Transmissionen av Riksbankens penningpolitik bedöms överlag fungera väl. I och med att många hushåll och företag är högt skuldsatta och har korta räntebindningstider får styrräntehöjningarna relativt snabbt genomslag i den svenska ekonomin. Kredittillväxten fortsätter att dämpas för både hushåll och företag och är nu på historiskt låga nivåer.

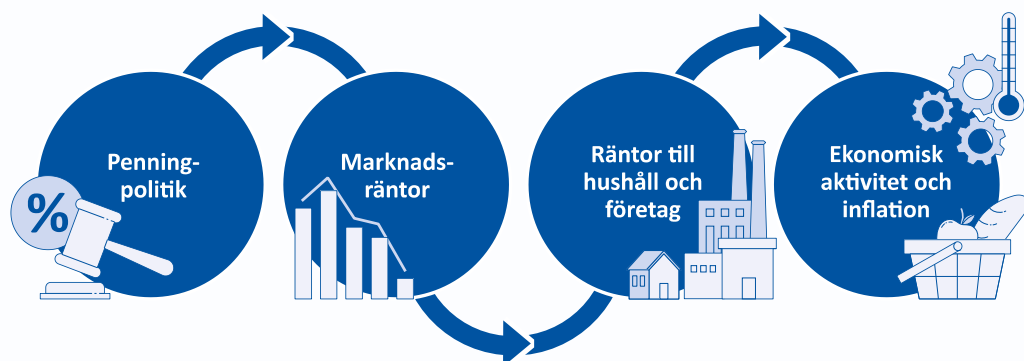
2.1 Finansiella marknader har stabiliserats

Bankoron som präglade de finansiella marknaderna i mars har lagt sig till följd av resoluta åtgärder från centralbanker och myndigheter i USA och Europa. Händelserna visar hur sårbarheter i det finansiella systemet kan blottläggas när de ekonomiska förutsättningarna förändras snabbt och oväntat, och att det är svårt att förutse var problem kan dyka upp. Sedan den penningpolitiska rapporten i april har de finansiella marknaderna stabiliserats men risken för att en stressad situation ska uppstå är fortsatt förhöjd. Detta speglas bland annat i aktiekurserna för främst amerikanska banker, som fortfarande ligger under sina nivåer i början av mars. Riskerna för ytterligare turbulens på de finansiella marknaderna steg också när USA i slutet av maj närmade sig skuldtaket och riskerade att inte kunna betala sina utgifter och räntor. Oron minskade åter i och med beslutet att temporärt ta bort skuldtaket.¹⁴

¹⁴ Beslutet gäller fram till 1 januari 2025.

Transmissionen – från penningpolitik till inflation¹⁵

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



Många centralbanker fortsätter att höja styrräntan

I likhet med Riksbanken har många andra centralbanker höjt sina styrräntor snabbt det senaste året (se diagram 13 och tabell 1). Under våren kommunicerade vissa centralbanker att penningpolitiken verkar åtstramande på ekonomin och att framtida räntehöjningar kan komma att ske i långsammare takt eller pausas. Flera centralbanker som pausat har dock höjt räntan vid senare möten vilket visar på den osäkerhet som råder kring den ekonomiska utvecklingen. Ingen centralbank har signalerat att det är aktuellt att börja sänka räntorna, utan avsikten var snarare att vänta in och analysera effekterna av tidigare räntehöjningar.

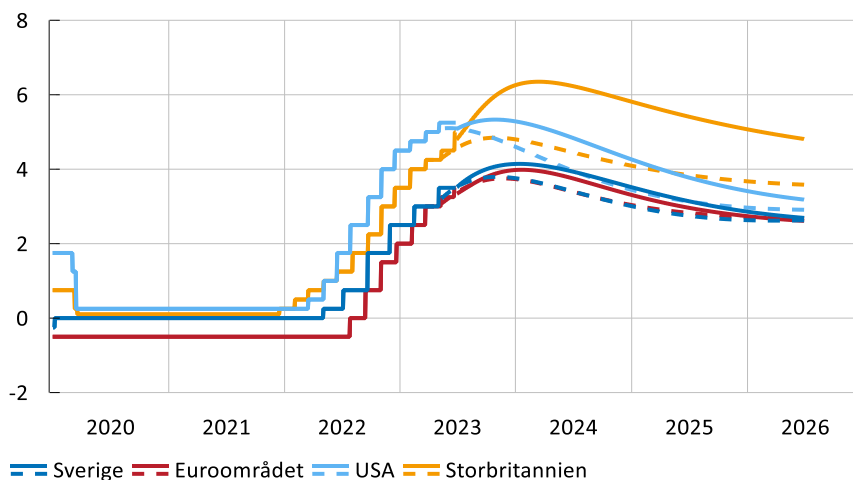
Det ekonomiska läget präglas fortfarande av hög inflation och centralbanker signalerar att inkommande data påverkar takt och omfattning av den penningpolitiska inriktningen framöver. De penningpolitiska besluten tas möte för möte och räntorna kan höjas igen om det kommer utfall som tyder på en starkare framtida inflationsutveckling. ECB har dock tydligt signalerat att de avser höja räntan på mötet i juli.

I nuläget förväntas styrräntorna, enligt marknadsprissättningen, stiga ytterligare, men det skiljer sig mellan centralbankerna när styrräntorna väntas vara som högst. På längre sikt förväntar sig marknadsaktörerna lägre styrräntor (se diagram 13).

¹⁵ Faktarutan beskriver i korthet hur penningpolitiken påverkar inflationen via de räntor som hushåll och företag möter. Men penningpolitiken fungerar även via andra kanaler. En viktig sådan är effekten penningpolitiken har på inflationsförväntningarna, som i sin tur påverkar pris- och lönebildningen. Exempel på ytterligare kanaler är växelkursen och hushållens förmögenheter. För en mer detaljerad beskrivning av transmissionsmekanismen se: <https://www.riksbank.se/sv/penningpolitik/vad-ar-penningpolitik/sa-paverkar-penningpolitiken-inflationen/>.

Diagram 13. Styrräntor och styrränteförväntningar enligt marknadsprissättningen

Procent



Anm. Diagrammet visar styrräntor samt marknadsbaserade förväntningar på framtida styrräntor. Helderiga linjer avser förväntningar 2023-06-27. Streckade linjer avser förväntningar strax före det penningpolitiska beslutet i april.

Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken.

Tabell 1. Penningpolitiken i omvärlden

	Styrränta i början av 2022	Aktuell Styrränta	Förväntad styrränta vid slutet av december 2023	Status på Värdepappersinnehaven
ECB	-0,50	3,50	4,0	Kompenserar för en del av förfallen i en av tillgångsportföljerna ¹⁶
Federal Reserve	0-0,25	5-5,25	5,3	Kompenserar för en del av förfallen
Bank of England	0,25	5,00	6,3	Påbörjade försäljningar under hösten 2022
Norges Bank	0,50	3,75	4,3	Har inte köpt några tillgångar i penningpolitiskt syfte
Bank of Canada	0,25	4,75	5,1	Inga kompensationsköp
Riksbanken	0	3,75	4,1	Påbörjade försäljningar i april 2023

Anm. Procent. Förväntad styrränta enligt marknadsprissättningen 2023-06-27 avrundad till närmaste tiondels procent.

Källor: Bloomberg, Nationella centralbanker och Riksbanken.

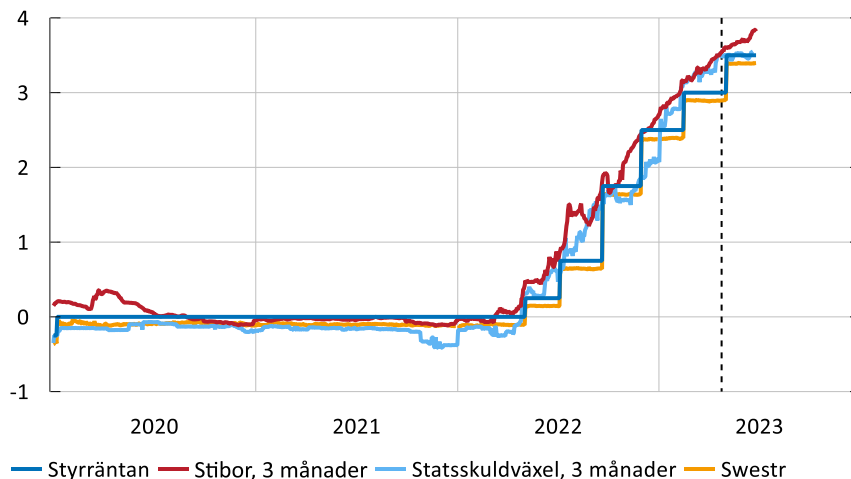
¹⁶ ECB har valt att avsluta kompensationsköpen för tillgångsportföljen APP (Asset Purchase Programme) från och med juli. Kompensationsköpen för centralbankens andra tillgångsportfölj PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) planeras att fortsätta åtminstone till och med slutet av 2024.

Korta räntor signalerar förväntningar om att räntetoppen är nära

Riksbankens styrräntehöjningar som inleddes i april 2022 har fått genomslag i både korta och långa marknadsräntor (se diagram 14 och diagram 15). Även besluten i februari att sälja statsobligationer och öka volymen erbjudna riksbankscertifikat har bidragit till att på marginalen höja räntorna.

Diagram 14. Riksbankens styrränta och korta marknadsräntor

Procent

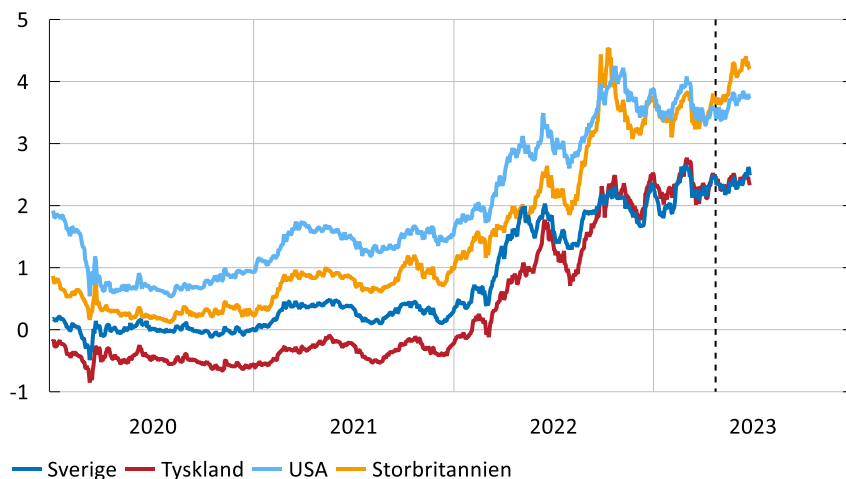


Anm. Swestr sjunker mycket kraftigt den sista bankdagen varje år, noteringar som utelämnats i detta diagram. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i april.

Källor: SFBF, Refinitiv och Riksbanken.

Diagram 15. Statsobligationsräntor, 10 års löptid

Procent



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

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

Under 2022 steg räntorna på riskfyllda obligationer i Sverige mer än den förväntade styrräntan, så som den mäts med de så kallade swapräntorna (se diagram 16).¹⁷ Det är vanligt att dessa ränteskillnader ökar när osäkerheten är stor och investerarna söker sig till säkrare tillgångar.¹⁸ Av de riskfyllda räntorna är det räntorna på företagsobligationer som har stigit mest, men även de på säkerställda obligationer och kommunobligationer har stigit. Räntorna på säkerställda obligationer har tidigare legat på ungefär samma nivå som räntorna på kommunobligationer, men har under det senaste året stigit klart mer. Detta sannolikt på grund av oro för den mer räntekänsliga fastighetsmarknaden samt att Riksbankens avslutade sina nettoköp av säkerställda obligationer under 2021 för att därefter avsluta tillgångsköpen helt året därpå.

Räntorna på statsobligationer har stigit mindre än swapräntor sedan slutet av 2021, vilket speglar att efterfrågan på säkra tillgångar stiger i oroliga tider. På senare tid har dock marknadsräntorna på riskfyllda obligationer börjat stabilisera sig och de är nu marginellt högre än vid den penningpolitiska rapporten i april (se diagram 16).

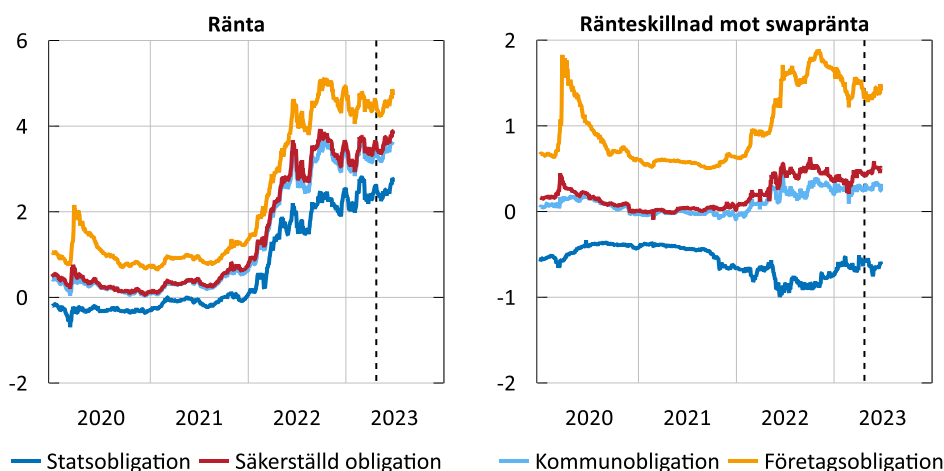
Historiskt sett har volatiliteten på de svenska finansiella marknaderna samvarierat tydligt med volatiliteten på amerikanska finansiella marknader. Amerikanska mått är därför en bra indikator för volatiliteten även på de svenska marknaderna. Finansiella kontrakt som speglar förväntad volatilitet på obligationsmarknaden i USA, mätt enligt det så kallade MOVE-indexet, steg i samband med räntehöjningarna 2022 och även något i samband med bankoron i mars (se diagram 17). Förhöjd volatilitet på de finansiella marknaderna kan påverka transmissionen av penningpolitiken negativt och Riksbanken följer därför utvecklingen noga.

¹⁷ Se faktarutan "Vad är en swapränta?" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2023, Sveriges riksbank.

¹⁸ Med riskfyllda obligationer menas t.ex. säkerställda obligationer, kommunobligationer och företagsobligationer. Räntor på säkerställda obligationer är viktiga för bankernas finansieringskostnader och räntor på företagsobligationer är viktiga sluträntor för icke-finansiella företag. Riksbanken följer därför noga hur styrräntehöjningarna påverkar dessa räntor.

Diagram 16. Svenska räntor på olika obligationsslag, 5 års löptid

Procent (vänster) och procentenheter (höger)

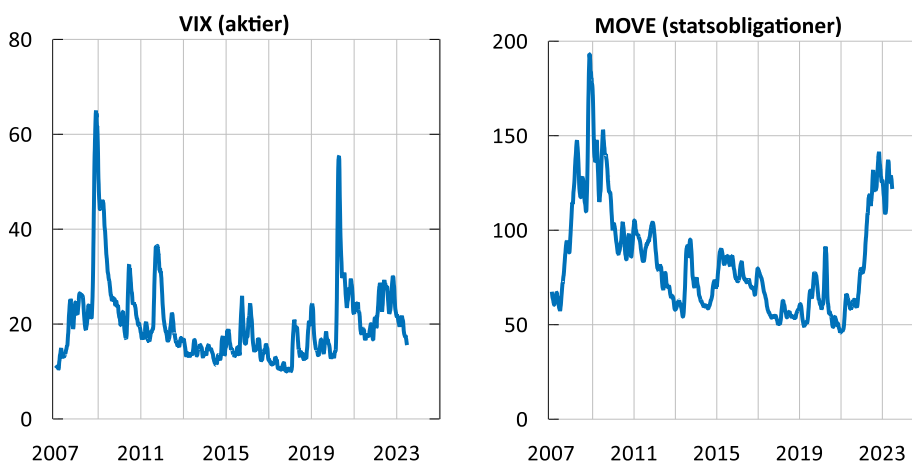


Anm. Beräknad nollkupongränta. Företagsobligationer avser obligationer/företag med kreditbetyg motsvarande Investment grade. Säkerställda obligationer avser obligationer utgivna av Stadshypotek och kommunobligationerna är utgivna av Kommuninvest i Sverige AB. Streckad linje markerar tidpunkten för det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

Källor: Bloomberg, Refinitiv och Riksbanken.

Diagram 17. Volatilitet på aktie- och statsobligationsmarknaden i USA

Index, 30-dagars glidande medelvärde



Anm. VIX och MOVE är index som visar den förväntade volatiliteten på USA:s aktie- och obligationsmarknader.

Källor: Chicago Board Options Exchange och Merrill Lynch.

Fastighetsföretagen möter fortsatt höga räntor

En orsak till att räntorna på företagsobligationer stigit särskilt mycket sedan början av 2022 är att fastighetsföretagen står för en relativt stor andel av den svenska företagsobligationsmarknaden. Många fastighetsföretag är högt belånade och kan därmed få problem när räntorna stiger, något Riksbanken påpekat under lång tid. De företag

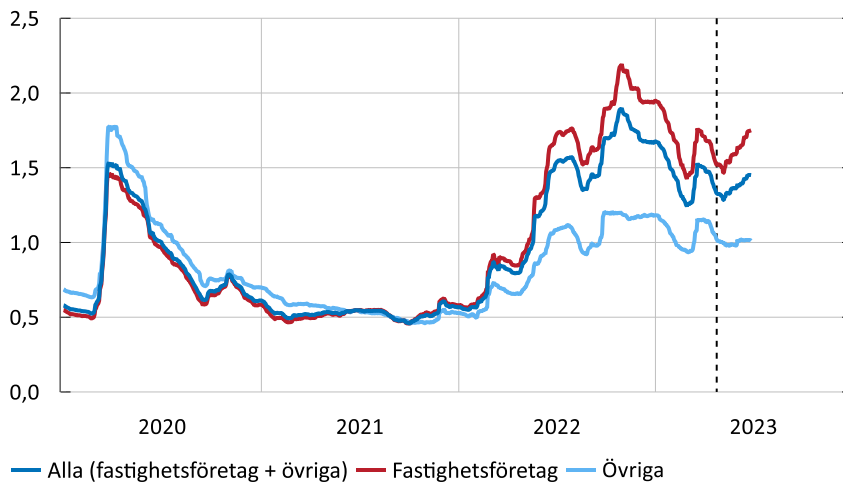
som emitterar företagsobligationer är en heterogen grupp och därför möter företagen också olika räntor (se diagram 18).

Oblighetsräntorna för fastighetsföretagen har stigit betydligt mer än för företag i övriga branscher (se diagram 18). Spridningen är dock stor även mellan olika fastighetsföretag, vilket huvudsakligen beror på att vissa företag bedöms ha sämre betalningsförmåga än andra. Till exempel tenderar större fastighetsföretag med institutionell uppbackning att betala lägre räntor än privata fastighetsföretag med en svagare finansiell ställning. I takt med att marknadsräntorna stigit har det blivit dyrare för fastighetsföretagen att finansiera sig på obligationsmarknaden och de har i stor utsträckning refinansierat sina obligationslån genom att ta nya banklån.¹⁹ Även om bankerna har tillräckliga kapitalbuffertar för att kunna möta ett sådant lånebehov, är det osäkert i vilken utsträckning de kommer att göra det. Det kommer sannolikt att bero på vilka anpassningar fastighetsföretagen själva gör för att minska sina lån.²⁰

Sedan den penningpolitiska rapporten i april har räntorna för fastighetsföretagen stigit jämfört med den förväntade styrräntan medan motsvarande ränteskillnad för övriga företag är ungefär oförändrad. Ränteskillnaderna mellan fastighetsföretagens obligationer och den förväntade styrräntan har dock minskat från sina allra högsta nivåer i oktober 2022.

Diagram 18. Ränteskillnader mot swapräntor för obligationer utgivna av svenska företag

Procentenheter



Anm. Övägt genomsnitt. Avser skillnader mellan företagsobligationsräntor och swapräntor. Ränteskillnaderna avser ett genomsnitt av obligationer med olika löptider, utgivna i svenska kronor av icke-finansiella företag med kreditbetyg motsvarande Investment grade. Nästan 60 procent av obligationerna i urvalet är utgivna av fastighetsföretag. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i april.

Källor: Bloomberg och Riksbanken.

¹⁹Se *Finansiell stabilitet* 2023:1, Sveriges riksbank för mer information.

²⁰ Se avsnitt 2.2 för mer information om företagens finansiering.

Kronan har försvagats

Sedan det penningpolitiska beslutet i april har kronan försvagats tydligt, med drygt 3 procent, mätt med KIX (se diagram 19). Kronan har försvagats med nästan 11 procent sedan början av 2022 och under det senaste året har kronans växelkurs utvecklats svagare än Riksbankens prognoser.²¹

En orsak till kronans försvagning sedan början av 2022 är att risksentimentet på de finansiella marknaderna har försämrats, bland annat till följd av Rysslands invasion av Ukraina och osäkerheten kring hur inflationen och konjunkturen kommer att utvecklas framöver. I en sådan miljö har valutor i små öppna ekonomier som den svenska en tendens att försvagas. En ytterligare förklaring som har framförts av vissa analytiker skulle kunna vara internationella investerares oro för räntekänsligheten i den svenska ekonomin, kopplad till fastighetssektorn och de högt skuldsatta hushållen. Finansiella priser indikerar dock inte att förtroendet för det svenska banksystemet minskat. Dessutom har Sverige mycket starka statsfinanser, vilket också minskar riskerna i ekonomin som helhet.

Marknadsräntorna i flera länder har samtidigt stigit mer än i Sverige, vilket även det sannolikt bidrar till att försvaga kronan (se diagram 13 och diagram 15). Det är dock svårt att förklara varför kronan har försvagats så mycket som den har gjort givet den realekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden.²²

Diagram 19. Nominell växelkurs, KIX

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. Streckad linje markerar tidpunkten för det penningpolitiska mötet i april.

Källa: Riksbanken.

²¹ Se fördjupningen "Varför har kronan försvagats i år?" i *Penningpolitisk rapport*, november 2022, Sveriges riksbank.

²² För analys av kronans utveckling se C-J. Belfrage, J. Hansson och A. Vredin (2023), "Hur ska man se på kronans utveckling?", Ekonomiska kommentarer nr 3, Sveriges riksbank och J. Hassler, P. Krusell och A. Seim (2023), "Utvärdering av penningpolitiken 2022", Sveriges riksdag.

2.2 Svenska hushåll och företag möter allt högre räntor

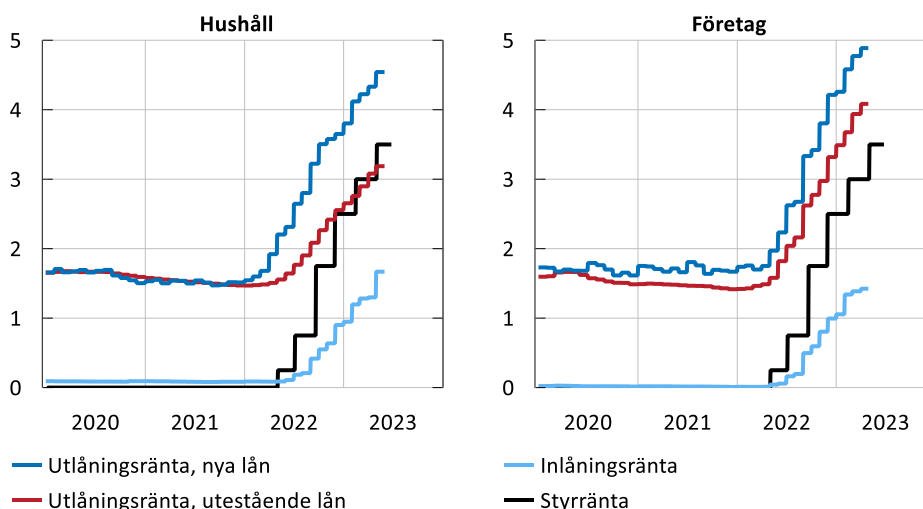
Högre ränteläge har förbättrat bankernas lönsamhet

Vilka räntor som bankerna erbjuder på lån till hushåll och företag beror till stor del på kostnaderna för att finansiera lånen. Bankerna finansierar sin utlåning till hushåll och företag delvis genom att ge ut obligationer, till exempel säkerställda obligationer, på de finansiella marknaderna. Räntorna på dessa obligationer har fortsatt att stiga något sedan det penningpolitiska mötet i april.

En annan betydande finansieringskälla är inlåning från allmänheten. Eftersom styrräntehöjningarna har fått ett avsevärt större genomslag i bankernas utlånings- än inlåningsräntor har bankernas räntenetto ökat snabbt det senaste året (se diagram 20). Om stramare finansiella förhållanden leder till att hushåll minskar sitt sparande för att kunna upprätthålla sin konsumtion kan dock konkurrensen om sparmedel förväntas driva upp inlåningsräntorna framöver.

Diagram 20. Styrränta samt genomsnittliga in- och utlåningsräntor på nya lån respektive utestående lån

Procent



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

Källor: SCB och Riksbanken.

Företagen möter allt högre räntor

Svenska företag finansierar sig främst via banklån. Sedan början av 2022 har den genomsnittliga räntan på företagens nya och omförhandlade lån stigit med drygt tre procentenheter (se diagram 20). Räntebindningstiden på banklånen är vanligtvis kort vilket gör att styrräntehöjningar snabbt når ut till företagen.²³ Den genomsnittliga

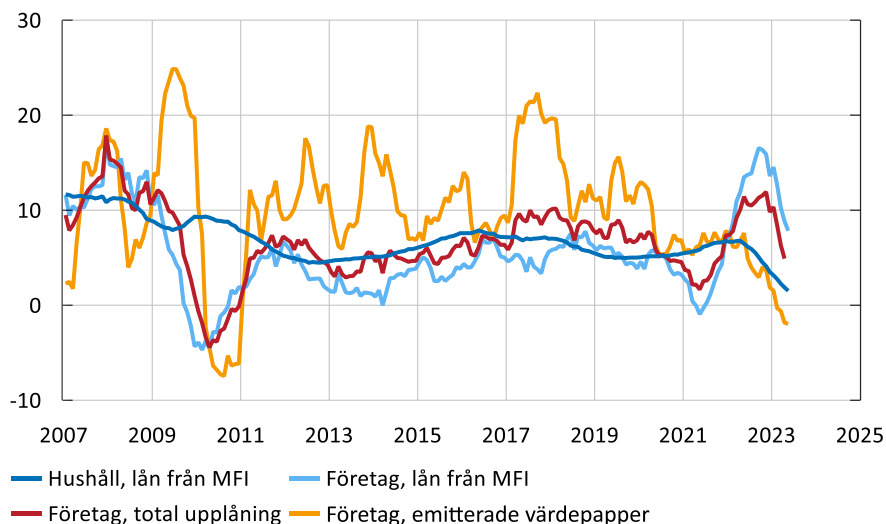
²³ Enligt SCB har ungefär 90 procent av banklånen en ursprunglig löptid på ett år eller mindre, vilket medför att även räntebindningstiden på dessa lån är ett år eller mindre.

räntan på alla utestående lån har också stigit tydligt, med cirka två och en halv procentenheter (se diagram 20). Detta innebär att ungefär en fjärdedel av styrränteökningen ännu inte har nått ut till företagen men kan väntas göra det i takt med att lånen omförhandlas. Transmissionen till företagsräntorna är därmed god och i linje med sitt historiska mönster.

Svenska företag finansierar sig även via värdepappersmarknaderna, genom att ge ut certifikat och obligationer. Sedan sommaren 2022 har den utgivna volymen av räntebärande värdepapper vuxit allt långsammare och tillväxten ligger nu nära noll. Bankutlåningen ökade kraftigt under 2022 men tillväxten toppade efter sommaren. Sedan dess har utlåningen dämpats tydligt (se diagram 21). Denna utveckling beror på att företag utanför fastighetssektorn först ökade sina lån kraftigt och sedan ökat sin upplåning i klart lägre takt. Bankutlåningen till fastighetsföretag har däremot varit stabil. Att kredittillväxten nu faller snabbt talar för att styrräntehöjningarna bidrar till stramare kreditförhållanden.

Diagram 21. 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.

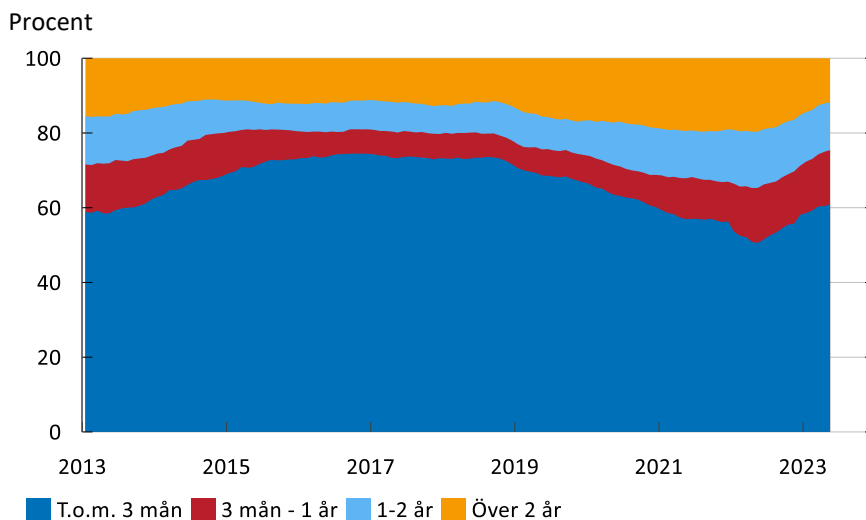
När räntorna nu stiger är det allt fler företag som inte kan använda sig av företagsobligationsmarknaden för sin finansiering. Detta gäller särskilt många av de mindre privata fastighetsföretagen som kan få svårt att refinansiera sina kommande obligationsförfall. Den här typen av problem för fastighetsföretagen kan också leda till kreditförluster för bankerna och därmed bidra till ytterligare åtstramning av finansiella förhållanden.

Tillväxten i hushållens upplåning på historiskt låga nivåer

Svenska hushåll har i genomsnitt stora lån i förhållande till sina inkomster, och bostadslånen står för ungefär 80 procent av lånevolymen.²⁴ Jämfört med i många andra länder är räntebindningstiden dessutom kort i Sverige. Nästan 90 procent av lånevolymen har en återstående räntebindningstid på två år eller mindre (se diagram 22). Denna andel har ökat tydligt sedan början av 2022, vilket bland annat kan bero på att de långa räntorna legat på höga nivåer.²⁵ Den korta räntebindningstiden och höga skuldsättningen gör att styrräntehöjningar påverkar hushållens ekonomi relativt snabbt.²⁶

Sedan början av 2022 har den genomsnittliga bolåneräntan för nya och omförhandlade lån stigit med knappt tre procentenheter, motsvarande ca 80 procent av styrräntehöjningarna (se diagram 22). Detta är i linje med historiska erfarenheter och talar för att den penningpolitiska transmissionen fungerar väl. Den genomsnittliga räntan i stocken av utestående lån har stigit med drygt en och en halv procentenheter vilket innebär att knappt hälften av styrränteökningen hittills har nått hushållen. Cirka två tredjedelar av hushållens bolån har nåtts av åtminstone någon del av räntehöjningarna i form av högre bolåneräntor. I takt med att lån omförhandlas kommer styrräntehöjningarna bidra till att hushållens bolåneräntor stiger ytterligare.

Diagram 22. Fördelning av hushållens återstående räntebindningstider



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

Källa: SCB.

Bolåneräntorna med korta löptider har närmat sig de längre bolåneräntorna och skillnaden är nu den minsta sedan styrräntehöjningarna inleddes. Skillnaden mot

²⁴ Hushållens så kallade skuldkvot, det vill säga skulderna i förhållande till de disponibla inkomsterna, uppgår till ungefär 180 procent.

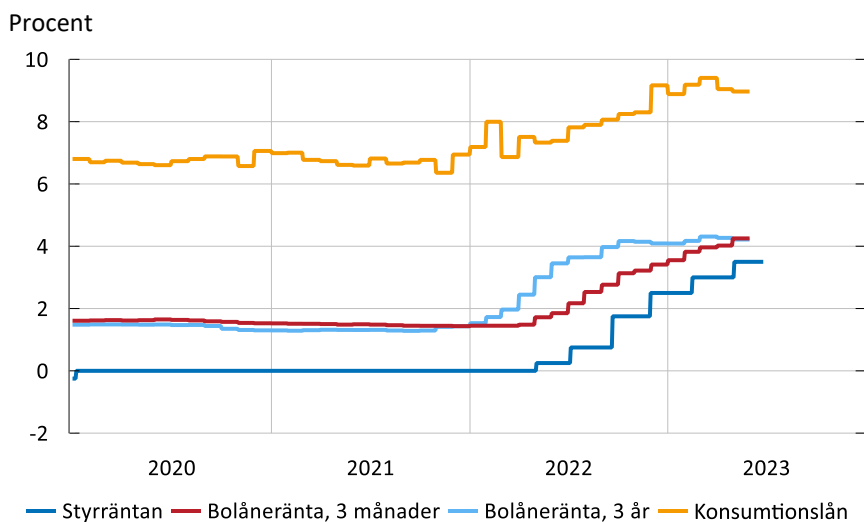
²⁵ För mer information om detta, se fördjupningen "Allt fler hushåll väljer rörlig ränta" i *Finansiell stabilitet*, 2023:1, Sveriges riksbank

²⁶ Se fördjupningen "Högre räntekänslighet i den svenska ekonomin" i *Penningpolitisk rapport*, september 2022, Sveriges riksbank.

styrräntan är också liten i ett historiskt perspektiv (se diagram 23). En orsak till detta är troligen att marknaden anser att styrräntan nu är nära sin topp (se avsnitt 2.1).

I april ökade hushållens banklån med 1,9 procent i årstakt, vilket är en mycket låg takt i ett historiskt perspektiv (se diagram 21). Utvecklingen var likartad för såväl bolån som konsumtionslån och andra lån. Ökningstakterna har fallit tydligt under det senaste året. Det finns flera förklaringar till att bolånen växer långsammare. Högre räntor gör det dyrare att äga en bostad, både direkt genom en högre bolåneränta men också genom att bostadsrättsföreningar behöver ta ut högre avgifter för att finansiera sina lån. Dessutom har priserna på bostäder sjunkit, vilket begränsar ytterligare låneutrymme. Sammantaget innebär detta att viljan och möjligheten att ta upp nya bolån minskar samtidigt som incitamentet att amortera på befintliga bolån ökar.

Diagram 23. Riksbankens styrränta och utlåningsräntor till hushåll



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

Källor: Respektive bolåneaktör, SCB och Riksbanken.

2.3 Små rörelser i finansiella förhållanden

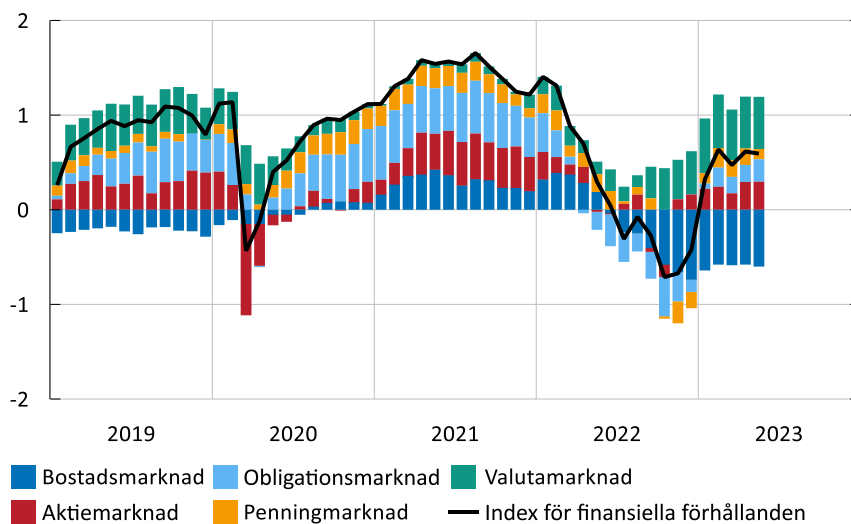
Riksbankens index för finansiella förhållanden i Sverige är nästan oförändrat jämfört med april och visar på fortsatt expansiva förhållanden (se diagram 24). Att förhållandena är expansiva beror framför allt på att kronan är svag. Men det beror också på att de långa räntorna och volatiliteten på aktiemarknaden är låga och att räntan på företagsobligationer är låg i förhållande till den förväntade styrräntan (se diagram 16). Prisutvecklingen på bostadsmarknaden har också stabiliserats efter förra årets fall.

Indexet fångar däremot inte fullt ut det faktum att många hushåll och företag möter allt stramare förhållanden i takt med att räntorna som de betalar stiger. Det tar heller inte hänsyn till att volatiliteten på räntemarknaden har stigit under våren. Den svenska kronans försvagning, mätt med KIX, bidrar till expansiva förhållanden enligt Riksbankens mått. Men om kronan försvagas till följd av ökad finansiell osäkerhet och

oro kring den svenska fastighetsmarknaden kan de finansiella förhållandena vara stramare än vad som återspeglas i Riksbankens mått. Det expansiva bidraget av en svag krona gäller dessutom huvudsakligen företag inom exportindustrin. För hushåll och importerande företag verkar en svagare krona istället åtstramande.

Diagram 24. Index för finansiella förhållanden i Sverige

Standardavvikelser



Anm. Ett högre värde anger mer expansiva finansiella förhållanden.

Källa: Riksbanken.

3 Konjunktoren bromsar in i år och inflationen sjunker

Efterfrågan i Sverige och omvärlden har utvecklats svagt sedan slutet på förra året och vissa indikatorer pekar på att inbromsningen fortsätter. BNP-tillväxten i Sverige väntas därmed falla i år. Arbetsmarknaden har visserligen inte visat några tecken på försvagning ännu, men när efterfrågan faller ytterligare väntas sysselsättningsgraden sjunka något och arbetslösheten stiga. Från och med nästa år väntas dock en gradvis återhämtning i produktion och sysselsättning.

Inflationen i Sverige och omvärlden har fallit den senaste tiden men är fortsatt mycket hög. I år väntas energi- och producentpriserna fortsätta att falla samtidigt som den strama penningpolitiken dämpar efterfrågan i ekonomin. Detta gör att den svenska inflationen faller i år och stabiliseras nära målet på 2 procent under 2024.

3.1 Lägre efterfrågan och energipriser får inflationen i omvärlden att falla

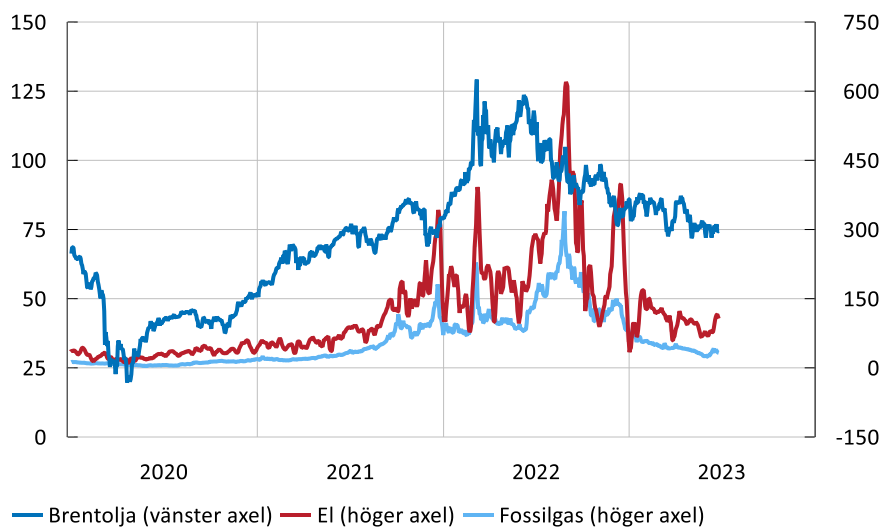
Inflationsnedgången började i USA

Inflationen i både omvärlden och Sverige har toppat och sjunkit relativt snabbt de senaste månaderna. Nedgången beror till stor del på att energipriserna har fallit tillbaka, men även inflationen exklusive energi har börjat sjunka, särskilt i USA (se diagram 25 och diagram 26). Det beror framför allt på att många av de faktorer som drev upp inflationen under 2021 och 2022, nu allt tydligare börjat klinga av. Till exempel har de pandemirelaterade störningarna i de globala värdekedjorna i princip försvunnit och fraktkostnaderna är tillbaka på de nivåer som rådde före pandemin. De penningpolitiska åtstramningarna och de sjunkande realinkomsterna bidrar samtidigt till att efterfrågan dämpas för de flesta hushåll. Det finns även tecken på att prisökningarna på livsmedel och andra varor har börjat avta och på att pristrycket i tidigare led i produktionskedjan har blivit lägre.²⁷ Mycket talar därmed för att inflationen kommer att fortsätta falla det närmaste året. En bidragande orsak till det är att ökningstakten i energipriserna väntas fortsätta falla.

²⁷ Se diagram 46 i fördjupningen "Hur snabbt kommer inflationen att falla" i *Penningpolitisk rapport*, april 2023, Sveriges riksbank.

Diagram 25. Energifriser

USD/fat (vänster axel) och EUR/MWh (höger axel)

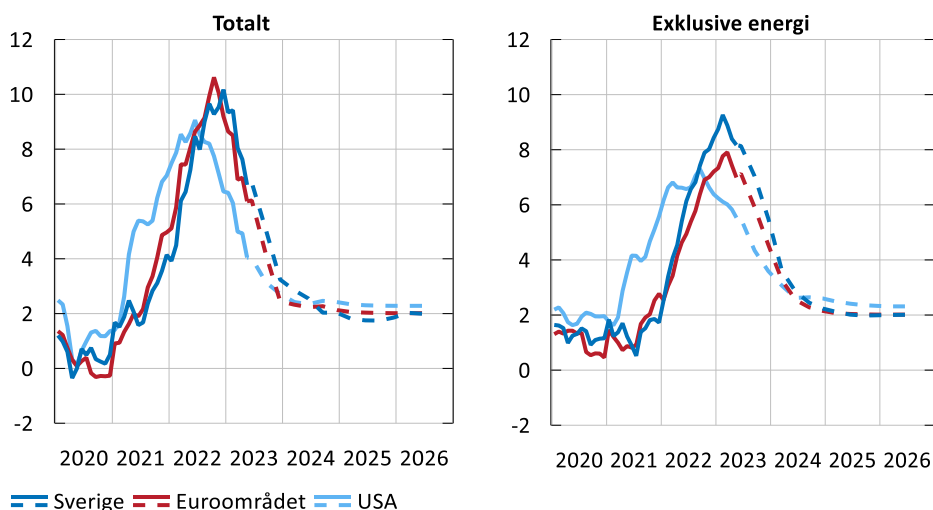


Anm. El- och fossilgaspris för Tyskland. För elpris avses spotpris, 5-dagars glidande medelvärde. För fossilgas avses terminspris för nästkommande månad.

Källor: The Iberian Energy Derivatives Exchange och Intercontinental Exchange.

Diagram 26. Konsumentpriser i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring



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

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

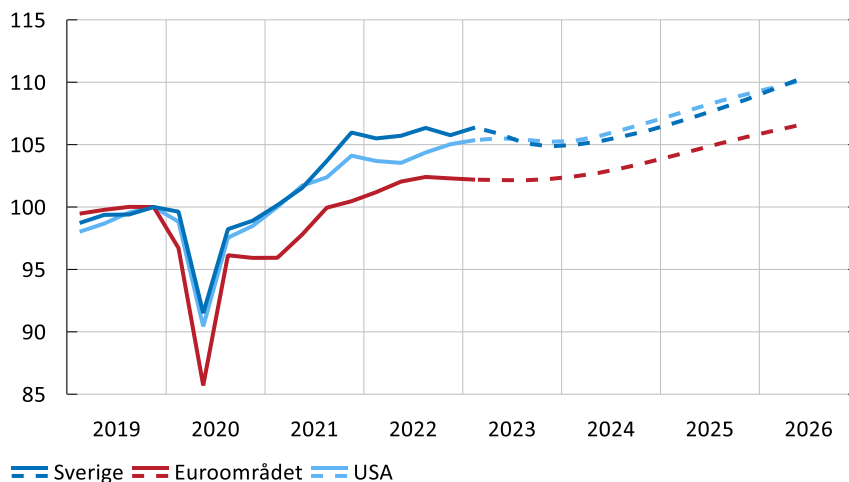
Svagare omvärldskonjunktur i år

Liksom sista kvartalet i fjol sjönk euroområdets BNP första kvartalet i år. Nedgången med 0,1 procent berodde på att både privat och offentlig konsumtion föll samt att lager bidrog negativt. Den svaga efterfrågan återspeglas också av fallande import. I USA har konsumtionen varit stark hittills i år och den initiala oron för utvecklingen i

banksektorn har avtagit. Men i både euroområdet och USA väntas investeringar och konsumtion bli mer dämpade det närmaste dryga året. Orsakerna är flera: centralbankernas styrräntehöjningar, det senaste årets stramare kreditvillkor och det minskande konsumtionsutrymmet när hushållens reala inkomster sjunker. Under 2022 och inledningen av 2023 steg lönerna i USA och euroområdet betydligt snabbare än på många år, men de höll ändå inte jämna steg med prisökningarna.²⁸ De lägre reallönerna bidrar till att dämpa BNP-utvecklingen under året (se diagram 27).

Diagram 27. BNP i Sverige och omvärlden

Index, 2019 kv4 = 100, säsongrensade data



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

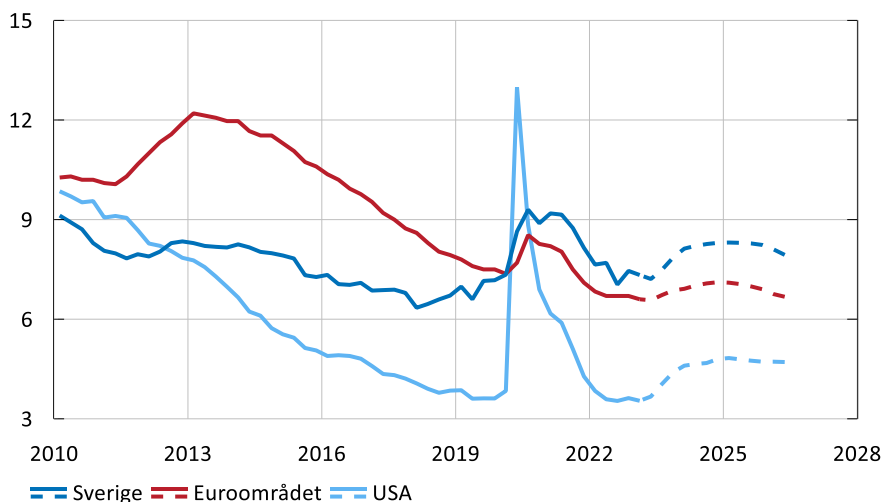
Källor: Eurostat, SCB, U.S. Bureau of Economic Analysis och Riksbanken.

Arbetsmarknaden har fortsatt att överraska positivt och arbetslösheten har sjunkit till nära rekordnivåer i euroområdet och i USA (se diagram 28). Men i och med att BNP-tillväxten blir svag under 2023 väntas arbetslösheten efterhand börja stiga, men det sker alltså från historiskt låga nivåer. Avtagande inflation och de höga nominella löneökningarna väntas få reallönerna i USA och euroområdet att börja stiga senare i år. Även i Sverige väntas reallönerna börja öka från och med i slutet av året. Detta ökar konsumtionsutrymmet vilket bidrar till att BNP-tillväxten stiger och att arbetsmarknaden återhämtar sig mot slutet av prognosperioden.

²⁸ I Tyskland har också allt fler företag gjort engångsutbetalningar till sina anställda.

Diagram 28. Arbetslöshet i Sverige, euroområdet och USA

Procent av arbetskraften, säsongsrensade data



Anm. Arbetslöshet bland personer 15–74 år för Sverige och euroområdet och 16 år och äldre för USA. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos.

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

3.2 I Sverige blir tillväxten negativ i år samtidigt som inflationen faller

Svensk BNP sjunker under 2023

Tillväxten i svensk ekonomi har avtagit den senaste tiden, men det är från en hög nivå på efterfrågan och resursutnyttjandet bedöms fortfarande vara något högre än normalt i utgångsläget. I samband med publiceringen av det senaste utfallet av nationalräkenskaperna reviderade SCB upp BNP för 2021 och 2022. Den nya BNP-nivån indikerar att efterfrågan de senaste åren har varit tydligt högre än vad statistiken tidigare visade.

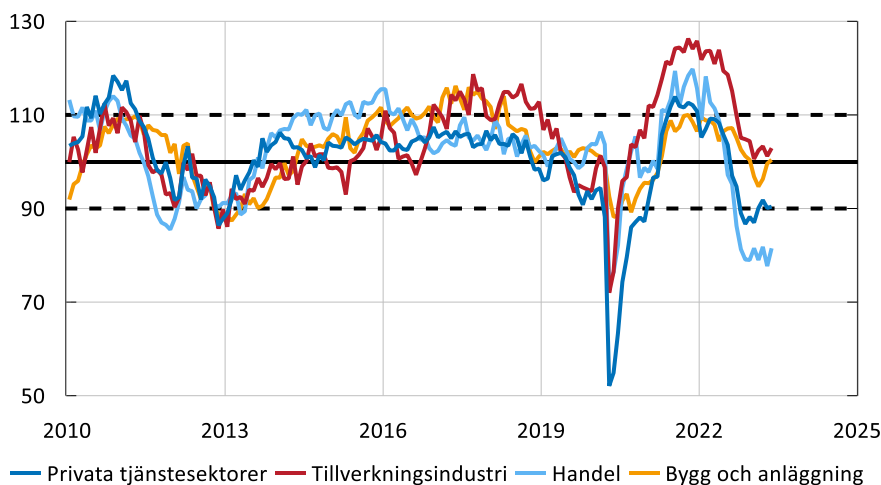
De senaste kvartalen har utvecklingen skilt sig åt i olika delar av ekonomin. Hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna har utvecklats svagt samtidigt som exporten och näringslivets investeringar exklusive bostäder fortsatt att öka. Under andra halvåret i fjol och i inledningen på det här året har hushållens konsumtion sammantaget minskat med drygt 3 procent. Det är en stor minskning i ett historiskt perspektiv och det är tydligt att de fallande realinkomsterna blivit kännbara för hushållen. Sammantaget har ändå den totala BNP-utvecklingen inte blivit lika svag som tidigare väntat, eftersom andra delar av efterfrågan fortsatt att växa.

Det första kvartalet i år föll konsumtionen med 1,2 procent jämfört med kvartalet innan. En stor nedgång i bostadsbyggandet medförde att även bostadsinvesteringarna minskade. Trots detta ökade BNP med 0,6 procent jämfört med kvartalet innan. Mycket av uppgången förklaras av lageruppgång och export, men även av näringslivets övriga investeringar, och den offentliga sektorns investeringar och konsumtion.

Den delade bilden i näringslivet syns också i enkätundersökningar. Enligt Konjunkturbarometern väntas tillväxten förbli svag inom detaljhandeln och privata tjänstesektorer, men bli starkare inom tillverkningsindustrin och byggsektorn (se diagram 29). En delvis liknande bild ges i Riksbankens senaste företagsundersökning där i synnerhet företag inom detaljhandeln och byggsektorn tecknar en mycket dystert bild av sin egen situation i dagsläget.²⁹ Företagen inom tillverkningsindustrin beskriver i stället ett fortsatt starkt konjunkturläge och ett behov av att fortsätta investera i snabb takt för att möta behoven av elektrifiering och grön omställning.

Diagram 29. Konfidensindikatorer i näringslivet

Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



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

Källa: Konjunkturinstitutet.

Konsumtionen väntas bli svag även framöver. Stigande priser och allt högre ränteutgifter fortsätter att begränsa hushållens köpkraft och Konjunkturbarometern indikerar att konsumentförtroendet visserligen stigit något sedan årsskiftet men fortfarande är mycket lågt. Konsumtionen väntas därför fortsätta att sjunka de kommande kvartalen och sammantaget bli lägre under 2023 än i fjol.

Inflationen och den strama penningpolitiken har också påverkat bostadsmarknaden. Hittills i år har bostadspriserna totalt sett varit ungefär oförändrade jämfört med slutet av förra året, men medan huspriserna fortsätter nedåt så stiger priserna på bostadsrätter åter något. Eftersom både utbudet av och omsättningen på bostäder har minskat och bolåneräntorna är högre, väntas bostadspriserna falla ytterligare under hösten för att stanna vid en nedgång på 15–20 procent från toppen i februari 2022. Detta är en något mindre nedgång än vad Riksbanken prognostiserade i den

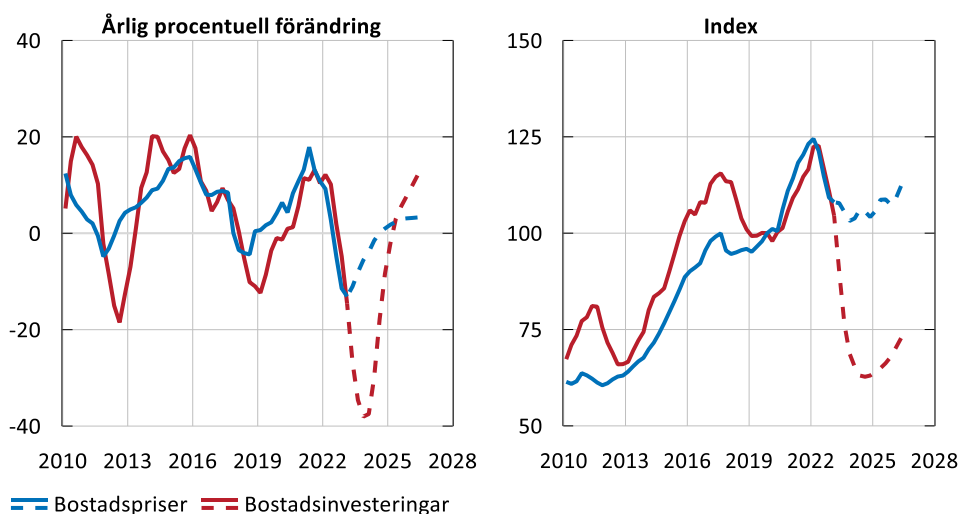
²⁹ Se "Konsumenternas jakt på röda lappar tilltar", *Riksbankens företagsundersökning*, maj 2023, Sveriges riksbank.

penningpolitiska rapporten i april, och beror på att utfallen under våren varit starkare än förväntat.

I och med att efterfrågan på nybyggda bostäder varit låg och bygg- och finansieringskostnaderna ökat har antalet byggstarter minskat rejält. Bostadsbyggandet förväntas sjunka markant under året och fallet blir stort i ett historiskt perspektiv. Bostadsinvesteringarna tynger svensk BNP både i år och nästa år (se diagram 30).

Diagram 30. Bostadspriser och bostadsinvesteringar

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



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

Källor: SCB, Valueguard och Riksbanken.

Näringslivets investeringar exklusive bostäder påverkas å ena sidan negativt av de dystra utsikterna för hushållens konsumtion. Det syns bland annat i svaren från representanter för detaljhandeln i Riksbankens företagsundersökning där många talar om att endast nödvändiga och påbörjade investeringar genomförs. En del rapporterar att investeringsstopp råder. Å andra sidan ser man inom tillverkningsindustrin att den gröna omställningen och ny teknik nu kräver stora investeringar. Sammantaget är det mycket svårt att säga hur investeringarna i näringslivet (exklusive bostäder) kommer att utvecklas framöver, men Riksbankens bedömning är att utvecklingen kommer att vara något svagare än normalt det närmaste året. Investeringstillväxten blir dock långt ifrån lika svag som vid tidigare konjunkturedgångar, vilket beror på att det inte bara är konjunkturella faktorer som påverkar investeringsutvecklingen framöver, utan att det även finns strukturella investeringsbehov.

Regeringen genomför i år ofinansierade åtgärder för cirka 50 miljarder kronor. Den offentliga konsumtionen och investeringarna, till exempel satsningarna inom försvaret, bedöms bidra positivt till den inhemska efterfrågan. I år stärks efterfrågan också tillfälligt av elprisstöden till hushåll och företag.³⁰

³⁰ Totalt har 27 miljarder kronor betalats ut i elprisstöd till hushåll i år.

Det är alltså framför allt hushållens minskande konsumtion och de låga bostadsinvesteringarna som leder till att BNP faller i år. Tillväxten i svensk export bromsar in, men eftersom kronan är svag och inbromsningen i omvärlden är mindre än här kommer nettoexporten ändå att stiga i år och dämpa BNP-nedgången.

Svagare utveckling på arbetsmarknaden det närmaste året

Under inledningen på året har sysselsättningen utvecklats tydligt starkare än BNP. Även indikatorer över utvecklingen på arbetsmarknaden framöver är starkare än motsvarande indikatorer för den totala ekonomin. Det finns flera tänkbara förklaringar till arbetsmarknadens relativa styrka (se fördjupningen "Stark arbetsmarknad i Sverige och omvärlden). En är att reallönerna sjunkit, så att arbetskraften har blivit billigare i förhållande till kapital och bidragit till att stärka efterfrågan på arbetskraft. En annan är att företagen, enligt en ny indikator från Konjunkturinstitutet, i hög grad har valt att behålla sin arbetskraft trots att de förväntar sig svag produktion framöver (se diagram 51).³¹ Det hänger förmodligen till viss del samman med att företagen har rekryteringssvårigheterna efter pandemin i färskt minne.

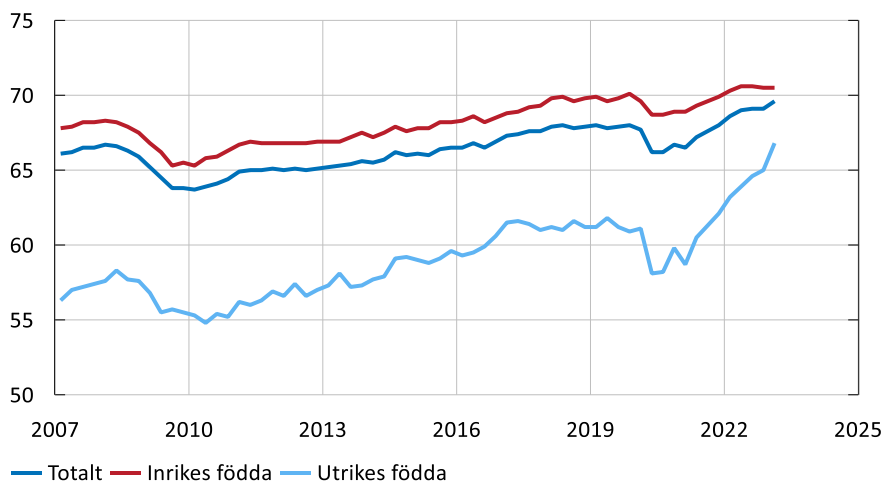
Branscher som sysselsätter många utrikes födda, till exempel hotell och restaurang, drabbades hårt under pandemin och många utrikes födda blev arbetslösa. Men samma branscher har utvecklats starkt det senaste året.³² Redan i slutet av 2021 hade sysselsättningsgraden bland utrikes födda återhämtat sig och den har sedan dess fortsatt att stiga snabbt (se diagram 31). En bidragande faktor kan vara att de som kom till Sverige under 2014 och 2015 nu har varit här en längre tid, vilket ökar sannolikheten att få jobb.

³¹ Se "Labour hoarding-indikatorn i Konjunkturbarometern" i *Konjunkturbarometern*, april 2023, Konjunkturinstitutet.

³² Enligt registerbaserad arbetsmarknadsstatistik (RAMS) är nästan 45 procent av de som arbetar inom hotell och restaurang utrikes födda (se "[Utrikes födda driver sysselsättningstillväxten](#)", november 2022, SCB).

Diagram 31. Sysselsättningsgrad bland inrikes och utrikes födda

Procent



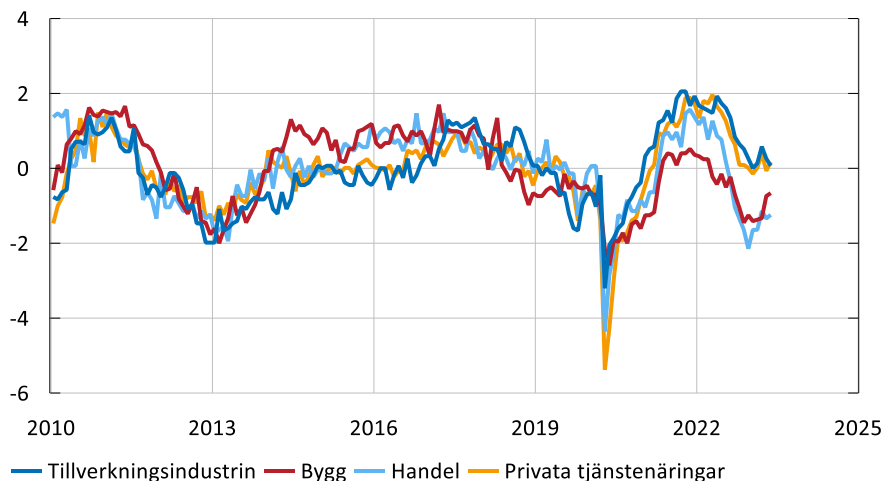
Anm. Säsongsrensade data, 15–74 år.

Källa: SCB.

Vissa indikatorer, till exempel anställningsplanerna enligt Konjunkturbarometern, pekar på att sysselsättningen kommer att fortsätta att vara relativt stark framöver (se diagram 32).³³ Men när efterfrågan avtar ytterligare bedöms företagen gradvis dra ned på personalstyrkan. Därför väntas sysselsättningen sjunka och arbetslösheten stiga under året (se diagram 33).

Diagram 32. Anställningsplaner per bransch

Standardiserade data, medelvärde = 0, standardavvikelse = 1



Källa: Konjunkturinstitutet.

³³ Anställningsplanerna inom bygg pekar på att företagen planerar dra ned på personalstyrkan. Cirka 10 procent av alla anställda inom byggbranschen avser utländsk arbetskraft som inte fångas i Arbetskraftsundersökningarna (AKU). Det innebär att antalet anställda enligt AKU skulle kunna påverkas mindre än det verkliga antalet anställda om företag väljer att säga upp utländsk arbetskraft.

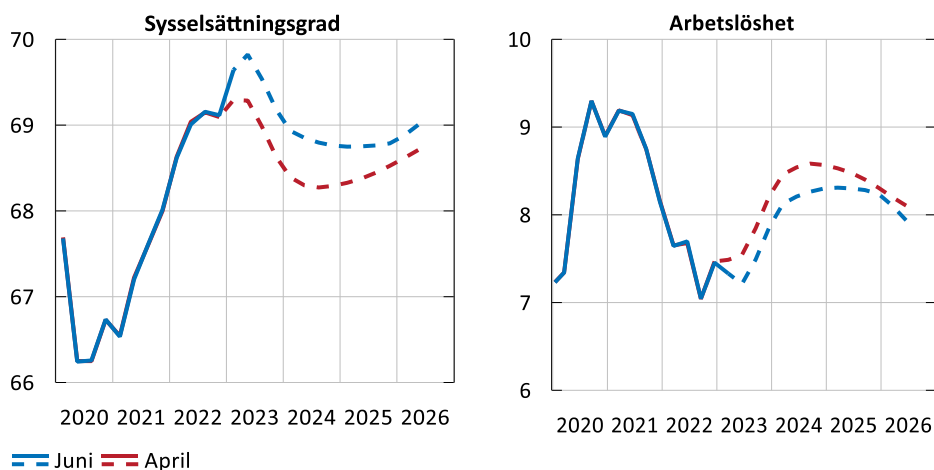
Efterfrågan börjar återhämta sig under 2024

Under 2024 bedöms inflationen åter vara nära inflationsmålet på 2 procent och hushållens reala disponibla inkomster stiger igen. Det stärker hushållens konsumtion och bidrar även till att bostadsmarknaden gradvis återhämtar sig och bostadsinvesteringarna slutar falla under andra halvåret 2024.

Även i omvärlden stiger efterfrågan successivt från och med 2024, vilket stärker svensk export och bidrar till att öka företagens investeringsvilja. Sammantaget gör detta att BNP börjar växa snabbare än den långsiktiga trenden mot slutet av 2024. I takt med att den ekonomiska aktiviteten stiger så ökar också efterfrågan på arbetskraft. Arbetslösheten väntas vara som högst i slutet av 2024 och börjar därefter sjunka när sysselsättningen återigen stiger i snabbare takt (se diagram 33).

Diagram 33. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet i Sverige

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



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

Källor: SCB och Riksbanken.

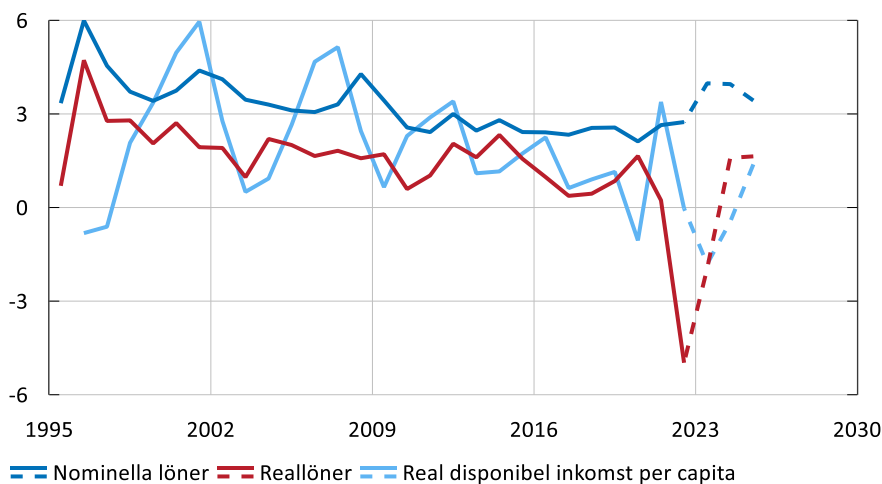
Reallönerna fortsätter att falla i år men ökar från 2024

De löneavtal som hittills tecknats innebär att löneökningstakten i år och nästa år blir högre än under fjolåret. Avtalen baseras på industriavtalet som sträcker sig över två år och ger totalt 7,4 procent i löneökning, fördelat på 4,1 procent första året och 3,3 procent andra året.³⁴ Avtalen inom övriga avtalsområden har tecknats på liknande nivåer. Den höga inflationen och den starka arbetsmarknaden är viktiga skäl till att löneavtalen tecknades på en högre nivå än de avtal som förhandlades fram under pandemiåret 2020.

Trots att de nominella lönerna ökar i snabbare takt sjunker de reala lönerna även i år till följd av den höga inflationen (se diagram 34). Nästa år, när inflationen väntas vara tillbaka kring målet, bedöms dock de reala lönerna återigen stiga. Lägre reallöner, stigande räntor och lägre sysselsättning väntas innebära att hushållens reala disponibla inkomst per capita faller med 1,8 procent i år.

Diagram 34. Nominella och reala löner samt real disponibel inkomst per capita

Årlig procentuell förändring



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

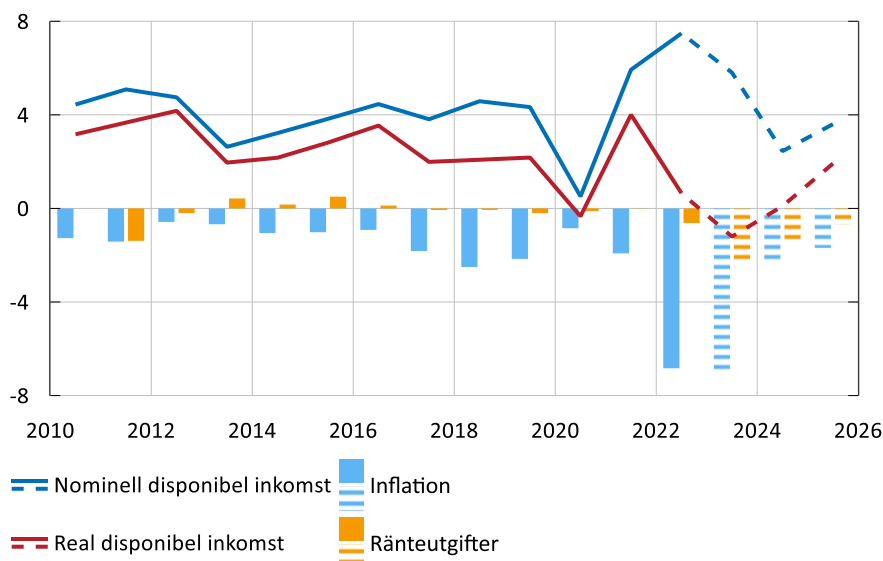
Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

Inflationen har påverkat hushållens köpkraft och de reala disponibla inkomsterna mer än ökningen i de räntor som hushållen möter. Nästa år väntas en återhämtning i inkomsterna men det är inte förrän sysselsättningen åter börjar stiga som den reala disponibla inkomsten ökar tydligt (se diagram 35). Inflationen och ränteutgifterna kommer gradvis att tynga de reala disponibla inkomsterna allt mindre.

³⁴ Nya löneförhandlingar påbörjas dock om ett år. Om inte inflationen tydligt gått ned då så kan löneökningarna framöver bli betydligt högre.

Diagram 35. Disponibel inkomst och inflationens och ränteutgifternas bidrag till dess årliga tillväxt

Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Anm. Real disponibel inkomst är beräknad med deflatorn för hushållens konsumtionsutgifter. Bidraget från inflationen avser skillnaden mellan nominell och real disponibel inkomst. Ränteutgifterna anges exklusive FISIM (Financial Intermediation Services Indirectly Measured), efter 30 procents skatteavdrag och som bidrag till nominell disponibel inkomst. Heldragen linje och stapel avser utfall, streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

I takt med att många bundna räntekontrakt löper ut och nya kontrakt tecknas till en högre ränta kommer hushållens ränteutgifter som andel av disponibel inkomst, den så kallade räntekvoten, att öka framöver. I mitten av 2025 väntas räntekvoten toppa på drygt 6 procent (se diagram 36).³⁵

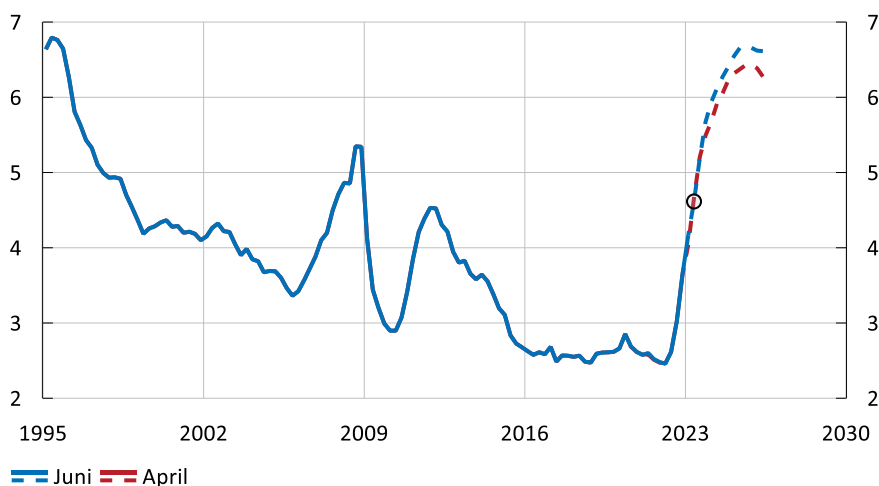
Hushållen byggde upp ett betydande finansiellt sparande under pandemin som de förra året kunde använda för att hålla uppe konsumtionen (se diagram 37). Bedömningen är att sparandet kommer att öka i år, men att konsumtionen därefter kommer att öka ungefär i samma takt som inkomsterna. Det stora ackumulerade sparandet, i kombination med att det saknas aktuella mikrodata över hur hushållens sparande är fördelat, gör det dock svårt att bedöma hur hushållen kommer att anpassa sin konsumtion till de stigande räntorna.³⁶

³⁵ För en genomsnittlig bolånetagare med 1,3 miljoner kronor i bolån innebär det att ränteutgifterna efter skatteavdrag blir cirka 2500 kronor högre per månad i mitten av 2025 jämfört med när Riksbanken började höja styrräntan i april 2022. Nya bolånetagare har i genomsnitt högre lån, 2,8 miljoner kronor.

³⁶ Hushållens eget finansiella sparande som andel av disponibel inkomst, sparkvoten, stiger dock inte i prognosen utan är i stort sett oförändrad. Att det justerade ackumulerade egna finansiella sparandet stiger i diagrammet beror på att sparkvoten i prognos är högre än genomsnittet för 2015–2019.

Diagram 36. Räntekvot

Procent av disponibel inkomst

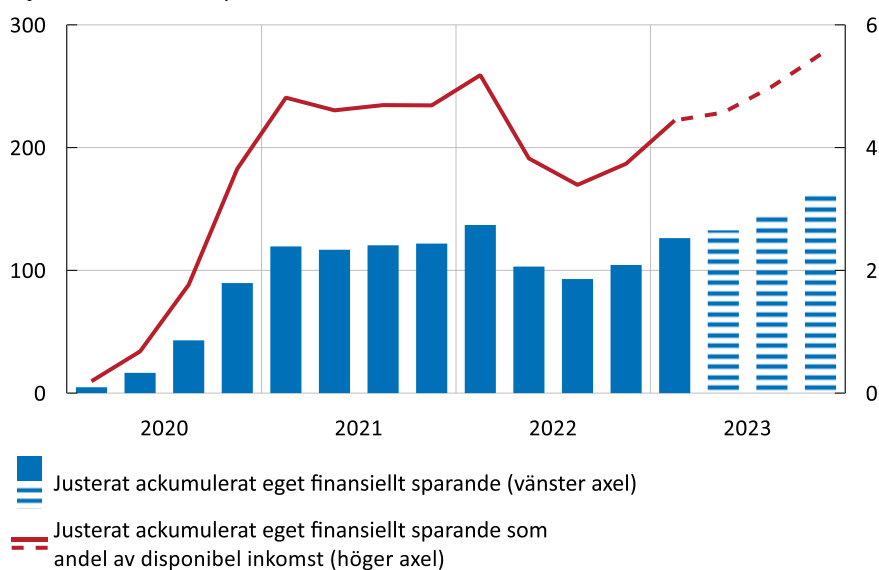


Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser Riksbankens prognos. Punkten visar en bedömning av nuläget. Disponibel inkomst är säsongrensad.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 37. Ackumulerat sparande

Miljarder kronor och procent



Anm. Justerat ackumulerat sparande avser eget finansiellt sparande minus genomsnittligt eget finansiellt sparande 2015–2019. Säsongrensade data.

Källor: SCB och Riksbanken.

Resursutnyttjandet bedöms sjunka det närmaste året

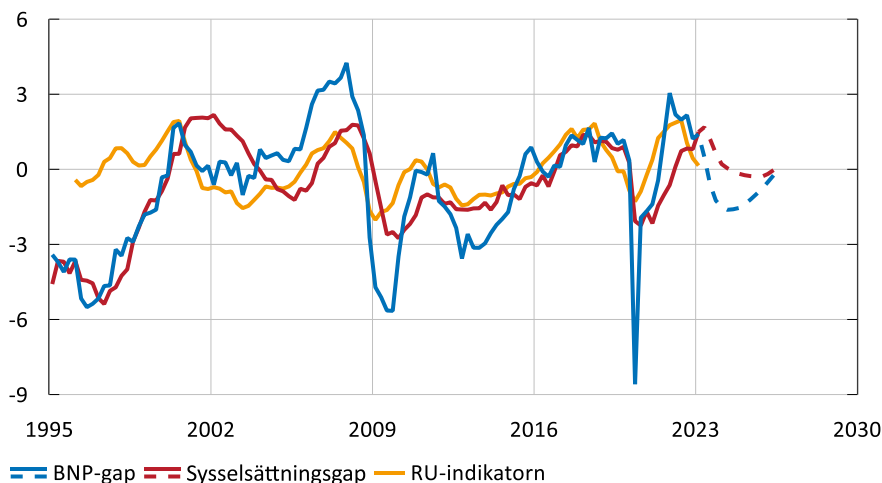
Riksbankens penningpolitik inriktas på att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, och produktionen och sysselsättningen runt långsiktigt hållbara nivåer, det vill säga ett normalt resursutnyttjande.³⁷ Resursutnyttjandet påverkar även hur löner och priser utvecklas. Eftersom resursutnyttjandet inte kan mätas exakt gör Riksbanken en bedömning utifrån flera olika datakällor.

Riksbankens resursutnyttjandeindikator, som är en sammanvägning av olika indikatorer, indikerar att resursutnyttjandet har sjunkit och nu är nära normalt.³⁸ Enligt både SCB och Konjunkturbarometern är kapacitetsutnyttjandet inom industrin dock relativt högt och många företag rapporterar om brist på arbetskraft. Riksbankens sammantagna bedömning är att resursutnyttjandet har minskat men är fortfarande något högre än normalt. Det illustreras av att Riksbankens skattade BNP- och sysselsättningsgap är positiva (se diagram 38).

I takt med att penningpolitiken dämpar den ekonomiska aktiviteten sjunker efterfrågan ytterligare och resursutnyttjandet väntas bli lägre än normalt. Nedgången bedöms dock bli mindre än under till exempel finanskrisen 2008–2009.

Diagram 38. Mått på resursutnyttjandet

Standardavvikelse respektive procent



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

Källor: Arbetsförmedlingen, Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

³⁷ Enligt den nya riksbankslagen som började gälla den 1 januari 2023 ska Riksbanken utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning. Riksbanken har även tidigare bedrivit en så kallad flexibel inflationsmålspolitik och den är nu lagstadgad. För mer information se fördjupningen "Den nya riksbankslagen och det penningpolitiska ramverket" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2023, Sveriges riksbank.

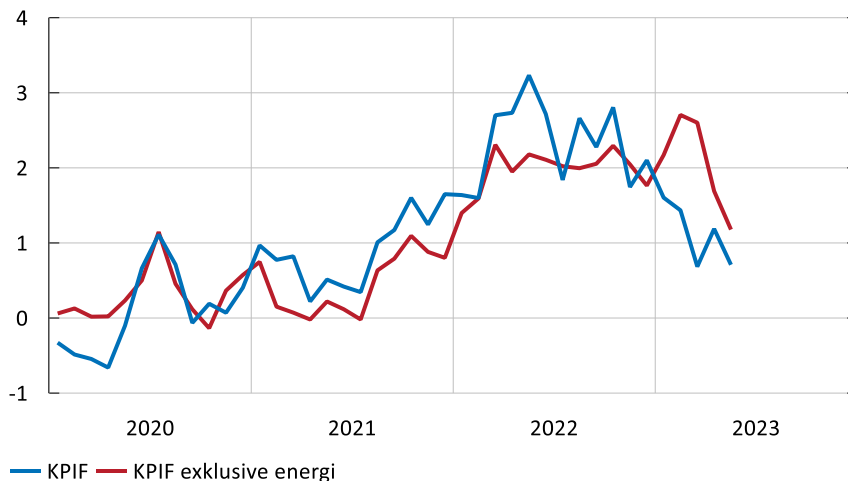
³⁸ Se H. Lovéus (2023), "Nya indikatorer på resursutnyttjandet", *Ekonomisk kommentar* nr 4, Sveriges riksbank.

Tydligt fall i inflationen senaste månaderna

KPIF-inflationen toppade i december 2022 på 10,2 procent och har sedan dess fallit för att i maj uppgå till 6,7 procent. Tremånadersförändringarna började dock gå ned redan för cirka ett år sedan (se diagram 39). De senaste månaderna har också tremånadersförändringarna för KPIF exklusive energi börjat gå ned.

Diagram 39. KPIF och KPIF exklusive energi

Tremånadersförändring i procent



Anm. Säsongsrensade data.

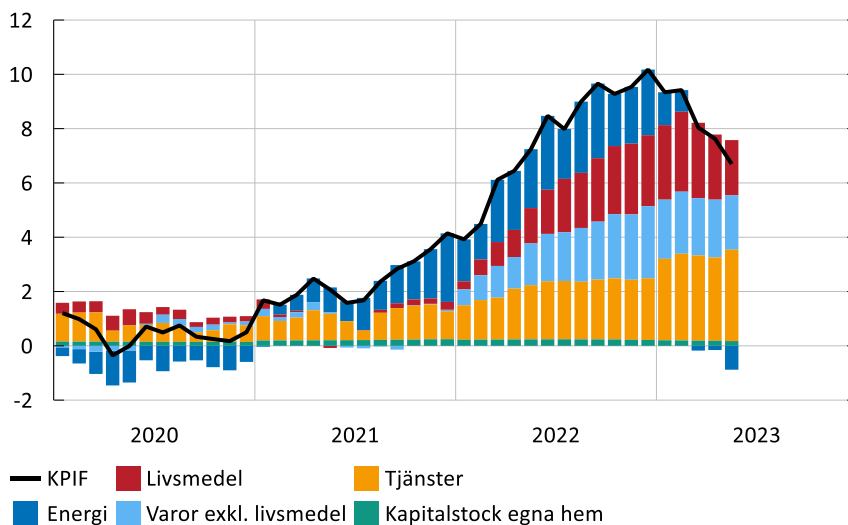
Källor: SCB och Riksbanken.

Den hittills viktigaste förklaringen till nedgången är att energipriserna har fallit tillbaka från mycket höga nivåer (se diagram 40). Rensat för energipriserna är inflationen visserligen högre, men har ändå fallit de senaste månaderna och uppgick i maj till 8,2 procent. Även de övriga mått på underliggande inflation som Riksbanken följer har vänt ner under de senaste månaderna (se diagram 41).

Tjänstepriserna ökar dock fortfarande snabbt, bland annat till följd av hög efterfrågan och relativt snabba prisökningar inom de tjänstebanscher som utvecklats starkt efter pandemin. Snabbt stigande tjänstepriser är också ett internationellt fenomen (se diagram 3). I maj ökade priserna inom hotell- och restaurangbranschen ovanligt snabbt i Sverige. Det kan delvis bero på ovanligt hög efterfrågan till följd av att ovanligt många turister i Sverige. Kronans försvagning kan ha bidragit till att ovanligt många utländska turister kommer till Sverige och till att många svenskar i högre utsträckning väljer att konsumera i Sverige.

Diagram 40. Bidrag till KPIF-inflationen

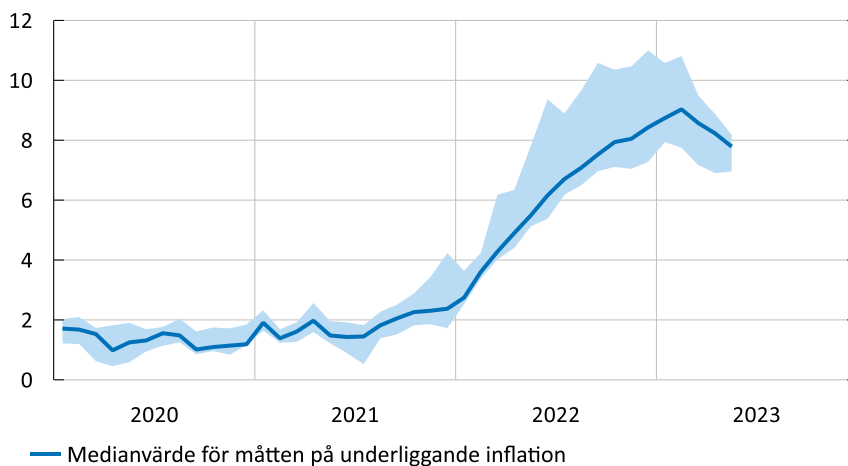
Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 41. Olika mått på underliggande inflation

Årlig procentuell förändring



Anm. Fältet visar det högsta och lägsta utfallet bland sju olika mått på underliggande inflation: KPIF exkl. energi, UND24, Trim85, KPIF exkl. energi och färskvaror, persistensviktad inflation (KPIFPV), sammanvägda faktorer från principalkomponentanalys (KPIFPC) och viktad medianinflation (Trim1).

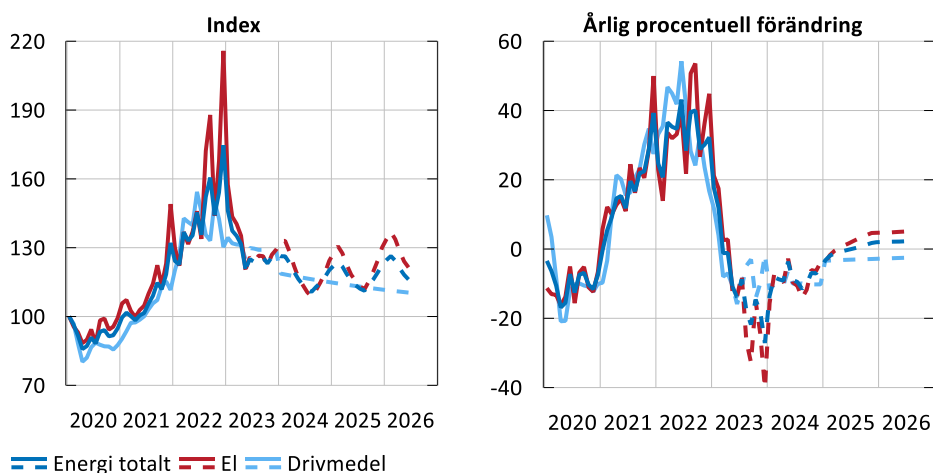
Källor: SCB och Riksbanken.

Mycket statistik tyder på en mer dämpad prisutveckling i år

I den penningpolitiska rapporten i april diskuterades flera orsaker till att inflationen bedöms falla framöver.³⁹ Inflationen mätt med KPIF har sedan dess sjunkit något mer än vad då prognostiserades medan inflationen rensat för energipriser utvecklats ungefär i linje med bedömningen i april. En viktig förklaring till att inflationen bedöms falla är att el- och drivmedelspriserna, enligt prissättningen på terminsmarknaden, väntas bli lägre det kommande året än under det senaste året (se diagram 42).

Diagram 42. Energipriser i KPIF

Index, januari 2020 = 100 (vänster) respektive årlig procentuell förändring (höger)



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

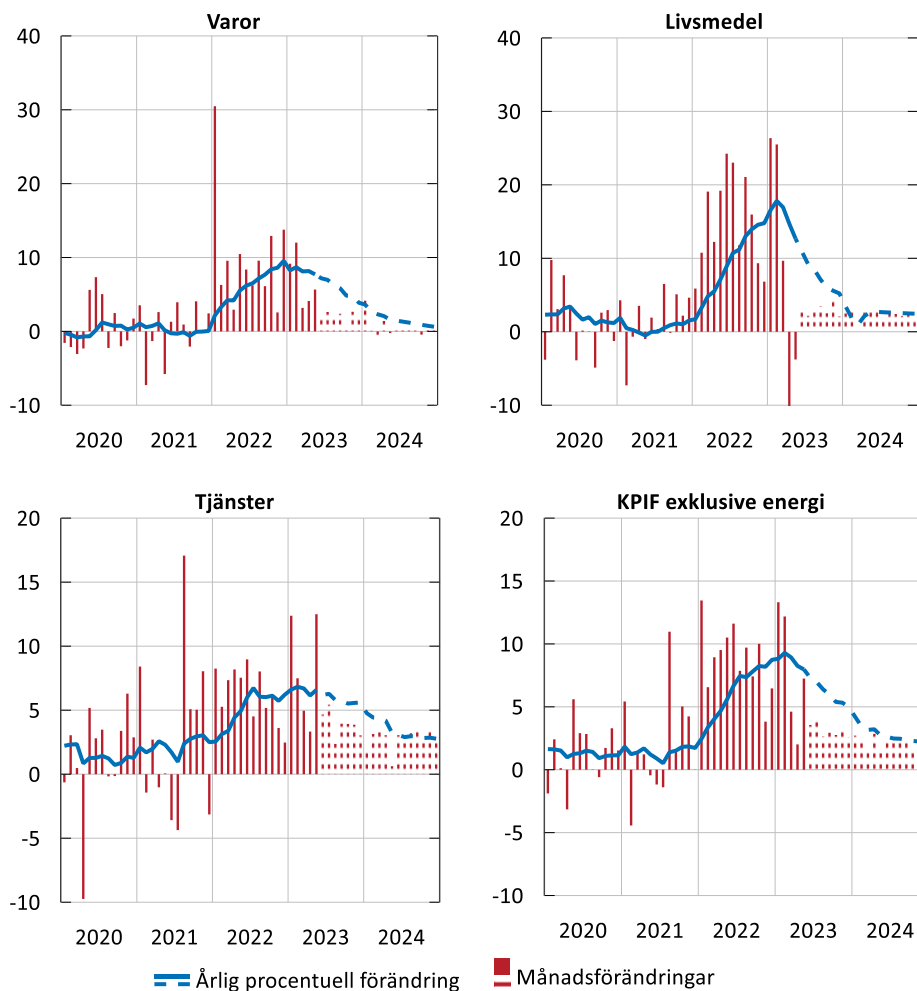
Källor: SCB och Riksbanken.

Att energipriserna fortsätter att sjunka blir viktigt även framöver men dessutom väntas andra priser fortsätta öka i långsammare takt (se diagram 43). Priserna på energi och livsmedel har ökat långsammare än vad som väntades i april, medan tjänstepriserna har blivit högre än förväntat. Bland tjänsterna var prisökningarna ovanligt stora för utrikes resor, logi och restaurangbesök.

³⁹ Se fördjupningen "Hur snabbt kommer inflationen att falla" i *Penningpolitisk rapport*, april 2023, Sveriges riksbank.

Diagram 43. KPIF exklusive energi och undergrupper

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



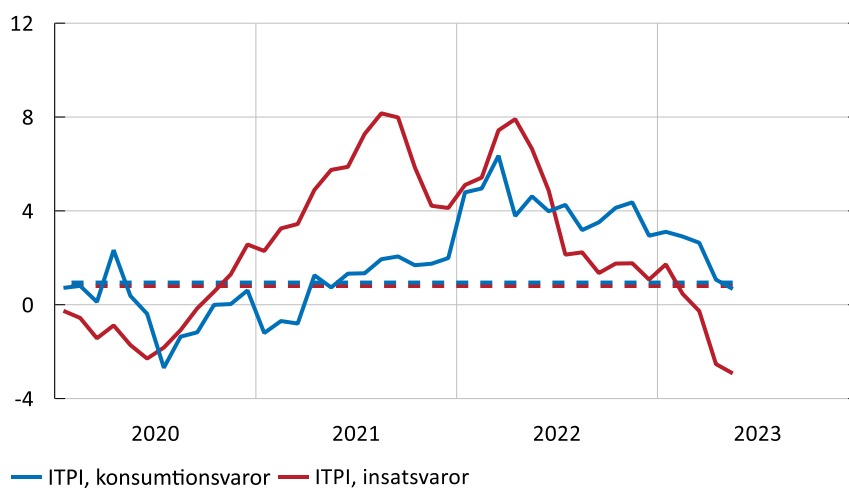
Anm. För att bättre kunna särskilja prisförändringar från förändringar i index på grund av den så kallade korgeffekten är beräkningarna i detta diagram gjorda på justerade index där de så kallade åren till månad-länkarna är sammanvägda med 2023 års vikter 2022–2024.

Källor: SCB och Riksbanken.

Totalt sett bedöms KPIF-inflationen exklusive energi fortsätta att falla de närmaste månaderna, men långsammare än KPIF.⁴⁰ En viktig del i den bedömningen är att det finns flera andra indikatorer och faktorer som talar för att de högsta prisökningarna nu är bakom oss. Till exempel har de globala fraktpriserna fallit tydligt och flera råvarupriser har också successivt sjunkit tillbaka från de extremt höga nivåerna som noterades speciellt under 2021 och efter Rysslands invasion av Ukraina våren 2022. I Sverige har ökningstakten i producentpriserna, till exempel på insatsvaror, fallit markant sedan mitten av förra året. Även priserna på konsumtionsvaror har fortsatt att dämpas i producentledet och prisökningstakten ligger nu nära det historiska genomsnittet (se diagram 44).

Diagram 44. Priser i producentled

Tremånadersförändring i procent



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

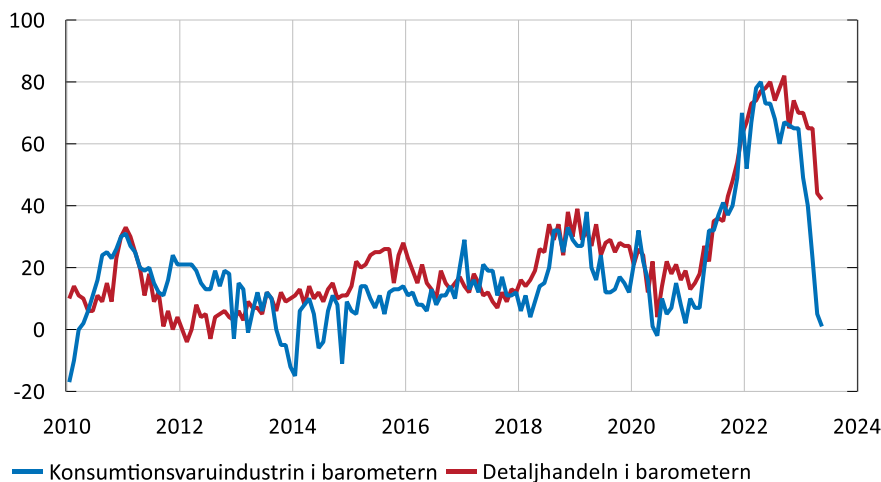
Källa: SCB.

De senaste månaderna har det blivit allt färre företag inom detaljhandeln som planerar för prishöjningar men andelen är fortsatt hög (se diagram 45). Inom konsumtionsvaruindustrin är andelen som planerar att höja priserna ovanligt låg. Inköpschefsindex visar samtidigt att kostnaderna för råvaror och insatsvaror inom tillverkningsindustrin är tillbaka på normala nivåer. Även för tjänsteföretagen tycks dessa kostnader ha fallit men inte i riktigt samma utsträckning som för tillverkningsindustrin.

⁴⁰ Att inflationen dämpas betyder dock inte att priserna nödvändigtvis måste börja falla. Det räcker att de stiger i en långsammare takt än vad de gjort det senaste året, se faktarutan "Sambandet mellan prisnivå och inflationstakt" i *Penningpolitisk rapport*, september 2021, Sveriges riksbank.

Diagram 45. Företagens prisplaner

Nettotal



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

Källa: Konjunkturinstitutet.

Det finns dock faktorer som gör inflationsutvecklingen framöver osäker

Trots att det finns flera skäl att tro att inflationen ska falla framöver så finns det ett par faktorer som talar för att den inte dämpas lika snabbt som i prognosen.

En är att tjänstepriserna, som utgör närmare 50 procent av KPIF, har ökat mycket och månadstakten i maj var hög (se diagram 43). I prognosen kommer ökningstakten i tjänstepriserna vara fortsatt hög i sommar, framför allt på grund av en hög ökningstakt i priserna på utrikes resor, men sedan börja falla i höst. Det finns dock en oro för den höga efterfrågan på tjänster och den svaga kronan gör så att ökningstakten i tjänstepriserna inte mattas av lika snabbt som i prognosen. Med tjänsteprisernas stora vikt i KPIF skulle det påverka inflationen som helhet.

En annan faktor är kronan. Sedan ett drygt år har de finansiella marknaderna, bland annat på grund av Rysslands invasion av Ukraina, präglats av hög volatilitet och av en allt stramare penningpolitik i både Sverige och omvärlden. Räntorna i omvärlden har också stigit mer än i Sverige samtidigt som till exempel svenska fastighetsföretag fått sämre finansieringsvillkor vilket kan ha fått utländska investerare till att minska sin exponering mot Sverige. I en sådan miljö tenderar kronan att försvagas, vilket också har skett.⁴¹ Detta bidrar till att inflationen i närtid blir något högre och ökar behovet av penningpolitisk åtstramning.⁴² Det finns också stöd i litteraturen för att genomslaget av en växelkursförändring på inflationen kan vara större då inflationen och/eller

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

⁴² E. Ortega och C. Osbat (2020), "Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries", *Occasional Paper* No. 241, ECB, finner att en 10-procentig försvagning av kronan leder till med som mest mellan noll och en procentenhets högre inflation i Sverige. Detta ligger också i linje med Riksbankens egen

osäkerheten är hög vilket skulle kunna ge större än normala effekter på inflationen (se faktarutan "Växelkursens genomslag när inflationen är hög" i denna rapport).

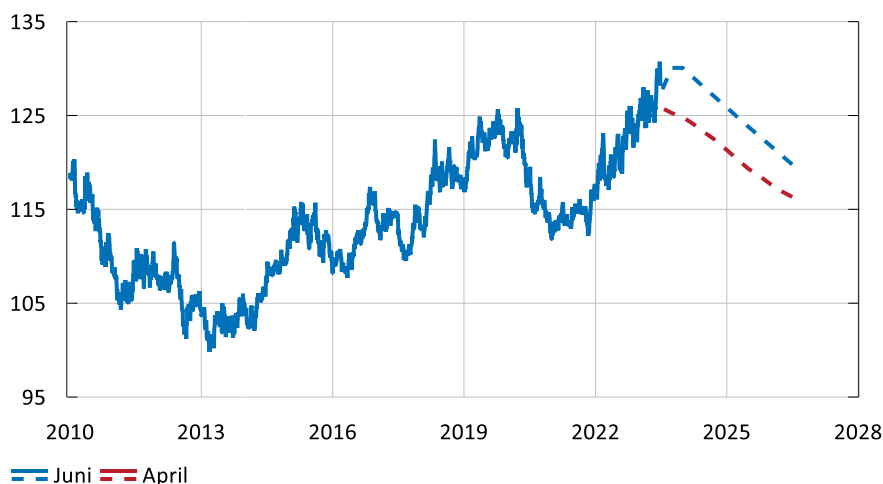
I Riksbankens senaste företagsundersökning nämns också kronan som en viktig faktor bakom planerade prishöjningar.⁴³

Samtidigt finns det tecken på att den reala kronkursen är undervärderad.⁴⁴ Om kursen avviker från vad vi tror är dess jämviktsvärde bör den återgå till detta värde på sikt.

Enligt teori och empiri skulle räntehöjningar också kunna bidra till detta.⁴⁵ Kronan väntas därför långsamt stärkas med ca 3 procent per år de kommande åren och därmed bidra till att dämpa inflationen (se diagram 46). Men osäkerheten kring såväl kronans framtida utveckling som dess genomslag på inflationen är stor.⁴⁶

Diagram 46. Nominell växelkurs, KIX

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 2022-03-28 är indexet beräknat mot 31 länder då den ryska rubeln exkluderats. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. Heldragen linje avser utfall, streckad linje avser prognos.

Källa: Riksbanken.

Slutligen, i en situation där kostnader stiger mycket och snabbt, och där efterfrågan är hög, blir företagen också mer benägna att ta hänsyn till dessa kostnadsökningar.

Detta märktes bland annat i företagets prissättningsbeteende i början av 2022.⁴⁷

bedömning, se fördjupningen "Växelkursens genomslag på inflationen" i *Penningpolitisk rapport*, december 2016, Sveriges riksbank.

⁴³ Se "Jakten på röda lappar tilltar", Riksbankens företagsundersökning, maj 2023, Sveriges riksbank.

⁴⁴ Se till exempel P. Bachetta och P. Chikhani (2021), "On the weakness of the Swedish krona", *Penning- och valutapolitik* 2021:1, Sveriges riksbank som menade att den reala kronkursen har uppvisat "en växande undervärdering" sedan 2014. Se också diskussionen i C. J. Belfrage, J. Hansson och A. Vredin (2023), "Hur ska man se på kronans utveckling?", *Ekonomisk kommentar* nr 3, Sveriges riksbank.

⁴⁵ Försäljning av statsobligationer kan också, åtminstone på marginalen, bidra till att öka penningpolitikens genomslag på växelkursen, se kapitel 1.

⁴⁶ Se avsnitt 1.4 för ett scenario med svagare krona och ett större växelkursgenomslag.

⁴⁷ Se "Jag har aldrig varit med om att kunderna accepterar prishöjningar så lätt", *Riksbankens företagsundersökning*, februari 2022, Sveriges riksbank.

Tidigare har kostnadsökningar inte fullt ut vältrats över till konsumenterna, åtminstone inte på kort sikt, men så skedde i stor utsträckning under 2021 och 2022.⁴⁸ På motsvarande sätt kan det inte uteslutas att snabbt sjunkande kostnader framöver skulle kunna dämpa konsumentpriserna mer än normalt. Hur företagen gör i denna situation är svårt att bedöma och beroende på deras agerande kan inflationen sjunka såväl långsammare som snabbare än i prognosen.

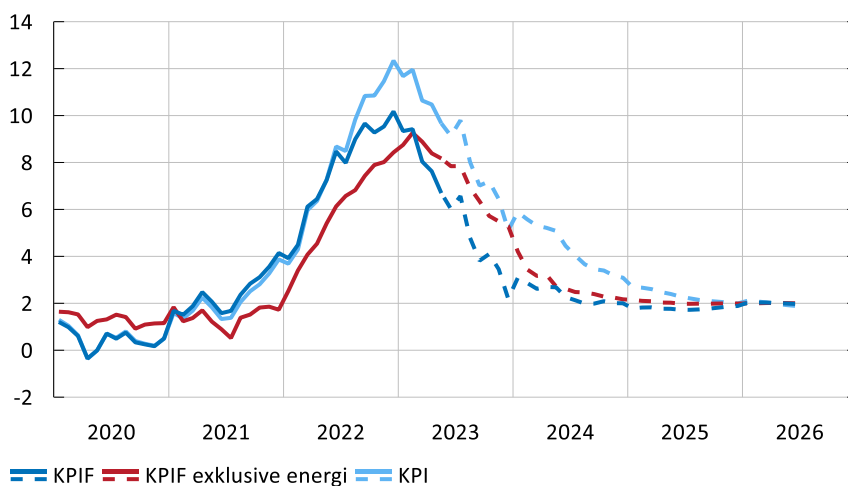
Men mycket talar för att inflationen är nära målet under 2024

Den strama penningpolitiken och en bättre balans mellan utbud och efterfrågan gör dock att det mesta talar för att inflationen mätt med både KPIF och KPIF exklusive energi hamnar nära 2 procent under nästa år. De långsiktiga inflationsförväntningarna ligger nära 2 procent på sikt (se diagram 4) vilket tyder på att ekonomins aktörer fortsatt har förtroende för inflationsmålet. Löneavtalen tyder också på att lönerna kommer att stiga i en takt som, givet den ekonomiska utvecklingen i övrigt, är förenlig med att inflationen faller tillbaka till målet. Hyror och avgifter till bostadsrättsföreningar bedöms dock öka snabbare de närmaste åren, vilket bidrar till att hålla inflationen uppe.

När bolåneräntorna stiger ökar hushållens räntekostnader, vilket medför att inflationen mätt med KPI blir högre än inflationen mätt med KPIF. Framåt 2025 är även inflationen mätt med KPI nära 2 procent (se diagram 47).

Diagram 47. KPIF, KPIF exklusive energi och KPI

Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

⁴⁸ Se "Prissättning hos svenska företag under 2022", *Specialstudier*, december 2022, Konjunkturinstitutet.

FÖRDJUPNING – Stark arbetsmarknad i Sverige och omvärlden

Arbetslösheten har minskat och sysselsättningsgraden har ökat i både Sverige och omvärlden efter pandemin. Utvecklingen har hållit i sig, trots att den höga inflationen lett till åtstramningar i penningpolitiken och trots att BNP-tillväxten har dämpats. Att arbetsmarknaden varit så stark beror bland annat på hushållens uppdämda vilja att konsumera tjänster efter pandemin. En annan orsak är att företagen har valt att fortsätta anställa trots att efterfrågan avtagit, förmodligen för att de tidigare haft stor brist på arbetskraft. Dessutom har reallönerna krympt och även detta kan ha bidragit till högre efterfrågan på arbetskraft.

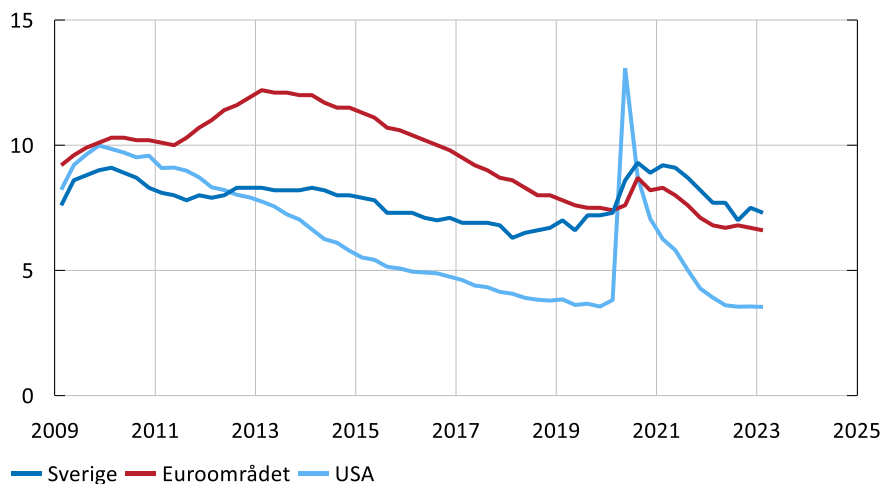
Sysselsättningen i Sverige har sedan mitten av 2021 utvecklats ungefär enligt det historiska sambandet med BNP-tillväxten. Under första kvartalet i år var dock sysselsättningstillväxten starkare än så och flera arbetsmarknadsindikatorer pekar på att sysselsättningen kommer att fortsätta öka de närmaste månaderna. De nyligen slutna avtalen på den svenska arbetsmarknaden indikerar att löneökningarna de kommande två åren visserligen blir högre än normalt, men ändå lägre än i omvärlden. Sverige borde därför ha bättre förutsättningar än andra länder att ha en stark arbetsmarknad, med hög sysselsättning, och samtidigt kunna få ner inflationen. Men bedömningen är likväl att sysselsättningen kommer att minska något när efterfrågan dämpas.

Arbetsmarknaderna har återhämtat sig väl efter pandemin i både Sverige och omvärlden. Arbetslösheten har minskat och sysselsättningsgraden ökat (se diagram 48 och diagram 49). Förra året steg inflationen kraftigt och centralbanker runt om i världen började strama åt penningpolitiken. Konsumentförtroendet föll drastiskt, företagens konfidensindikatorer minskade och BNP-utvecklingen dämpades. Men arbetsmarknaderna i euroområdet, USA och Sverige har ändå fortsatt att utvecklas starkt. Utvecklingen i Sverige liknar den i omvärlden, trots stora skillnader i hur arbetsmarknaderna fungerar och hur expansiv finanspolitiken har varit.⁴⁹ I euroområdet och i Sverige är sysselsättningsgraden högre än före pandemin, men i USA har den inte återhämtat sig fullt ut. Återhämtningen i BNP har varit starkare i Sverige än i USA och euroområdet, vilket kan förklara varför den svenska sysselsättningsutvecklingen står sig väl i en internationell jämförelse.

⁴⁹ Exempelvis finns det stora skillnader mellan länderna i hur lönerna sätts och hur flexibla arbetsmarknaderna är i termer av anställningstrygghet, uppsägningsregler och -kostnader samt ersättningar vid arbetslöshet.

Diagram 48. Arbetslöshet i Sverige, euroområdet och USA

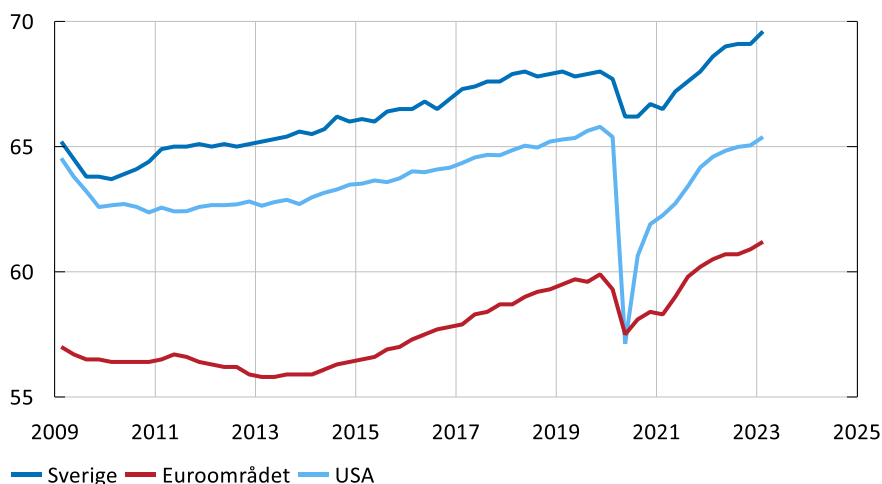
Procent av arbetskraften, 15–74 år



Källor: Eurostat, OECD och SCB.

Diagram 49. Sysselsättningsgrad i Sverige, euroområdet och USA

Procent av befolkningen, 15–74 år



Källor: Eurostat, OECD och SCB.

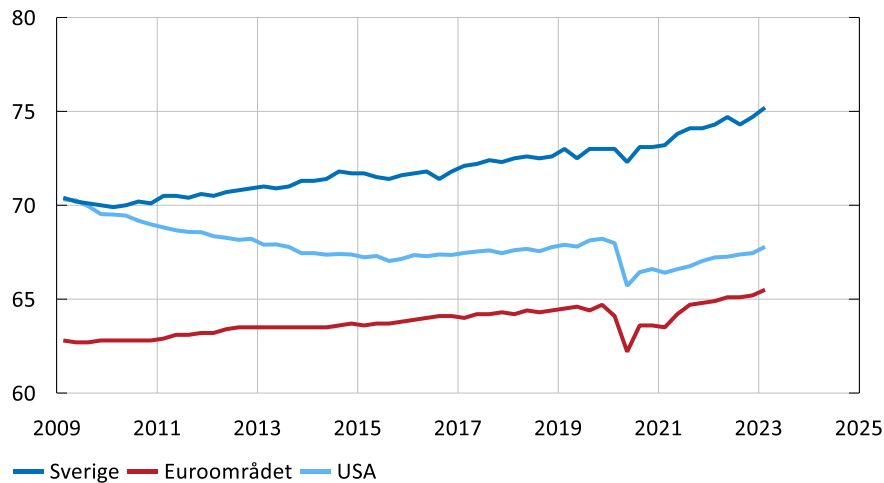
Pandemin är en viktig förklaring till utvecklingen

För att förstå varför arbetsmarknaden i nuläget är så stark måste man se till hur pandemin har påverkat situationen. Pandemin förändrade arbetskraftsutbudet i euroområdet, USA och Sverige, men på olika sätt. I många länder har utbudet av arbetskraft minskat. De faktorer som ofta lyfts fram som orsaker till detta är att invandringen varit lägre under pandemin och att många människor förändrade sina preferenser kring arbetslivet, till exempel hur mycket man vill arbeta. I vissa länder har också många äldre gått i pension och lämnat arbetsmarknaden permanent (främst i USA).

I Sverige är arbetskraftsdeltagandet mycket högt och det minskade inte heller nämnvärt under pandemin (se diagram 50). Detta är också orsaken till att vi fortsatt har relativt hög arbetslöshet i Sverige.⁵⁰ Men pandemin påverkade utbudet av arbetskraft även här. Många valde att omskola sig eller byta bransch. Utbudet av arbetskraft minskade därför inom vissa tjänstebranscher, även om det totala arbetskraftsdeltagandet inte gick ner. Därför har många företag haft svårt att rekrytera personal med önskad kompetens efter pandemin.

Diagram 50. Arbetskraftsdeltagande i Sverige, euroområdet och USA

Procent av befolkningen, 15–74 år



Källor: Eurostat, OECD och SCB.

Det finns också faktorer som har påverkat efterfrågan på arbetskraft. Under pandemin var finanspolitiken kraftigt expansiv i många länder och både hushåll och företag fick stöd. Statligt stöd till korttidsarbete i Sverige och många andra europeiska länder är ett exempel på krisåtgärder som bidrog till att många anställda kunde behålla sina jobb och till att arbetslösheten ökade mindre än den skulle ha gjort utan stödet. Det möjliggjorde en snabb återhämtning i produktionen efter pandemin. Till följd av korttidsarbete påverkades också hushållens inkomster i Sverige i mindre grad än de skulle ha gjort om fler hade blivit arbetslösa.⁵¹ I USA fick hushållen i stället stora statliga bidrag under pandemin. Dessa olika stöd innebar att hushåll i Sverige och omvärlden kunde spara pengar, i synnerhet eftersom de inte kunde resa och konsumera som vanligt.

⁵⁰ Hur många som deltar i arbetskraften skiljer sig mycket mellan olika länder och påverkas bland annat av befolkningens struktur och olika institutionella faktorer, exempelvis utformningen av utbildnings-, socialförsäkrings-, pensions- och skattesystemen samt olika traditioner, lagar och regler som reglerar arbetsmarknaden. En relativt stor andel av arbetslösheten i Sverige beror på hög arbetslöshet bland ungdomar som studerar på gymnasie- och högskolenivå. Det är till stor del skillnader i utbildningssystem som förklarar varför ungdomsarbetslösheten är så hög i Sverige jämfört med andra länder. Om man jämför arbetslösheten i kärnarbetskraften (25–54 år) är den svenska arbetslösheten mer i nivå med andra länder.

⁵¹ I många europeiska länder får de anställda som omfattas av korttidsarbete däremot arbetslöshetsersättning.

Efterfrågan på arbetskraft steg snabbt efter pandemin när man kunde återgå till ett liv utan restriktioner. Det gjorde att resursutnyttjandet steg och att många företag rapporterade om brist på arbetskraft. Många människor ville resa, gå på restaurang och göra saker som de inte kunnat göra under pandemin och det innebar att efterfrågan på personal ökade snabbt i vissa branscher.

Företagen har behållit mer personal än vad de tror efterfrågan kräver på kort sikt

Att hushållen sparade så mycket under pandemin har gjort det möjligt för dem att fortsätta konsumera tjänster trots att levnadskostnaderna nu ökat kraftigt. Den höga efterfrågan på tjänster tycks hålla i sig, även om de svenska hushållens totala konsumtion har minskat de senaste kvartalen. Dessutom har den svaga kronan bidragit till högre export och därmed också till högre efterfrågan på arbetskraft inom exportindustrin och i de tjänstebanscher som är nära kopplade till industrin.⁵² Även den gröna omställningen i industrin har bidragit positivt till efterfrågan på arbetskraft och väntas göra det under en lång tid framöver.

Åtminstone i Sverige finns det tecken på att företag som länge haft brist på arbetskraft och haft svårt att rekrytera inte har velat minska personalstyrkan, även om de förväntat sig sämre efterfrågan. Konjunkturinstitutets nya indikator för labour hoarding, som mäter andelen företag som väljer att ha mer personal än vad produktionen på kort sikt behöver, har varit på en relativt hög nivå och är fortsatt högre än normalt (se diagram 51). Den senaste tidens nedgång i indikatorn tycks bero på att företagen ser något ljusare på efterfrågeläget framöver. Även företagets anställningsplaner har varit överraskande positiva de senaste månaderna. Detta kan tyda på att företagen inte tror att nedgången i efterfrågan blir så djup eller långvarig.

Ytterligare en faktor som kan ha bidragit till att öka efterfrågan på arbetskraft i Sverige är att reallönerna har minskat kraftigt till följd av den höga inflationen. Arbetskraften har blivit mindre kostsam relativt kapitalet och även relativt arbetskraftskostnaderna i andra länder, där de nominella löneökningarna varit högre. Industriavtalet, som gäller från andra kvartalet i år, ger totalt 7,4 procents löneökningar under två år, fördelade på 4,1 procent första året och 3,3 procent andra året. De löneavtal som slutits sedan dess ser ut att följa industrins märke. Enligt Medlingsinstitutet ökar de avtalade lönerna nominellt med 3,3 procent 2023 och med 3,5 procent 2024.⁵³

Den aggregerade löneutvecklingen påverkas också av förändringar i sammansättningen av de anställda och av löneökningar utöver avtal. Riksbanken bedömer att lönerna sammantaget kommer att stiga i en takt som, givet den ekonomiska utvecklingen i övrigt, är förenlig med att inflationen faller tillbaka till målet. Prognosen innebär att de reala lönerna fortsätter att sjunka i år och ökar först nästa år, vilket till viss del kan motverka en nedgång i efterfrågan på arbetskraft. För att ha en god reallöneutveckling på sikt är det viktigt att inflationen faller tillbaka och åter stabiliserar sig

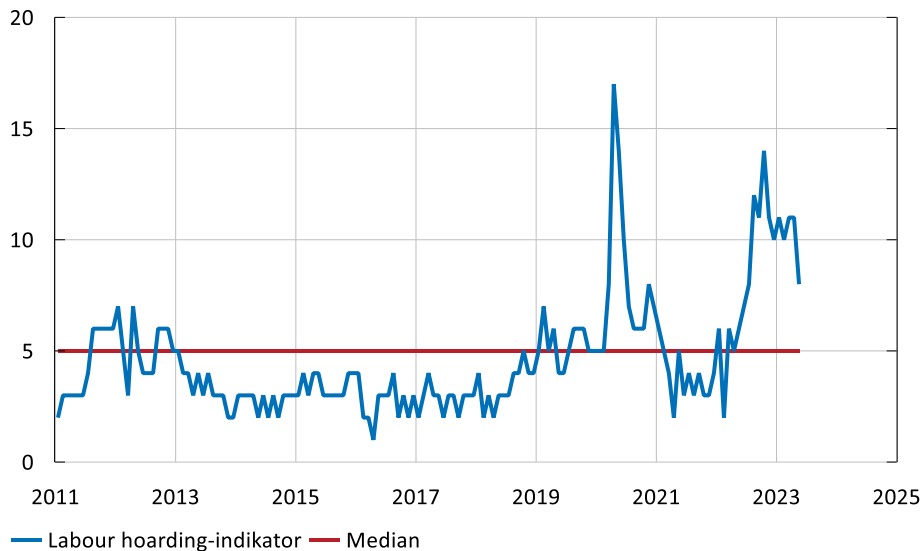
⁵² Se "Jakten på röda prislappar tilltar", *Riksbankens företagsundersökning*, maj 2023, Sveriges riksbank.

⁵³ Löneökningarna för kalenderåren 2023 och 2024 påverkas av att de nya avtalen gäller från andra kvartalet och framåt i år.

kring målet. Men även tillväxten i produktivitet är en viktig pusselbit för att real-lönerna ska stiga långsiktigt. En högre produktivitetstillväxt möjliggör högre löneökningar utan att de driver upp inflationen.

Diagram 51. Labour hoarding i totala näringslivet

Procent



Anm. Labour hoarding-indikatorn beräknas som andelen företag som förväntar sig ökat eller förändrat antal anställda, samtidigt som de förväntar sig försämrade efterfrågeläge.

Källa: Konjunkturinstitutet.

Sysselsättningstillväxten i Sverige efter pandemin har varit ungefär i linje med historiska BNP-samband

Ett sätt att undersöka om utvecklingen på arbetsmarknaden har varit starkare än väntat är att jämföra den faktiska sysselsättningstillväxten med hur den skulle ha varit om den hade följt BNP-tillväxten enligt historiska mönster. Detta görs genom att skatta så kallade Okun-samband mellan procentuell förändring i sysselsättning och real BNP-tillväxt för perioden 1995–2019.⁵⁴ Därefter används faktiska BNP-utfall för att skriva fram antalet sysselsatta till och med första kvartalet 2023. De heldragna linjerna i diagram 52 visar utfall för antalet sysselsatta för euroområdet, USA och Sverige och de ljusblå fälten visar vad sysselsättningen skulle ha blivit om utvecklingen hade följt historiska samband med BNP-tillväxten, skattade med olika modeller.⁵⁵

⁵⁴ Ofta skattas sambandet mellan förändringen i arbetslöshet och real BNP-tillväxt, vilket också var fallet i ursprungsstudien A. M. Okun (1962), "Potential GNP: Its Measurement and Significance" i *Proceedings of the Business and Economics Statistics Section*. Alexandria, VA: American Statistical Association. Sysselsättningen är dock ett bättre mått på ekonomisk aktivitet och en mer rättvisande mått i en internationell jämförelse, eftersom det finns så stora strukturella och konjunkturella skillnader i arbetskraftsdeltagandet mellan olika länder.

⁵⁵ Resultaten skiljer sig något åt beroende på modellspecifikationen. I diagrammet visas den lägsta och högsta framskrivningen för varje kvartal från olika modellskattningar. För euroområdet och USA ingår två

I Sverige utvecklades sysselsättningen sämre än de historiska sambanden indikerar fram till och med första halvåret 2021 (se diagram 52). En förklaring till det är att pandemin var en annorlunda kris som innebar stora förändringar både för ekonomin och samhället i stort. Bland annat innebar pandemin att konsumtionen av många sysselsättningsintensiva tjänster, som hotell, restaurang, kultur och fritid, minskade kraftigt. Industriproduktionen minskade däremot inte lika mycket. Industrin har stor betydelse för Sveriges BNP-tillväxt, vilket till stor del förklarar varför BNP-utvecklingen blev bättre än sysselsättningsutvecklingen fram till mitten av 2021.

Återhämtningen under 2021 avvek också något från normala mönster. Oftast brukar arbetade timmar för redan anställda öka före nyanställningar i en konjunkturuppgång. Men efter pandemin ökade företagen i stället antalet sysselsatta mer än antalet arbetade timmar. Från andra halvåret 2021 fram till slutet av 2022 ökade antalet sysselsatta i Sverige ungefär i linje med det historiska sambandet med BNP-tillväxten och i början av 2023 var sysselsättningstillväxten till och med något starkare.^{56, 57}

Sysselsättningen hade återhämtat sig fullt ut fjärde kvartalet 2021. Arbetade timmar minskade mycket mer än sysselsättningen under pandemin till följd av korttidsarbete och hade återhämtat sig först under andra kvartalet 2022 (se diagram 53).

Diagram 52 visar att sysselsättningstillväxten i euroområdet har varit starkare än det historiska BNP-sambandet efter pandemin. Arbetade timmar har däremot utvecklats svagare än sysselsättningen i euroområdet (se diagram 53). För USA visar skattningarna att utvecklingen varit betydligt svagare än det historiska sambandet, vilket delvis beror på demografiska förändringar, som att relativt stora grupper gått i pension och att invandringen minskat. Även arbetade timmar har utvecklats relativt svagt i USA. Reallönerna har utvecklats starkare i omvärlden än i Sverige, vilket skulle kunna vara en möjlig förklaring till att sysselsättningsnivån är högre i Sverige än i omvärlden. Även arbetade timmar har utvecklats starkt i Sverige sedan andra halvåret 2022.

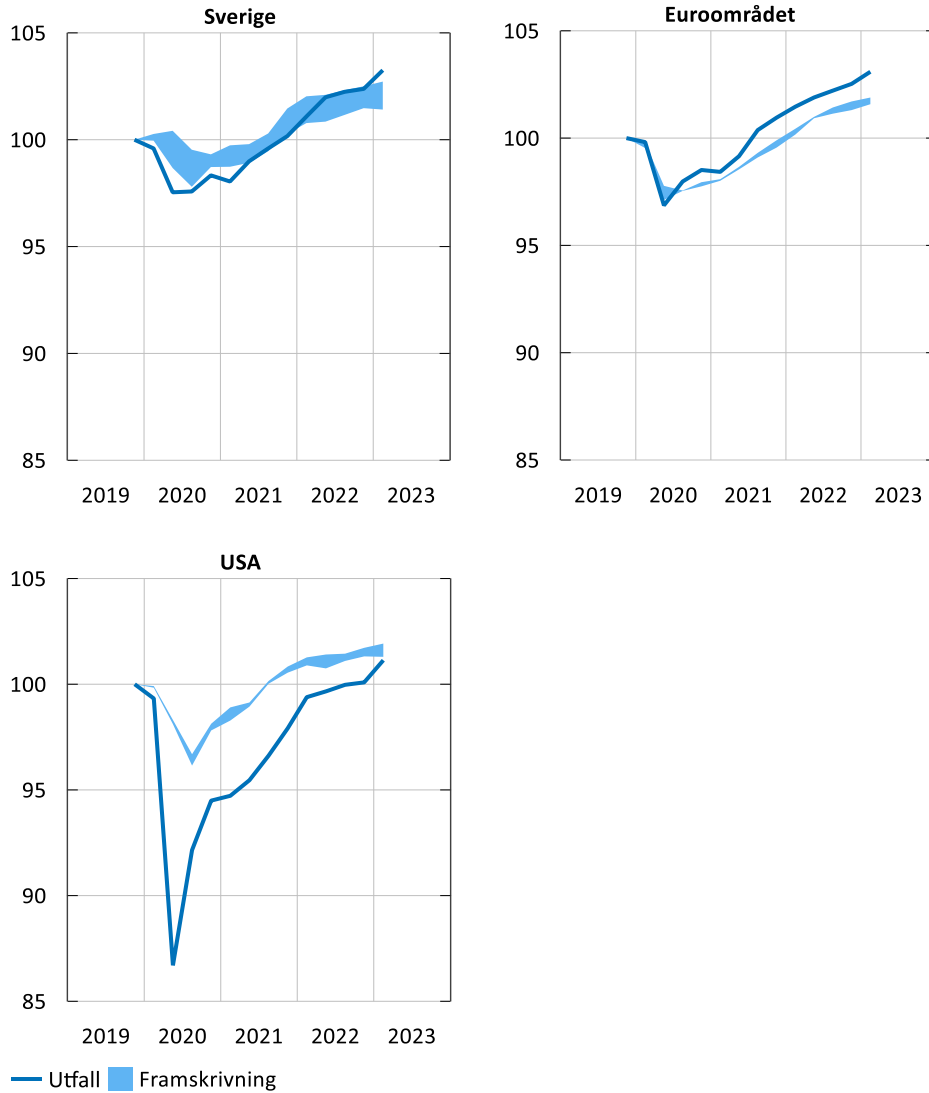
modeller, en baserad på årlig procentuell förändring och en baserad på kvartalsvis procentuell förändring. Modellerna inkluderar även laggade variabler för att tillåta en viss eftersläpning i sambandet mellan BNP och sysselsättning. För Sverige ingår dessutom en specifikation som baseras på ett bedömt BNP- och sysselsättningsgap. Bland modellerna för Sverige ingår också en så kallad BVAR-modell med 11 variabler som är betingad på utfallen på samtliga variabler utom sysselsättningen.

⁵⁶ I samband med publiceringen av BNP för första kvartalet 2023 reviderades BNP-utfallen upp historiskt, framför allt för 2021. Innan upprevideringen visade skattningar att sysselsättningen hade utvecklats starkare än BNP. Upprevideringen av BNP-tillväxten medförde att sysselsättningen nu har utvecklats mer i linje med BNP, förutom under första kvartalet 2023.

⁵⁷ Att sysselsättningstillväxten enligt Okun-skattningarna utvecklats ungefär i linje med BNP samtidigt som labour hoarding-indikatorn har varit på en hög nivå kan vara förvånande. Men det finns flera tänkbara förklaringar till att Okun-skattningarna och labour hoarding-indikatorn inte är samstämmiga. Exempelvis kan företagen ha överraskats av styrkan i efterfrågan. Dessutom består BNP av fler komponenter än företagets produktion, till exempel offentlig konsumtion och offentliga investeringar.

Diagram 52. Utfall och framskrivning av antalet sysselsatta i Sverige, euroområdet och USA

Index, kvartal 4 2019 = 100

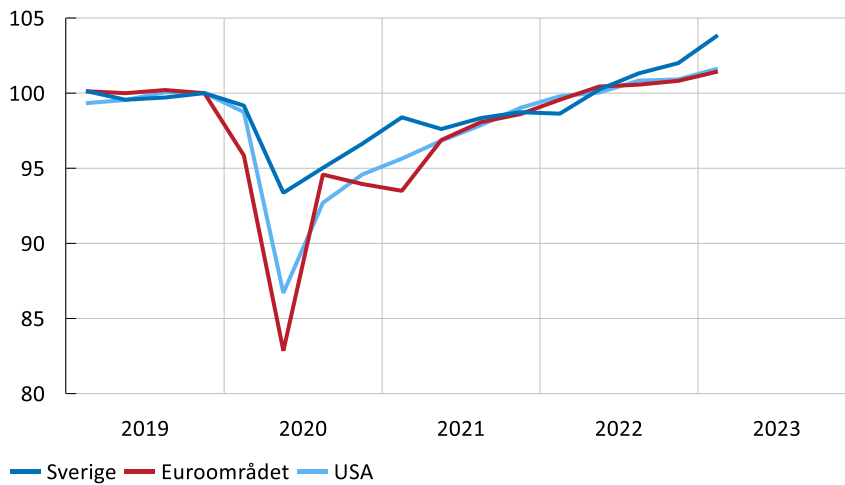


Anm. Fältet visar det lägsta och högsta värdet från olika modellskattningar. För Sverige ingår tre Okun-skattningar samt en BVAR-skattning. För euroområdet och USA ingår två Okun-skattningar.

Källor: Eurostat, OECD, SCB och Riksbanken.

Diagram 53. Arbetade timmar

Index, kvartal 4 2019 = 100



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

Osäkert hur mycket arbetsmarknaden dämpas framöver

Den snabba ökningen i efterfrågan som följde efter pandemin medförde att många företag fick brist på arbetskraft och nu tycks de hamstra arbetskraft. Dessutom kan efterfrågan på arbetskraft ha påverkats positivt av kraftigt minskade reallöner. Dessa faktorer förklarar åtminstone delvis varför arbetsmarknaden har stått emot åtstramningarna så pass väl. Anställningsplanerna enligt Konjunkturbarometern är fortsatt något positiva och både företag och hushåll har blivit lite mindre pessimistiska om framtiden den senaste tiden. De nyligen slutna avtalen på den svenska arbetsmarknaden indikerar att löneökningarna de kommande två åren visserligen blir högre än normalt, men ändå lägre än i omvärlden. Förutsättningarna för Sverige att ha en stark arbetsmarknad, i termer av sysselsättning, och samtidigt kunna få ner inflationen borde därför vara bättre än för andra länder.

Men Riksbanken bedömer ändå att sysselsättningen kommer att minska något när efterfrågan dämpas framöver. Att arbetsmarknaden kyls av och resursutnyttjandet minskar bör ge ett lägre inflationstryck. Det finns dock betydande osäkerhet i prognosen. Stora chocker i ekonomin, som pandemin, förändrar arbetsmarknadens sätt att fungera, temporärt eller mer permanent, och innebär att utvecklingen inte nödvändigtvis följer historiska samband. Det gör i sin tur att prognoser baserade på sådana samband blir mindre tillförlitliga. Dessutom kompliceras analyser i realtid av att BNP-statistiken revideras i efterhand och att revideringarna ibland är relativt stora.

Prognostabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport anges inom parentes.

Tabell 1. Styrrenteprogno

Procent, kvartalsmedelvärden

	2023kv1	2023kv2	2023kv3	2024kv2	2025kv2	2026kv2
Styrrentan	2,75 (2,75)	3,32 (3,32)	3,75 (3,60)	4,05 (3,65)	4,05 (3,65)	3,75 (3,35)

Källa: Riksbanken.

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

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

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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 3. BNP och efterfrågan

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2021	2022	2023	2024	2025
Hushållens konsumtion	6,3 (6,3)	1,9 (2,1)	-2,4 (-1,2)	0,7 (0,6)	1,9 (2,0)
Offentlig konsumtion	3,3 (2,8)	0,1 (0,0)	1,6 (1,3)	1,6 (1,6)	1,3 (1,3)
Fasta bruttoinvesteringar	7,1 (6,0)	6,1 (5,2)	-2,6 (-4,6)	-3,0 (-2,8)	2,2 (2,0)
Lagerinvesteringar*	0,4 (0,5)	1,1 (1,0)	-0,6 (-0,8)	-0,2 (-0,1)	0,0 (0,0)
Export	11,1 (10,0)	7,0 (6,6)	2,5 (2,0)	0,5 (0,9)	2,1 (2,2)
Import	11,6 (11,5)	9,4 (8,7)	-0,4 (-1,2)	0,1 (0,3)	2,1 (2,1)
BNP	6,1 (5,4)	2,8 (2,6)	-0,5 (-0,7)	0,0 (0,2)	1,8 (1,8)
BNP, kalenderkorrigerad	6,0 (5,3)	2,8 (2,7)	-0,2 (-0,5)	0,0 (0,2)	2,0 (2,0)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	5,4 (5,0)	2,4 (2,2)	-1,4 (-1,4)	-0,1 (0,0)	1,7 (1,7)
Nettoexport*	0,3 (-0,1)	-0,6 (-0,6)	1,5 (1,5)	0,2 (0,3)	0,1 (0,1)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	6,8 (6,5)	4,8 (4,4)	6,0 (6,5)	6,7 (7,3)	7,2 (7,9)

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

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

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 4. Produktion och sysselsättning

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

* 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

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

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

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

Tabell 6. Internationella prognoser

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

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

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

	2021	2022	2023	2024	2025
Styrränta i omvärlden, procent	-0,3 (-0,3)	0,5 (0,5)	3,6 (3,5)	3,9 (3,6)	3,2 (3,0)
Råoljepris, USD/fat Brent	70,7 (70,7)	98,6 (98,6)	77,5 (82,2)	72,4 (78,0)	69,9 (73,8)
Svensk exportmarknad	9,2 (9,2)	8,2 (8,0)	-0,5 (2,0)	2,2 (2,3)	3,1 (3,1)

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

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

Tabell 7. Finansiella prognoser i sammanfattning

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2021	2022	2023	2024	2025
Riksbankens styrränta	0,0 (0,0)	0,8 (0,8)	3,5 (3,3)	4,1 (3,7)	4,0 (3,6)
10-årsränta	0,3 (0,3)	1,5 (1,5)	2,5 (2,4)	3,1 (2,9)	3,2 (3,0)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	114,3 (114,3)	121,1 (121,1)	128,3 (125,4)	127,4 (122,7)	123,3 (119,0)
Offentligt finansiellt sparande, procent av BNP	0,0 (0,0)	0,8 (0,7)	0,0 (-0,1)	-0,7 (-0,7)	-0,6 (-0,8)

Källor: SCB och Riksbanken.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK